

Vysoká škola ekonomická v Praze
Fakulta národohospodářská

**VPLYV VEREJNÉHO DLHU
SLOVENSKEJ REPUBLIKY NA BEŽNÝ
ÚČET PLATOBNEJ BILANCIE**

bakalářská práce

Autor: Miroslav Titze

Vedoucí práce: Ing. Ondrej Antoš

Rok: 2009

Prohlašuji na svou čest, že jsem bakalářskou práci vypracoval samostatně
a s použitím uvedené literatury.

Miroslav Titze

V Praze, dne 12. 12. 2009

List pre zadanie

Vysoká škola ekonomická v Praze
Katedra hospodářské a sociální politiky

Národohospodářská fakulta
Akademický rok: 2009/2010



ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

Zpracovatel **Miroslav Titze**

Studijní program **Ekonomie a hospodářská správa**

Obor **Národní hospodářství**

Název tématu: **Vplyv verejného dlhu Slovenskej republiky na bežný účet platobnej bilancie**

Zásady pro vypracování:

1. Cieľom tejto bakalárskej práce je analyzovať vplyv verejného dlhu Slovenskej republiky na bežný účet platobnej bilancie na Slovensku. V súčasnosti sa do popredia dostali dva rozdielne názory o vplyve rozpočtového deficitu na ekonomiku. Ricardo-Barrov prístup k rozpočtovému deficitu predpokladá neutrálny vplyv na bežný účet platobnej bilancie. Klasická teória predpokladá, že deficit verejných financií spôsobuje deficit bežného účtu platobnej bilancie. Táto práca na základe vývoja zadlženia Slovenska a vývoja bežného účtu platobnej bilancie od roku 1993 až po súčasnosť skúma, ktorý z vyššie uvedených teoretických konceptov je platný pre skúsenosť, ktorú zaznamenala slovenská ekonomika. K analýze sa využívajú dostupné štatistické zdroje, ktoré sú podrobené štatisticko-matematickému testovaniu.

Abstrakt

Práca sa zaoberá širšími ekonomickými súvislosťami zadlžovania Slovenskej ekonomiky po roku 1993. Hlavným cieľom je posúdiť vplyv rozpočtového deficitu na bežný účet platobnej bilancie. Práca analyzuje vývoj zadlženia verejných financií, deficitu, verejného dlhu a ich vplyv na trhy zapožičateľných fondov, trh tovarov a služieb a na menový trh, ktorí ovplyvňuje bežný účet platobnej bilancie.

Regresná analýza založená na jednoduchnej lineárnej regresii prostredníctvom metódy najmenších štvorcov nepreukázala vplyv deficitu na bežný účet platobnej bilancie a na základe metódy najmenších štvorcov bola zamietnutá hypotéza o priamej závislosti. Skúsenosť ktorú zaznamenala slovenská ekonomika je konzistentná s Ricardovo-Barovou hypotézou o neutralite fiškálnej politiky.

Kľúčové slová: Slovensko, verejný dlh, vládny deficit, bežný účet platobnej bilancie

JEL klasifikácia: H500, H600, H630

Abstract

This bachelor work concern about wider economics circumstances of debting in Slovak republic after 1993. Main goal of the work is evaluate dependance between public deficit and current account of balance of payment. Work also consider evolution of public finance, deficit, public debt and their impact on loanable fund market, goods and services market and exchange market through which is influenced current account of balance of payment.

Regression analysis based on simply linear regression by method of ordinary least squares doesn't confirm dependence of current account deficit on budget deficit. Linear regression refused close relationship between current account deficit and budget deficit. Evidence from Slovak republic experience is consistent with Ricardo-Barro approach to budget deficit.

Key words: Slovakia, public debt, government deficit, current account of balance of payment

JEL clasification: H500, H600, H630

Na tomto mieste by som sa rád poďakoval vedúcemu bakalárskej práce Ing. Ondrejovi Antošovi za cenné rady a pripomienky, ochotu a poctivý prístup pri vedení bakalárskej práce.

Obsah

Úvod	6
1. Fiškálna a vonkajšia nerovnováha	7
1.1. Krátkodobá fiškálna nerovnováha – rozpočtový deficit	7
1.1.1. Vznik rozpočtového deficitu	8
1.1.2. Príčiny vzniku rozpočtového deficitu	9
1.1.3. Financovanie rozpočtového deficitu	9
1.2. Problémy merania rozpočtového deficitu a dlhu	10
1.3. Dlhodobá fiškálna nerovnováha – verejný dlh	11
1.3.1. Príčiny verejného dlhu a vznik verejného dlhu	12
1.3.2. Krytie verejného dlhu	12
1.3.3. Splatenie a stabilizácia verejného dlhu	13
2. Rozpočtový deficit v malej otvorenej ekonomike	15
2.1. Vplyv rozpočtového deficitu na ekonomiku	15
2.1.1. Tradičná teória rozpočtového deficitu	15
2.1.2. Ricardo-Barrov prístup k rozpočtovému deficitu	17
2.1.3. Vplyv zadlženia na úspory a investície	19
2.1.4. Vplyv zadlženia na menový kurz	19
2.1.5. Problémy merania vplyvu na platobnú bilanciu	20
3. Ekonomická analýza zadlženosti Slovenska po roku 1993	22
3.1. Príčiny rastu verejných výdajov na Slovensku po roku 1993	22
3.2. Skladba verejných výdajov	24
3.3. Vývoj vládnych príjmov na Slovensku po roku 1993	25
3.4. Rozpočtový deficit na Slovensku po roku 1993	26
3.4.1. Skrytý deficit verejných financií	28
3.4.2. Financovanie rozpočtového deficitu	29
3.5. Vývoj verejného dlhu na Slovensku po roku 1993	31
3.5.1. Spojenie medzi verejným dlhom a deficitom na Slovensku	31
3.5.2. Štruktúra verejného dlhu na Slovensku	32
3.5.3. Splatnosť existujúceho štátneho dlhu	34
3.5.4. Vplyv štátnych záruk na verejný dlh	36
4. Vplyv zadlžovania Slovenska na výkonnosť ekonomiky	38
4.1. Vplyv deficitu na trh zapožičateľných fondov	38
4.2. Vplyv rozpočtového deficitu na spotrebu	40
4.3. Vplyv rozpočtového deficitu na menový trh	41
Záver	44

Úvod

Každé obdobie má svoju veľkú ekonomickú tému. Ešte pred tridsiatimi rokmi sa poprední ekonómovia zaoberali infláciou a viedli o nej rozsiahle debaty. Fiškálna politika bola v úzadí. V súčasnosti sa do popredia dostáva téma verejného dlhu, deficitu a ich vplyv na výkonnosť ekonomiky. Do rozporu sa dostali dva najrozšírenejšie názory o vplyve rozpočtového deficitu na ekonomiku – Ricardo-Barrov prístup, ktorý predpokladá neutrálny vzťah a klasická teória, ktorá predpokladá negatívny vzťah na bežný účet platobnej bilancie. Práca skúma, ktorý z uvedených prístupov platí na základe zadĺženosti Slovenskej ekonomiky po roku 1995.

Cieľom práce je priblížiť a zhodnotiť vývoj štátneho dlhu a deficitu na Slovensku po roku 1993 v širších ekonomických a politických súvislostiach a zistiť vplyv deficitu verejných financií na bežný účet platobnej bilancie.

Na základe štatistickej analýzy vývoja zadĺženosti Slovenskej ekonomiky a vývoja bežného účtu platobnej bilancie je zrejmé, že deficit verejných financií nemá vplyv na bežný účet platobnej bilancie.

Prvá časť práce sa zaoberá verejným dlhom a vládnym deficitom, príčinami ich vzniku, financovaním, skladbou verejného dlhu, ukazovateľmi zadĺženosti, stabilizáciou dlhu a problémami, ktoré vznikajú pri štatistickom výpočte verejného dlhu a deficitu. Nemenej dôležitým je v tejto časti financovanie dlhu, pretože rozdielne financovanie má rôzny vplyv na reálne ekonomické premenné.

Druhá časť práce sa zaoberá teoretickými princípmi zadlžovania podľa klasickej teórie a podľa Ricardovho-Barovho prístupu. Pre malú otvorenú ekonomiku Slovenska je najvhodnejší Mundell-Flemingov model.

Tretia časť práce sa zaoberá vývojom zadĺženosti Slovenska po roku 1993, príčinami rastu verejných výdajov, skladbou verejných výdajov, vývojom deficitu a verejného dlhu, štatisticky nevykazovaným skrytým deficitom verejných financií, financovaním rozpočtového deficitu, splatnosťou a financovaním existujúceho štátneho dlhu, vplyvom štátnych záruk na veľkosť verejného dlhu.

Štvrtá časť práce sa zaoberá vplyvom vládneho deficitu a verejného dlhu na jednotlivé trhy a rozoberá jednotlivé teoretické koncepty a účinky fiškálnej nerovnováhy na trh zapožičateľných fondov, trh tovarov a služieb a menový trh.

1. Fiškálna a vonkajšia nerovnováha

Podstatou verejných financií sú finančné vzťahy zaistujúce súlad medzi politicky vyjadrenou potrebou verejných prostriedkov a ich ekonomicky reálne získaným objemom. Nesúlad medzi objemom reálne získaných a reálne užitých verejných prostriedkov možno označiť ako *fiškálnu* (verejne finančnú) *nerovnováhu*.¹

Vonkajšiu rovnováhu ekonomiky predstavuje vyrovnanosť platobnej bilancie. Z účtovného hľadiska platobná bilancia musí byť vyrovnaná vždy. V dlhom období pri režime voľne plávajúceho kurzu dochádza k vyrovnanosti kapitálového a bežného účtu platobnej bilancie prostredníctvom *menového kurzu*, pri režime fixného kurzu dochádza k vyrovnanosti platobnej bilancie prostredníctvom *devízových rezerv* centrálnej banky.²

Verejné zadĺženie predstavuje dlhodobú fiškálnu nerovnováhu. Verejný dlh je zadĺženie celého verejného sektoru a predstavuje celkovú sumu záväzkov verejného sektora. Krátkodobý nesúlad medzi štátnymi príjmami a štátnymi výdavkami vytvára *rozpočtový deficit* alebo *rozpočtový prebytok*. Deficit sa považuje za tokovú veličinu, verejný dlh je stavová veličina.

Zatiaľ čo rozpočtový problém je problém konkrétny, periodicky sa opakujúci a verejne kontrolovaný, dlhový problém je zložitejší a menej prehľadný. Rozpočtový deficit je viditeľný a z hľadiska zodpovednosti priraditeľný konkrétnej inštitúcii (*vláde*), verejný dlh sa nedá priradiť konkrétnej inštitúcii a jeho *stopy sa strácajú v minulosti*.³

1.1. Krátkodobá fiškálna nerovnováha – rozpočtový deficit

Rozpočtový deficit je definovaný ako rozdiel medzi vládnymi príjmami a vládnymi výdavkami za určité obdobie, najčastejšie jeden rok.⁴ Pokiaľ $D_t > 0$ štátny rozpočet sa nachádza v *deficite*, pokiaľ $D_t < 0$ štátny rozpočet sa nachádza v *prebytku*.

Rozpočtový deficit sa skladá z dvoch zložiek. Prvou zložkou sú *úrokové platby* z existujúceho dlhu (súčin reálnej úrokovej miery a stavu dlhu na konci roku t , B_{t-1}), druhou

¹ DVOŘÁK P., Vybrané problémy fiskální politiky, Praha: VŠE v Praze, 1998, str. 90

² Predpokladá sa zjednodušená podoba platobnej bilancie, ktorá sa skladá z bežného účtu, finančného účtu a zo zmeny devízových rezerv, v skutočnosti je platobná bilancia oveľa zložitejšia a skladá sa z mnohých položiek, pre potreby práce je zbytočne rozvádzať podrobnejšiu štruktúru platobnej bilancie

³ DVOŘÁK P., Vybrané problémy fiskální politiky, Praha: VŠE v Praze, 1998, str. 92

⁴ $D_t = r \cdot B_{t-1} + (G_t - T_t)$

zložkou je *primárna rozpočtová bilancia* predstavujúca rozdiel medzi vládnymi výdajmi a daňami očistenými o transfery ($G_t - T_t$).⁵

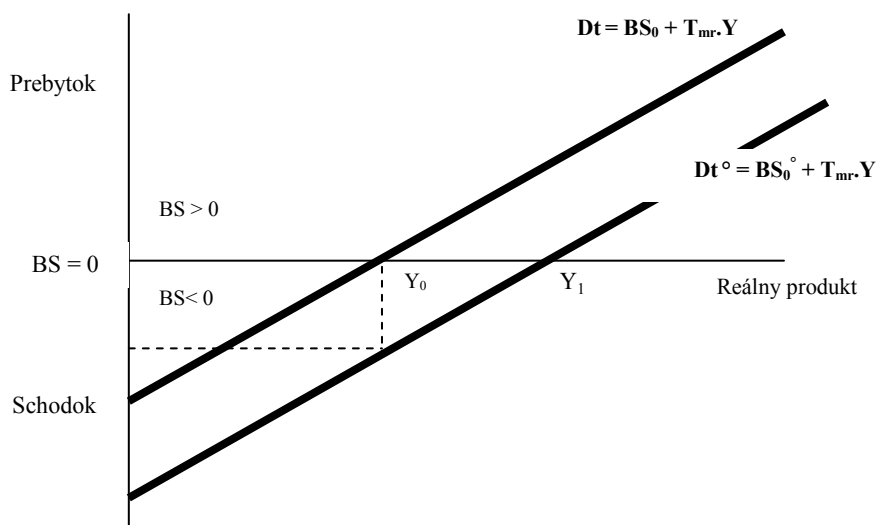
1.1.1. Vznik rozpočtového deficitu

Rozpočet je vyrovnaný pri veľkosti reálneho produktu Y_0 , kde je výnos z daní (lineárne závislý na produkte) rovný objemu vládných výdajov. Vpravo od bodu Y_0 je reálny produkt tak vysoký, že z neho odvodený daňový výnos prevažuje objem verejných výdajov. Pre nulovú úroveň produktu je deficit rovný *rozdielu medzi výnosom autonómneho zdanenia a objemom verejných výdajov*.

Štrukturálny (aktívny) deficit predstavuje vládou zámerné *diskrečné opatrenie* v rámci fiškálnej politiky, menia sa verejné príjmy a výdaje. Predpokladá sa, že produkt sa nemení.

Fiškálna expanzia:

Obrázok 1 Posun krivky znížením BS_0 - zvýšením výdajov alebo poklesom verejných príjmov



Zdroj: DVORÁK P., Vybrané problémy fiskální politiky, Praha: VŠE v Praze, 1998, str. 96

Posun krivky nadol spôsobí *zníženie úrovne autonómneho zdanenia, zvýšenie vládných spotrebných výdajov, zvýšenie vládných transferov, zvýšenie úrokov z verejného dlhu*. Tento deficit by mohol byť vyrovnaný, keby fiškálna expanzia skutočne spôsobila rast reálneho produktu na úroveň Y_1 .

⁵ HAMERNÍKOVÁ, B., MAAYTOVÁ, A. A KOL., Veřejné finance. Praha ASPI, 2007. s. 258

Keynesiánsky prístup považuje fiškálnu politiku za účinnú a preto tvrdí, že rozpočet by sa nemusel dostať do deficitu, pokiaľ *rast fiškálnych výdajov bude kompenzovaný rovnakým rastom produktu*. V tom prípade by nevznikal žiadny deficit, pretože rast verejných výdajov by bol pokrytý z dodatočných daňových príjmov, ktoré by vznikli rastom produktu. Pokiaľ by sa verejný rozpočet nedostal do deficitu nemohol by vzniknúť ani vzťah medzi rozpočtovým deficitom a bežným účtom platobnej bilancie.

Cyklický (pasívny) deficit vzniká ako dôsledok vonkajších faktorov nezávislých na vládnych zámeroch, najčastejšou príčinou je ovplyvnenie cyklického deficitu hospodárskym cyklom, mení sa reálny produkt, nemení sa výška verejných výdajov ani príjmov.

Pri vyrovnanosti štátneho rozpočtu nebude žiadny priestor pre aktívnu fiškálnu politiku. Fiškálne je deficit štátneho rozpočtu známkou *expanzívnej fiškálnej politiky vlády*.

1.1.2. Príčiny vzniku rozpočtového deficitu

Príčinou vzniku *cyklického deficitu* je akýkoľvek na *vládnom rozhodnutí nezávislý jav*, ktorý vedie buď k poklesu rozpočtových príjmov, alebo k rastu verejných výdajov. Príkladmi sú hospodársky pokles, zvýšenie agregátnej cenovej hladiny, postihujúce rozpočtové a príspevkové organizácie napojené svojím rozpočtom na štátny rozpočet, mimoriadne udalosti ako napr. vojnový konflikt, prírodné katastrofy zvyšujúce vynútené vládne výdaje, rastúce úroky z verejného dlhu hradené z rozpočtových výdajov.

Príčinou vzniku *aktívneho deficitu* je akékoľvek *rozhodnutie vlády*, ktoré vedie buď k poklesu rozpočtových príjmov, alebo k rastu verejných výdajov. Príkladmi sú expanzívna fiškálna politika, vládny populizmus, snaha rozložiť dôsledky výdajového šoku do viac rokov, snaha rozložiť daňovú záťaž spojenú s budovaním nákladných verejných projektov na viac generácií.

V posledných dvadsiatich rokoch sú rozhodujúcou príčinou trvalých rozpočtových deficitov väčšiny zemí pasívne faktory ako ropné šoky a neskôr stále viac rastúce úroky z verejného dlhu.

1.1.3. Financovanie rozpočtového deficitu

Základné možnosti krytia rozpočtového deficitu sú dlhové krytie, peňažné krytie a krytie aktívami.

Pri *dlhovom financovaní* jednotlivci i firmy nakupujú štátne cenné papiere. Krytie rozpočtového deficitu prostredníctvom domáceho úveru sa prejaví nárastom domáceho verejného dlhu, krytie deficitu zahraničným úverom sa prejaví zvýšením zahraničného verejného dlhu. Pri poskytnutí úveru zo zahraničia alebo nákupe verejného dlhu zahraničnými osobami dochádza k *reálnej apreciácii domácej meny*. Predstavme si, že zahraničné osoby chcú nakupovať slovenský verejný dlh⁶. Aby mohli nakúpiť slovenský zahraničný dlh musia vymeniť zahraničnú menu za slovenské koruny. Nakupujú slovenské koruny a predávajú zahraničnú menu. Nákup slovenskej koruny zvýši dopyt po slovenskej korune, prevláda dopyt nad ponukou a dochádza k *reálnej apreciácii slovenskej koruny*.

Emisné financovanie štátneho dlhu predstavuje úver od centrálnej banky, tá môže poskytnúť buď priamy úver alebo nakúpiť štátne dlhopisy priamo od štátu. Ak nakupuje centrálna banka štátne obligácie na sekundárnom trhu dochádza k *monetizácii dlhu*. Pri monetizácii dlhu dochádza k rastu cenovej hladiny. Zvyšujúca sa cenová hladina má vplyv na pokles reálneho kurzu. Pri emisnom financovaní dochádza k nominálnej apreciácii domácej koruny. Nominálna apreciácia spôsobí pokles vývozu tovarov a služieb v krátkom období⁷ a tým pádom zhoršuje bežný účet platobnej bilancie. V dlhom období sa obnovuje vonkajšia rovnováha ekonomiky a domáca mena deprecie, pokiaľ nie je vonkajšia rovnováha obnovená.

1.2. Problémy merania rozpočtového deficitu a dlhu

Najmenej kontroverzným problémom je *korekcia o infláciu*, vládna zadlženosť by mala byť meraná v reálnom vyjadrení, nie v nominálnom. Meraný deficit by mal odrážať reálnu zmenu dlhu, nie nominálnu. Deficit meraný v nominálnych cenách je nadhodnotený o infláciu. Korekcia o infláciu môže byť veľká najmä vtedy, keď inflácia je vysoká a to môže zmeniť celkový pohľad na fiškálnu politiku.

Pri meraní celkovej zadlženosti by mali byť *vládne aktíva odčítané od vládneho dlhu*. Potom rozpočtový deficit by sa meral ako zmena dlhu mínus zmena v aktívach. Je to podobné, ako keď si niekto požičia peniaze a kúpi dom. Nehovoríme o rozpočtovom deficite, ale o nahradení zvýšenia aktív (domu), zvýšením dlhu (pôžičkou), čo nie je zaznamenané ako zmena bohatstva. Rozpočtová procedúra, ktorá počíta s aktívami a záväzkami sa nazýva

⁶ Za predpokladu, že slovenské dlhopisy sú vydané v domácej mene – slovenskej korune

⁷ Za predpokladu adaptívnych očakávaní, nikto nerozoznáva čím sa zvýšila konkurencieschopnosť. Mohla byť spôsobená napríklad aj technologickými inováciami, znižovaním nákladov, lepšou organizáciou atď.

kapitálové rozpočtovníctvo (capital budgeting). Podľa kapitálového rozpočtovníctva vládne pôžičky financujúce kapitálové statky nezvyšujú deficit. Problémom je rozhodnúť, ktoré vládne výdaje možno považovať za kapitálové výdaje.

Ďalším problémom je *nezapočítavanie záväzkov*. Niektorí ekonómovia argumentujú, že meranie rozpočtového deficitu je klamlivé, pretože nezapočítava niektoré dôležité vládne záväzky (implicitné). Napríklad uvažujme starobné dôchodky vládnych zamestnancov. Títo pracovníci poskytujú pracovné služby vláde dnes, ale časť ich kompenzácií je odložená do budúcnosti. V podstate títo pracovníci poskytujú pôžičku vláde. Ich budúce starobné dôchodky reprezentujú záväzok vlády, ktorý sa nelíši od vládneho dlhu. Tieto záväzky *nie sú súčasťou vládneho dlhu a akumulácia týchto záväzkov nie je súčasťou vládneho deficitu*. Podľa niektorých odhadov sú implicitné záväzky skoro také veľké ako samotný oficiálny vládny dlh. Podobné je to aj so sociálnym zabezpečením. Ľudia platia časť ich príjmu do systému a očakávajú, že dostanú v budúcnosti príspevky. Možno akumulácia sociálnych príspevkov by mala byť taktiež zahrnutá medzi vládne záväzky. Odhady tvrdia, že budúce vládne záväzky vyplývajúce zo sociálneho zabezpečenia sú tri krát väčšie ako oficiálny vládny dlh.

Odlišná forma vládnych záväzkov je *potenciálny záväzok* (contingent liability). Vláda garantuje rôzne študentské pôžičky, hypotéky pre nízko príjmové domácnosti, vklady v bankách a sporiteľniach. Ak dlžník zaplatí pôžičku, vláda neplatí nič, ak dlžník nezaplatí, vláda uskutoční platbu za splátku za neho.

Posledným problémom je *hospodársky cyklus*. V čase expanzie rastú príjmy štátneho rozpočtu, znižujú sa výdavky na vyplácanie sociálnych dávok atd., v čase recesie je to naopak. Preto v mnohých krajinách sa používa cyklický očistený deficit, ktorý je založený na vládnych výdajoch a príjmoch v prípade, že sa ekonomika nachádza na úrovni potenciálneho produktu a prirodzenej nezamestnanosti.⁸

Pri hodnotení fiškálnej politiky, verejného dlhu a deficitu je preto potrebné vziať do úvahy problémy vyskytujúce sa pri meraní vládneho deficitu a verejného dlhu. Nameraný deficit a dlh preto nemusí v skutočnosti odrážať fiškálne zámery vlády.

⁸ MANKIW, N. G. Macroeconomics, fifth edition New York: Worth Publishers, 2003, str. 409-412

1.3. Dlhodobá fiškálna nerovnováha – verejný dlh

Verejný dlh je *súhrn pohľadávok ostatných ekonomických subjektov voči štátu*. Čistý verejný dlh predstavuje celkový objem verejných záväzkov znížených o objem pohľadávok. Hrubý verejný dlh predstavuje sumu verejných záväzkov. Najpoužívanším ukazovateľom verejného dlhu je pomer verejného dlhu k hrubému domácejmu (národnému) produktu. Ak prevyšuje reálna úroková miera rast HDP, zvýšené úroky spôsobia rast podielu dlhu i pri nulovom primárnom deficite.⁹

1.3.1. Príčiny verejného dlhu a vznik verejného dlhu

Základnú príčinu rastu relatívnej váhy objemu verejného dlhu tvoria *trvalé rozpočtové deficiency*, ďalej príčinou môžu byť i ďalšie, na vláde nezávislé faktory.¹⁰ Vznik deficitu nevyhnutne nemusí viesť k zvýšeniu verejného dlhu, pokiaľ nie je krytý dlhovým financovaním, ale je dlhodobo monetizovaný. Existujú mimorozpočtové príčiny vzniku verejného dlhu aj bez rozpočtových deficitov.

1.3.2. Krytie verejného dlhu

Vládne obchodovateľné obligácie možno členiť podľa doby splatnosti na *krátkodobé* s dobou splatnosti do 1 roka (štátne pokladničné poukážky), *strednodobé* s dobou splatnosti 1-10 rokov (notes) a *dlhodobé* s dobou splatnosti dlhšou ako 10 rokov (bonds). Nákupom vládnych obligácií zahraničnými osobami dochádza k rastu zahraničného verejného dlhu, nákupom obligácií tuzemskými osobami dochádza k rastu vnútorného zahraničného dlhu.¹¹

Z hľadiska vplyvu na bežný účet platobnej bilancie je dôležité časové rozloženie krytia verejného dlhu. Rozdielne časové financovanie verejného dlhu má rozdielny vplyv na menový kurz a tým pádom aj na bežný účet platobnej bilancie.

⁹ **PDt / HDP (HNP)**

$\Delta PDt = PDt-1 \cdot R + \Delta (Gt- Tt) - \Delta M1$

$\Delta PDt = PDt-1 \cdot (1 + r)/(1 + q) + \Delta (Gt- Tt) - \Delta M1$

¹⁰ **Vznik verejného dlhu (odvodenie):**

1. Vznik deficitu $Dt = Bt - Bt-1$

2. Dosadenie za Dt z rovnice $r. Bt-1 + (Gt- Tt)$, dostávame rozp. obmedzenie vlády $r. Bt-1 + (Gt- Tt) = Bt - Bt-1$ 3. Úpravou dostaneme zmenu verejného dlhu $Bt = (Gt- Tt) + (1 + r) \cdot Bt-1$

Rovnica nám hovorí že dlh na konci roku t sa rovná $(1 + r) \cdot$ dlh na konci roku t-1, plus primárny deficit počas roku t (DVOŘÁK P., Vybrané problémy fiskální politiky, Praha: VŠE v Praze, 1998, str. 94-150)

¹¹ DVOŘÁK P., Vybrané problémy fiskální politiky, Praha: VŠE v Praze, 1998, str. 94-150

1.3.3. Splatenie a stabilizácia verejného dlhu

Vláda sa môže zadlžovať donekonečna prostredníctvom inflačného alebo rastového splácania verejného dlhu. Verejný dlh môže splatiť úplne alebo stabilizovať jeho výšku, neexistuje „obed zdarma“. Vláda môže splatiť dlh v nasledujúcom roku (krátkodobý), odložiť jeho splatnosť na ďalšie roky (strednodobý a dlhodobý dlh) alebo zabezpečiť stabilizáciu verejného dlhu.

Vláda sa rozhodne splatiť vzniknutý dlh *behom nasledujúceho roku*, teda roku 2. Aby vláda splatila dlh v roku 2 musí vykázať rozpočtový prebytok $(1 + r) \cdot x$. To môže uskutočniť zvýšením daní alebo znížením výdajov.¹²

Vláda sa rozhodne *splatiť dlh v roku t* prostredníctvom zvýšenia daní. Takže primárny deficit je rovný od druhého roku nule. Navzdory tomu, že dane sú znížené iba v roku 1, dlh počas nasledujúcich rokov rastie mierou, ktorá sa rovná *reálnej úrokovej miere*. Dôvod je zrejмый: i keď je primárny deficit nulový, dlh je kladný a každý rok je nutné z neho platiť úrokové náklady. Vláda musí každý rok emitovať cenné papiere, aby uhradila úrokové náklady existujúceho dlhu. Aby vláda splatila dlh, musí vykazovať primárny prebytok (ľavá strana rovnice) počas roku t. Ak predpokladáme dosiahnutie prebytku prostredníctvom daní, pôvodné zníženie daní o x v roku 1 vedie k zvýšeniu daní o $(1 + r)^{t-1} \cdot x$ počas roku t.

Ak sa nemenia výdaje, potom pokles daní musí byť nakoniec kompenzovaný budúcim rastom daní. Čím dlhšie vláda zdržuje odstránenie dlhu alebo čím vyššia je reálna úroková miera, tým väčšie musí byť nakoniec zvýšenie daní.¹³

Vláda stabilizuje výšku dlhu. Stabilizácia znamená, že dane alebo výdaje sa menia takým spôsobom, že výška dlhu zostáva nemenná. Predpokladajme, že vláda sa rozhodne stabilizovať výšku dlhu od začiatku roku 2. To znamená, že dlh na konci roku 2 zostane na rovnakej úrovni ako na konci roku 1. Aby vláda zabránila ďalšiemu zvyšovaniu dlhu, musí byť vykazovaný v nasledujúcom roku primárny prebytok vo výške úrokových nákladov

¹² Rozpočtové obmedzenie vlády pre rok 2 je: $B_2 = (1 + r) \cdot B_1 + (G_2 - T_2)$. Ak je dlh úplne splatený počas roku 2, tak sa samozrejme dlh na konci roku 2 rovná nule. Dosadíme za $B_1 = x$ a za $B_2 = 0$, dostaneme: $0 = (1 + r) \cdot x + (G_2 - T_2)$, po úprave: $(T_2 - G_2) = (1 + r) \cdot x$

¹³ Počas roku 2 je primárny deficit nulový, takže na konci roku 2 je dlh: $B_2 = (1 + r) \cdot B_1 + 0$ a keďže $B_1 = x$, možno zapísať: $B_2 = (1 + r) \cdot x$. Analogicky, pri nulovom primárnom deficite počas roku 3, je dlh na konci roku 3: $B_3 = (1 + r) \cdot B_2 + 0 = (1 + r) \cdot (1 + r) \cdot x = (1 + r)^2 \cdot x$ a obdobne možno postupovať pri riešení pre výšku dlhu na konci roku 4 atď. Takže na konci roku t-1 je dlh: $B_{t-1} = (1 + r)^{t-2} \cdot x$. Ak je dlh plne splatený počas roku t, tak B_t (dlh na konci roku t) je rovný nule. Dosadíme za B_t nulu a za B_{t-1} výraz z predchádzajúcej rovnice dostaneme: $0 = (1 + r) \cdot (1 + r)^{t-2} \cdot x + (G_t - T_t)$ a po úprave a prevedení $(G_t - T_t)$ na ľavú stranu dostaneme: $(G_t - T_t) = -(1 + r)^{t-1} \cdot x$ (Vratislav Izák, Fiskálna politika, Praha, Nakladatelství Oeconomica 2008, str. 138-139)

existujúceho dlhu. Musí k tomu dôjsť i v nasledujúcich rokoch. V každom ďalšom roku musí primárny prebytok byť tak veľký, *aby kryl úrokové náklady*.¹⁴

¹⁴ Vratislav Izák, Fiskální politika, Praha, Nakladatelství Oeconomica 2008, str. 138-139

2. Rozpočtový deficit v malej otvorenej ekonomike

Fiškálna politika má rôzne účinky v malej otvorenej ekonomike, vo veľkej ekonomike, v režime fixného a voľne pohyblivého kurzu, a preto na posúdenie vplyvu fiškálnej politiky je potrebné aplikovať vhodnú teóriu, ktorá zodpovedá úrovni a podmienkam danej krajiny. Slovensko až do októbra 1998 používalo režim pevného menového kurzu. Potom pristúpilo na voľne plávajúci menový kurz.

2.1. Vplyv rozpočtového deficitu na ekonomiku

V ekonómii prevládajú dva zásadne rozdielne pohľady na deficit. Často sa porovnáva *rikardiánsky* a *tradičný prístup* k rozpočtovému deficitu. Pri posúdení vplyvu verejného rozpočtu je dôležitá typológia rozpočtového deficitu. Pri týchto dvoch pohľadoch sa jedná o rozdielne typy rozpočtových deficitov, a preto ich závery nemožno zovšeobecňovať pre posúdenie vplyvu rozpočtového deficitu.

Barro-Ricardo hypotéza sa netýka všeobecného deficitu, ale jeho špeciálneho typu. Ide o deficit, vzniknutý znížením daní za daných výdajov. Závery nemožno aplikovať vo vzťahu k deficitu všeobecne, ani formulovať tak, že vyvracajú podstatu keynesiánskej deficitnej úvahy. Keynesiánska analýza vychádza jednoznačne z pohybu verejných výdajov.¹⁵

Keynesiánsky pohľad na deficit verejných financií predpokladá možnosť ovplyvniť produkt rastom verejných výdajov. Rast verejných výdajov spôsobí zvýšenie plánovaných výdajov, rast disponibilného príjmu a rast produktu prostredníctvom multiplikačného efektu.

2.1.1. Tradičná teória rozpočtového deficitu

Podľa tradičnej teórie majú verejné výdaje (resp. dane) na agregátny dopyt dva protichodné účinky: *multiplikačný efekt* a *efekt vytesňovania*.¹⁶ Je potrebné rozlišovať medzi multiplikačným efektom vládnych výdajov a transferov.

Multiplikačný efekt vyvolaný rastom *vládnych výdavkov* pôsobí na rast dôchodkov. Vládne výdaje vyvolávajú prírastok dôchodkov, ktoré sú vynaložené sčasti na spotrebu, čím vyvolávajú ďalší prírastok dôchodkov atd., pokiaľ sa multiplikačný efekt nevyčerpá.

¹⁵ DVOŘÁK P., Vybrané problémy fiskální politiky, Praha: VŠE v Praze, 1998, str. 115

¹⁶ Holman, R. Makroekonomie. Stredne pokročilý kurz. 1. Vydání., Praha: C.H. Beck, 2004, str. 387

Multiplikačný efekt matematicky predstavuje súčet geometrickej rady: $\Delta Y = 1/(1-c(1-t)) \cdot \Delta G$ ¹⁷ Výraz $1/(1-c(1-t))$ predstavuje multiplikátor s dôchodkovou daňou. Multiplikátor s dôchodkovou daňou je menší ako prostý výdajový multiplikátor $1/(1-c)$, pretože dôchodkové dane predstavujú ďalší únikový kanál (vedľa úspor ako doplnku do jednej) z kolobehu dôchodku.¹⁸

Multiplikačný efekt transferov je menší ako multiplikačný efekt vládnych výdajov na tovary a služby. Keď vláda vypláca transfery, domáci produkt sa začne zvyšovať až o nasledujúce čiastky vydávané na spotrebu. Môžeme to vyjadriť pomocou zápisu: $\Delta Y = c/(1-c(1-t)) \times \Delta Tr$. Pretože sklon k spotrebe c je menší než jedna, je zrejmé, že multiplikátor transferov je menší než multiplikátor vládnych výdajov na tovary a služby.¹⁹ V prípade otvorenej ekonomiky možno zapísať výdajový multiplikátor nasledovne: $\alpha = 1/(1-c(1-t)) + m$ pre prípad transferových výdajov: $\alpha = c/(1-c(1-t)) + m$ ²⁰

Proti multiplikačnému efektu pôsobí efekt *vytesňovania*. Multiplikačný efekt vytvára prírastok dôchodkov, ale prírastok dôchodkov zvyšuje dopyt po peniazoch. Ak je peňažná zásoba daná, rast dopytu po peniazoch vedie k zvýšeniu úrokovej miery. Vyššia úroková miera potom vyvoláva zníženie investícií a spotreby, vládne výdaje tak *vytesňujú investície a spotrebu*.

Zvýšenie vládnych výdajov (alebo zvýšenie transferov alebo zníženie daní) na jednej strane vyvoláva *multiplikačný efekt, ktorý zvyšuje domáci produkt*, ale na druhej strane vyvoláva *efekt vytesňovania, ktorý znižuje domáci produkt*.

Pre prípad malej otvorenej ekonomiky ako je Slovensko je pre analýzu tradičného pojatia rozpočtových deficitov v krátkom období vhodné využiť *Mundell-Flemingov* model. Keďže Slovensko tiež udržiavalo stabilný kurz je potrebné rozdeliť účinky verejných výdajov za podmienok stabilného menového kurzu a za podmienok voľne pohyblivého menového kurzu.

V režime *voľne pohyblivého kurzu* má zvýšenie vládnych výdajov za následok vytesnenie čistého vývozu o rovnakú čiastku – vytesnenie je úplné. Keď vláda zvýši výdaje a financuje ich predajom vládnych dlhopisov, vyššia ponuka dlhopisov znižuje ich cenu a zvyšuje úrokovú mieru. Tlak na rast úrokovej miery zvýši čistý dovoz kapitálu, takže domáca mena apreciuje a v dôsledku toho klesá čistý vývoz tovarov a služieb. Dochádza k *medzinárodnému vytesňovaciemu efektu*.

¹⁷ Holman, R. Makroekonomie. Stredne pokročilý kurz. 1. Vydání., Praha: C.H. Beck, 2004, str. 244-246

¹⁸ Vratislav Izák, Fiskální politika, Praha, Nakladatelství Oeconomica 2008, str.14-15

¹⁹ Holman, R. Makroekonomie. Stredne pokročilý kurz. 1. Vydání., Praha: C.H. Beck, 2004, str. 244-246

²⁰ Alxandr Soukup, Mezinárodní ekonomie, 2. Vydání, Praha: VIP books s. r.o. 2007, str. 249

V režime *stabilného menového kurzu* efekt vytesňovania v krátkom období nepôsobí, pretože centrálna banka bráni nominálnej apreciácii domácej meny. Preto prírastok vládnych výdajov vyvolá rast domáceho produktu. V dlhom období, keď sa mení cenová hladina, dôjde k vytesneniu čistého vývozu v každom prípade i v režime stabilného menového kurzu. Centrálna banka totiž intervenuje proti nominálnej apreciácii tak, že *predáva domácu menu za zahraničné meny*. Tým zvyšuje peňažnú zásobu – a preto rastie cenová hladina. Rast domácej cenovej hladiny znamená *reálnu apreciaciu* domácej meny, takže klesá čistý vývoz tovarov a služieb.

V malej otvorenej ekonomike v dlhom období vyvolá zvýšenie vládnych výdajov (alebo zníženie daní) rovnako veľké zníženie čistého vývozu tovarov a služieb. A to bez ohľadu na to, či má krajina voľne pohyblivý alebo stabilný menový kurz. Rozdiel je len v tom, že v prípade voľne pohyblivého kurzu dôjde *k nominálnej apreciácii, a to okamžite, pretože v prípade stabilného kurzu dôjde k reálnej apreciácii prostredníctvom rastu domácich cien, a to až v dlhšom období* (pretože ceny tovarov a služieb sa menia pomaly).²¹

2.1.2. Ricardo-Barrov prístup k rozpočtovému deficitu

Ricardiánsky prístup k rozpočtovým deficitom popiera nepriaznivé účinky na ekonomiku, ktoré podľa tradičného (keynesiánskeho) názoru znižujú národné úspory²² a obmedzujú tak tvorbu kapitálu. Podľa ricardiánskej ekvivalencie *vládne deficity neovplyvňujú výšku národných úspor a tvorbu kapitálu, a tým pádom ani ekonomický rast*. Ide o tvrdenie o neutralite, pretože sa tvrdí, že istý typ vládnej politiky nemá žiadny praktický význam. Zásadnou otázkou je, či zníženie daní v danom období a tak vznik deficitu ovplyvní rozhodovanie spotrebiteľa o výške jeho zamýšľanej spotreby. *Ricardo* tvrdil, že vplyv *nebude žiadny*, pretože spotrebiteľia si uvedomia, že zníženie daní „dnes“ nie je žiadny dar, pretože vláda bude musieť zvýšiť dane v budúcom období, takže merané súčasnou hodnotou, ľudské bohatstvo (súčasná hodnota disponibilného príjmu) sa nezmení. Zmeny časového rozloženia daní nemajú žiadny vplyv na agregátny dopyt po produkte. V tomto zmysle rozpočtové deficity a zdanenie majú rovnaké (ekvivalentné) dôsledky – preto pojem „*teorém o Ricardiánskej ekvivalencii*“. Pokles *úspor vládneho sektoru* (t.j. rozpočtový deficit v bežnom období), vedie ku *kompenzujúcemu rastu zamýšľaných súkromných úspor*, takže

²¹ Holman, R. Makroekonomie. Stredne pokročilý kurz. 1. Vydání., Praha: C.H. Beck, 2004, str. 387

²² Národné úspory sú zložené zo súkromných úspor a z verejných úspor $NS = \text{Private savings} + \text{Public savings}$, $NS = S + (T - G)$, v prípade že sa zvyšuje G – verejné výdaje alebo sa znižujú T – daňové príjmy potom z identity vyplýva, že sa znižujú aj národné úspory. Barro tento efekt popiera.

u zamýšľaných národných úspor nedochádza k žiadnej zmene. V otvorenej ekonomike by sa *neprejavil vplyv na bežný účet platobnej bilancie*, pretože zamýšľané úspory vzrastú natoľko, že nie je treba si požíčať peniaze v zahraničí. *Rozpočtový deficit tak nepovedie k deficitu bežného účtu platobnej bilancie.*²³ Ricardova ekvivalencia je dobre zlučiteľná s hypotézou racionálnych očakávaní a hypotézou životného cyklu. Podľa hypotézy racionálnych očakávaní dokážu ľudia v priemere správne odhadnúť, aké budú dôsledky rastu vládneho dlhu na budúce zvýšenie daní. Podľa hypotézy životného cyklu chcú ľudia eliminovať väčšie výkyvy vo svojom celoživotnom toku spotreby a rozkladajú svoj celoživotný dôchodok tak, aby mali behom života pokiaľ sa dá rovnakú spotrebu.²⁴

V otvorenej ekonomike Barro zdôrazňuje zanedbateľný vplyv rozpočtového deficitu malej zemi na reálne vyjadrenú úrokovú mieru na medzinárodných kapitálových trhoch. Tendencia na vytlačenie súkromných domácich investícií rastom úrokovej miery je slabšia a to isté platí pre pokles zásob kapitálu v dlhom období. Barro tak popiera, že rozpočtový deficit vedie k deficitu bežného účtu platobnej bilancie.²⁵

Rikardiánska hypotéza ma mnoho odporcov (*Tobin, Buiter, Brunner, Bernheim a ďalší*). Kritika sa snaží rôznymi spôsobmi preukázať, že „prospech“ súkromného sektoru získaný skrze odloženie daní je vyšší ako „neprospech“ vzniknutý nutnosťou tieto dane neskoršie zaplatiť včítane úroku, v *dôsledku čoho sa súkromná spotreba predsa len zvýši.*²⁶

Barro prináša štyri teoretické námietky, ktoré vzrástli odmietavý postoj k rikardiánskej ekvivalencii. Prvou je, že *ľudia nežijú navždy*, a tak sa nestarajú o dane uložené po ich smrti. Druhou námietkou je, že *súkromný kapitálový trh je „nedokonalý“ s typickou osobnou diskontnou sadzbou prekračujúcou vládnu*. Treťou je, že *budúce dane a príjmy sú neisté*. Poslednou námietkou je, že *dane nie sú paušálne ale závisia na príjme, výdajoch, bohatstve atď.* Predpokladá, že vládne výdaje sú dané. Vzniká tu časová nekonzistentnosť medzi vybranými daňami a vládnymi výdajmi.²⁷

²³ Vratislav Izák, Fiskálna politika, Praha, Nakladatelství Oeconomica 2008, str. 154

²⁴ Holman, R. Makroekonomie. Stredne pokročilý kurz. 1. Vydání., Praha: C.H. Beck, 2004, str. 390

²⁵ Vratislav Izák, Fiskálna politika, Praha, Nakladatelství Oeconomica 2008, str. 155

²⁶ DVORÁK P., Vybrané problémy fiskální politiky, Praha: VŠE v Praze, 1998, str. 114-115

²⁷ Robert J. Barro, The Ricardian approach to budget deficits, NBER working paper series No. 2685, August 1988

2.1.3. Vplyv zadlženia na úspory a investície

V malej otvorenej ekonomike rast verejných výdajov znižuje národné úspory²⁸. Svetová úroková miera ostáva nezmenená, investície zostávajú rovnaké. Úspory sú nižšie ako investície a tak musia byť financované prílevom zahraničného kapitálu. Pokles úspor spôsobí deficit platobnej bilancie.²⁹ To isté vyplýva zo zníženia daní. Pokles daní vyvolá rast disponibilného príjmu, stimuluje spotrebu a znižuje národné úspory.³⁰

Výsledkom zníženia národných úspor dochádza *k prílevu zahraničného kapitálu, čo vytvára prebytok na finančnom účte platobnej bilancie*. Prispôsobovanie sa uskutočňuje dovtedy pokiaľ sa úroková miera na Slovensku nebude rovnať svetovej úrokovej miere.

Vzniká tzv. dvojitý deficit („*twin deficit*“), keď deficit verejných financií spôsobuje deficit obchodnej bilancie (deficit bežného účtu platobnej bilancie).

V malej otvorenej ekonomike deficit a sociálne programy majú zanedbateľný efekt na reálnu úrokovú mieru na medzinárodnom trhu kapitálu. Rozhodnutie krajiny substituovať rozpočtový deficit za zdanenie vedie skôr k rastu pôžičiek zo zahraničia ako k vyššej úrokovej miere. To znamená, že rozpočtový deficit vedie k deficitu bežného účtu platobnej bilancie. Vzniká slabá tendencia, aby rozpočtový deficit vytlačil domáce investície v krátkom období a zásobu kapitálu v dlhom období.³¹

2.1.4. Vplyv zadlženia na menový kurz

Menový kurz (voľne pohyblivý) zabezpečuje v malej otvorenej ekonomike súlad medzi investíciami, úsporami a platobnou bilanciou. Expanzívna fiškálna politika znižuje národné úspory, pokles národných úspor sa prejaví znížením ponuky slovenských korún. Dopyt po slovenských korunách je väčší ako ponuka slovenských korún a slovenská koruna *apreciuje*. Čistý export klesá o rovnakú čiastku ako klesli úspory.³²

Výsledkom rastu výdajov alebo znížením daní dochádza k deficitu verejných financií, ktorý vytvára tlak na *apreciáciu*. Apreciácia domácej meny znižuje vývoz tovarov a služieb do zahraničia a vytvára deficit na bežnom účte platobnej bilancie z dôvodu poklesu vývozu.

²⁸ $S = Y - C - G$

²⁹ ako vyplýva z identity $NX = S - I$

³⁰ MANKIW, N. G. Macroeconomics, fifth edition New York: Worth Publishers, 2003, str. 122

³¹ Robert J. Barro, The Ricardian approach to budget deficits, NBER working paper series No. 2685, August 1988

³² MANKIW, N. G. Macroeconomics, fifth edition New York: Worth Publishers, 2003, str.132

Deficit verejných financií ovplyvňuje vývoz tovarov a služieb sprostredkované prostredníctvom *menového kurzu*. Čistý vývoz závisí nielen na nominálnom kurze meny, ale taktiež aj na pomere zahraničných a domácich cien. Vydelením pomeru dvoch zahraničných cenových hladín dostávame reálny menový kurz.³³

2.1.5. Problémy merania vplyvu na platobnú bilanciu

Platobnú bilanciu do rovnováhy uvádza menový kurz. K dokonalému vyrovnávaniu platobnej bilancie nedochádza kvôli neobchodovateľným statkom. Deficit verejných financií vytvára tlak na apreciáciu. Neobchodovateľné statky tvoria pomerne veľkú časť v ekonomike.

Juha Tervala vo svojej práci zistil, že efekt fiškálnej politiky na bežný účet platobnej bilancie závisí pri plávajúcom menovom kurze v malej otvorenej ekonomike na substitučnom efekte medzi obchodovateľnými a neobchodovateľnými statkami. Dva faktory určujú rozsah, akým zmeny relatívnych cien ovplyvňujú spotrebu: jedným je vnútro časová elasticita substitúcie medzi obchodovateľnými a neobchodovateľnými statkami a druhým faktorom je medzi časová elasticita spotreby. Výsledok určuje, že vzájomné pôsobenie medzi týmito dvoma elasticitami ovplyvňuje, akým smerom reaguje bežný účet platobnej bilancie na fiškálnu politiku. Ak medzi časová elasticita spotreby prevyšuje vnútro časovú elasticitu, fiškálna expanzia vytvára rast v spotrebe obchodovateľných statkoch a tým pádom vytvára deficit na bežnom účte platobnej bilancie.³⁴

Problém reakcie vývozu na zmenu menového kurzu závisí od elasticít dovozu a vývozu. Marshal-Lernenrova podmienka: depreciačia (apreciačia) domácej meny povedie k zvýšeniu (zníženiu) čistého vývozu iba vtedy ak *je súčet cenových elasticít vývozu a dovozu väčší ako 1*.³⁵

Ak je súčet elasticity dopytu po exporte a súčet elasticity po importe väčší ako 1³⁶, potom devalvácia (prípadne depreciačia) zlepšuje čisté exporty a teda aj bežný účet platobnej bilancie. Ak je súčet rovný 1, potom devalvácia (prípadne depreciačia).³⁷ Ak je súčet rovný

³³ $E_r = E \cdot P_f / P$

³⁴ Juha Tervala, Fiscal policy and the current account in a small open economy, Department of economics, University of Helsinki, Finish economic papers, volume 20, no. 2, Autumn 2007

³⁵ Alxandr Soukup, Mezinárodní ekonomie, 2. Vydání, Praha: VIP books s. r.o. 2007, str. 258

³⁶ $(\delta x + \delta m) > 1$

³⁷ Záleží od systému menového kurzu, pri fixnom menovom kurze dochádza k devalvácii, pri voľne plávajúcom kurze dochádza k depreciačii meny. V prípade fixného menového kurzu môže tak isto dochádzať k tlaku na apreciáciu alebo depreciačiu meny, avšak centrálna banka už predávaním a kupovaním devízových rezerv menu revalvuje alebo devalvuje.

jednej, potom devalvácia nemá žiadny vplyv na bežný účet platobnej bilancie. Ak je súčet menší ako jedna, devalvácia zhoršuje bežný účet platobnej bilancie.³⁸

V Mundell-Flemingovom modeli sa predpokladá, že Marshal-Lernerova podmienka je splnená v krátkom a aj v dlhom období.³⁹

Ďalším problémom pri zisťovaní skutočného vplyvu deficitu na menový kurz je eliminácia zmien menového kurzu prostredníctvom medzinárodných platobných operácií, ktoré sa bránia proti kurzovému riziku, a tak zmena kurzu nemusí odrážať skutočný objem vývozu a dovozu.⁴⁰

³⁸ Alxandr Soukup, Mezinárodní ekonomie, 2. Vydání, Praha: VIP books s. r.o. 2007, str. 258

³⁹ Alxandr Soukup, Mezinárodní ekonomie, 2. Vydání, Praha: VIP books s. r.o. 2007, str. 260

⁴⁰ Příkladom eliminácie kurzového rizika firiem je hedging, menová diverzifikácia, zmena štruktúry aktív a pasív, netting atď.

3. Ekonomická analýza zadlženosti Slovenska po roku 1993

Pre posúdenie vplyvu rozpočtového deficitu a verejného dlhu na ekonomiku je potrebné rozobrať príčiny, ktoré viedli k fiškálnej nerovnováhe, skladbu verejného dlhu, použitie vládnych výdajov a taktiež aj financovanie rozpočtového deficitu a verejného dlhu.

3.1. Príčiny rastu verejných výdajov na Slovensku po roku 1993

Vývoj vládnych výdajov v období po roku 1993 bol ovplyvnený celým radom skutočností, ktoré pôsobili tak v smere ich zvyšovania, ako aj v smere ich znižovania. K skutočnostiam, ktoré najvýraznejšie ovplyvnili vývoj vládnych výdajov v skúmanom období možno zaradiť tieto: realizácia rozsiahlych infraštruktúrnych projektov (najmä výstavba diaľnic), reorganizácia verejnej správy, modernizácia technického vybavenia verejnej správy, úpravy miezd pracovníkov verejnej správy, absencia tvrdých rozpočtových obmedzení, úročenie štátneho dlhu, vyššie splátky štátnych záruk, rast dotácií do agrokomplexu (extrémne sucho, presadenie lobistických záujmov), vysoká nezamestnanosť (verejnoprospešné práce), zotrvávanie pri politike poskytovania dotácií i subjektom, ktoré sa dlho nedokázali zmobilizovať namiesto skvalitňovania podnikateľského prostredia, zdraženie služieb, ktoré sa hradia z verejných financií (napríklad rast odvodov štátu do Železníc SR za prepravu vo verejnom záujme), dlhodobá tradícia vysokej miery znovurozdeľovania prostredníctvom verejných financií, široký okruh vládnych aktivít, zvyšovanie výdavkov na obranu, čo súviselo so snahou Slovenska o vstup do NATO, zvyšovanie počtu úradov, úradníkov, obslužného personálu, čo súviselo so snahou Slovenska stať sa členom EÚ, reorganizácia verejnej správy v krátkodobom, ale zrejme aj v strednodobom časovom horizonte povedie k rastu vládnych výdavkov, v dlhodobom časovom horizonte však môže viesť k zefektívneniu vynakladania verejných financií a k poklesu podielu vládnych výdavkov na HDP.

Reorganizácia verejnej správy sa spája s vytvorením VÚC, so zabezpečením väčšej zodpovednosti miestnych a regionálnych vlád, s presunom kompetencií a s uplatnením princípu subsidiarity.⁴¹

⁴¹ Daria Rozborilová, Teória spotreby, úspor, investícií a vládnych výdavkov, Bratislava, IURA edition 2. vydanie, 2005, str. 208-210

Tabuľka 1

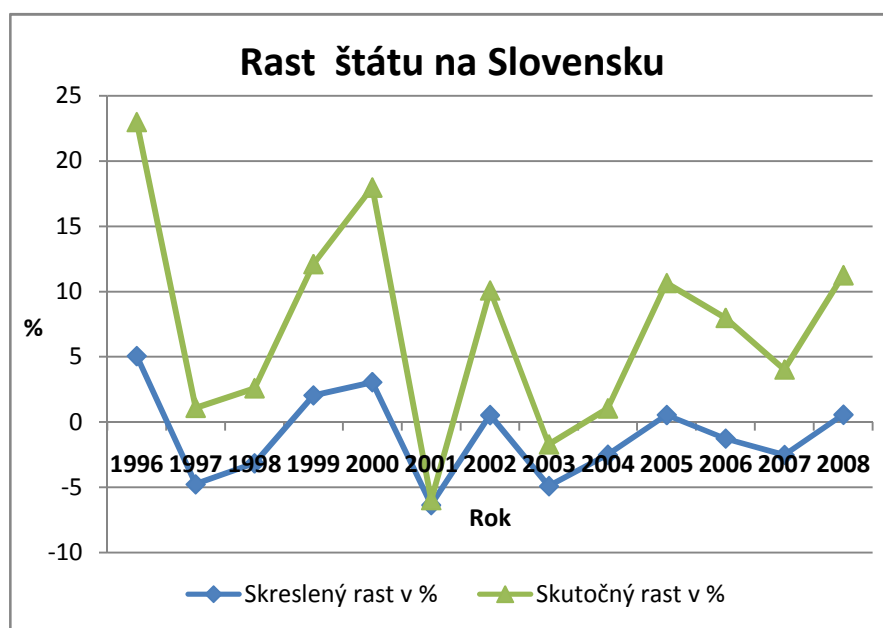
Vývoj verejných výdajov na Slovensku

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
% z HDP	48,64	53,69	48,95	45,79	47,83	50,88	44,52	45,05	40,14	37,63	38,17	36,90	34,38	34,94
v mil. Eur	9392	11551	11677	11980	13440	15856	15065	16585	16299	17014	18825	20328	21145	23523
Skreslený rast v %	-	5,05	-4,77	-3,16	2,04	3,05	-6,36	0,53	-4,91	-2,51	0,54	-1,27	-2,52	0,56
Skutočný rast v %	-	22,98	1,09	2,59	12,1	17,97	-5,98	10,08	-1,72	1,04	10,64	7,98	4,02	11,25

Zdroj: vlastné prepočty z dát Eurostatu

Z tabuľky č. 1 Graf 1

vyplýva, že tradičný ukazovateľ miery štátu skresľuje vývoj verejných výdajov a podľa tohto ukazovateľa verejné výdaje na Slovensku sa zvyšujú iba mierne, ba dokonca dochádza k poklesu veľkosti štátu na Slovensku.



Zdroj: vlastné prepočty z dát Eurostatu

Verejné výdaje po roku 1995 rástli

pomalším tempom ako ostatné zložky HDP, preto dochádzalo k relatívnemu zníženiu verejných výdajov v pomere k HDP.

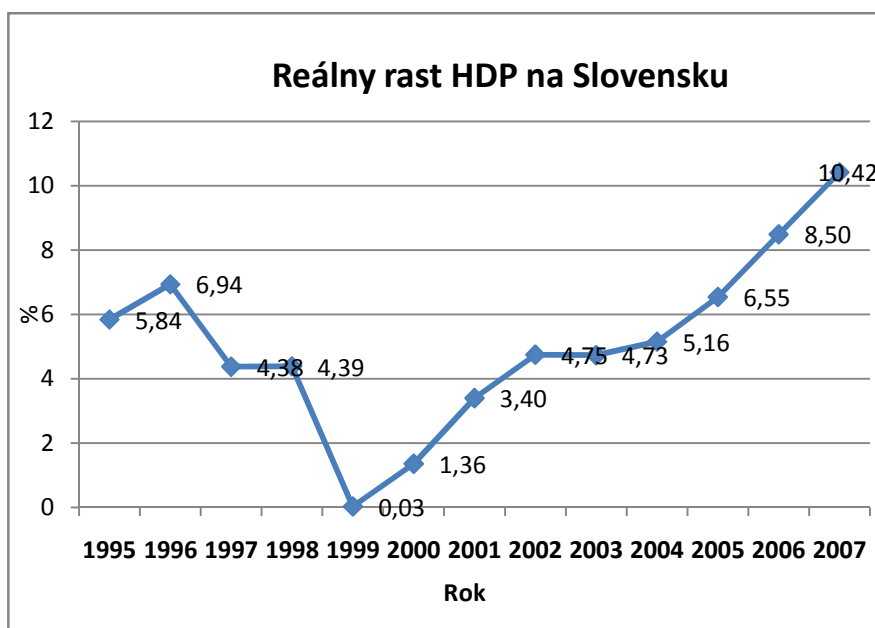
Skutočný rast predstavuje absolútny nárast zvýšenia verejných výdajov oproti predchádzajúcemu roku. Okrem rokov 2001 a 2003 dochádzalo k neustálemu nominálnemu rastu verejných výdajov. Korekcia o infláciu zníži skutočný rast o mieru inflácie, avšak v reálnom vyjadrení aj po korekcii o infláciu dochádza k rastu reálnych výdajov.

Roky 1993, 1994 nezahŕňajú štatistiky Eurostatu, v roku 1993 boli verejné výdaje štátneho rozpočtu vo výške 5 754 mil. Eur a v roku 1994 vykazovali výšku 5 377 mil. Eur.⁴² Prvé dva roky fungovania samostatnej Slovenskej republiky predstavujú prechod od centrálne riadeného hospodárstva k trhovej ekonomike, a tak dáta z týchto rokov nie sú relevantné pre vývoj verejných výdajov.

⁴² Prepočítané podľa konverzného kurzu 30,126 Sk/Euro z dát Ministerstva financií

Tradičný ukazovateľ **Graf 2**

štátu je závislý na vývoji HDP a je úzko spojený s rastom HDP. Z grafu reálneho rastu HDP možno vidieť ako sa vyvíjal ekonomický rast na Slovensku od roku 1995, ekonomika Slovenska sa od roku 1996 dostáva do



Zdroj: vlastné prepočty z dát OECD

recesie a následnej depresie, ktorá trvá až

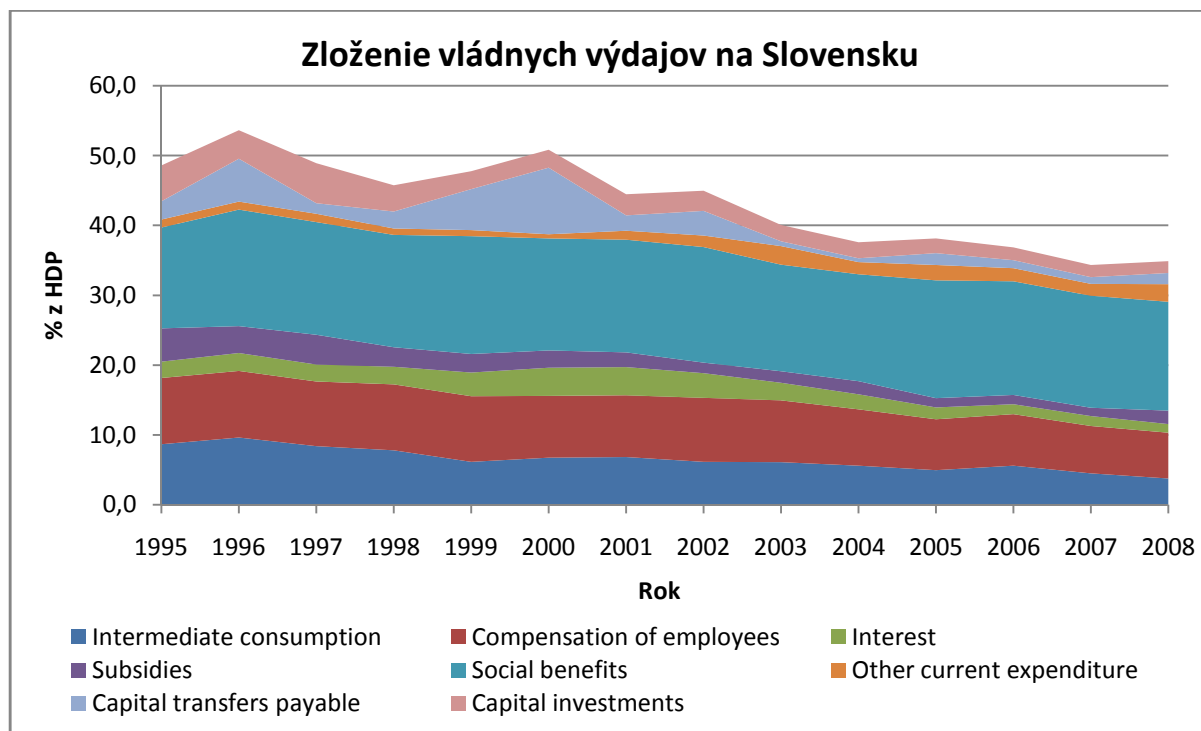
do roku 1999 s minimálnym reálnym ekonomickým rastom 0,03 % za rok. Po roku 1999 Slovensko zažíva dlhotrvajúce obdobie rastu s rekordným ekonomickým rastom 10,42 % v roku 2007. V čase expanzie rastú zložky HDP rýchlejšie ako verejné výdaje a preto je charakteristické, že podiel verejných výdajov sa na Slovensku znižoval vďaka rýchlemu rastu HDP, aj keď dochádzalo k reálnemu rastu verejných výdajov.

3.2. Skladba verejných výdajov

Z grafu možno vidieť vývoj jednotlivých vládnych výdajov ako *podielu na HDP*. *Kapitálové investície a transfery* vlády majú úzku súvislosť s ekonomickým rastom a kopírujú dráhu ekonomického rastu proti cyklicky. Pri porovnaní s ekonomickým rastom môžeme vidieť, že v období recesie a poklesu ekonomického rastu vláda Slovenskej republiky zvyšovala kapitálové výdaje a kapitálové transfery. Od roku 2000 sa postupne podiel kapitálových investícií a transferov vlády v pomere k HDP znižoval. Veľkú časť kapitálových investícií tvoria náklady na stavbu *diaľničného úseku medzi Bratislavou a Košicami*. Najväčšiu časť vládnych výdajov tvoria *sociálne príspevky*. Príčinou veľkých sociálnych dávok na Slovensku sú taktiež aj *ľavicovo orientované vlády*. Od roku 1994 až do roku 1998 vládla *ľavicovo orientovaná koalícia na čele s Vladimírom Mečiarom*. V roku 1998 bola vytvorená pravicovo orientovaná koalícia na čele s Mikulášom Dzurindom, ktorá vládla až do

roku 2006 keď nastúpila opäť *ľavicovo orientovaná vláda na čele so SMER a premiérom Róbertom Ficom*. Vládna medzispotreba, úrokové platby, dotácie a ostatné bežné výdaje zostávajú pomerne stabilné. Úrokové platby z verejného dlhu sú najvyššie v rokoch 1999 až 2003, a tak úroky z verejného dlhu tvorili pomerne vysoké bremeno štátneho rozpočtu.

Graf 3



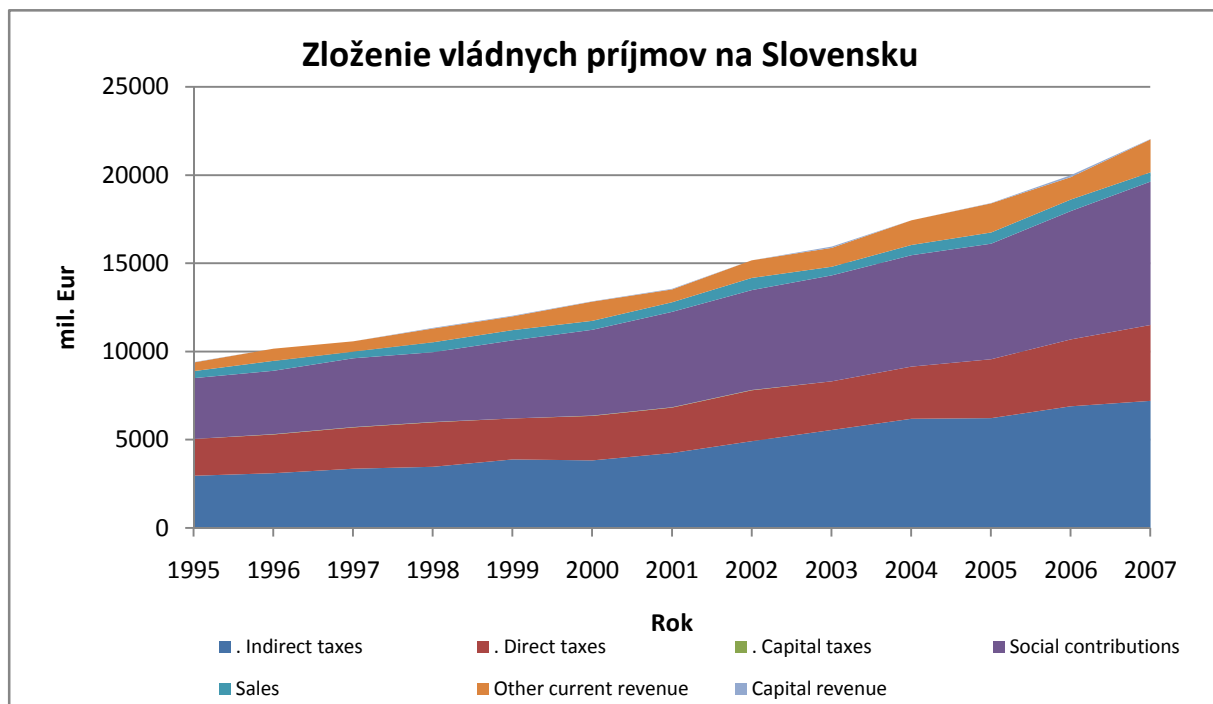
Zdroj: vlastné prepočty z dát Eurostatu

3.3. Vývoj vládných príjmov na Slovensku po roku 1993

Rast celkových vládných príjmov⁴³ na Slovensku bol spôsobený najmä silným ekonomickým rastom, kde sa zvyšujú daňové výnosy, ktoré sú najväčším zdrojom verejných príjmov. Najväčším zdrojom príjmov sú nepriame dane, priame dane a sociálne odvody. Príjmy štátneho rozpočtu sa *vyvíjali súmerne s ekonomickým rastom, v čase recesie sa príjmy štátneho rozpočtu zvyšovali len veľmi mierne, najmä kvôli inflácii*. V časoch vysokého ekonomického rastu rástli najmä daňové príjmy a príjmy zo sociálnych odvodov (automatické stabilizátory). Od roku 1993 sa daňové sadzby stále znižovali. V roku 1993 bola zavedená nová daňová sústava *s daňou z príjmu pre firmy 45 %*. V roku 1994 daň právnickým osobám

⁴³ Vládne príjmy sú tvorené nepriamymi daňami, priamymi daňami, kapitálovými daňami, sociálnymi odvodmi, predajom vládneho majetku a ostatnými vládnymi príjmami.

Graf 4



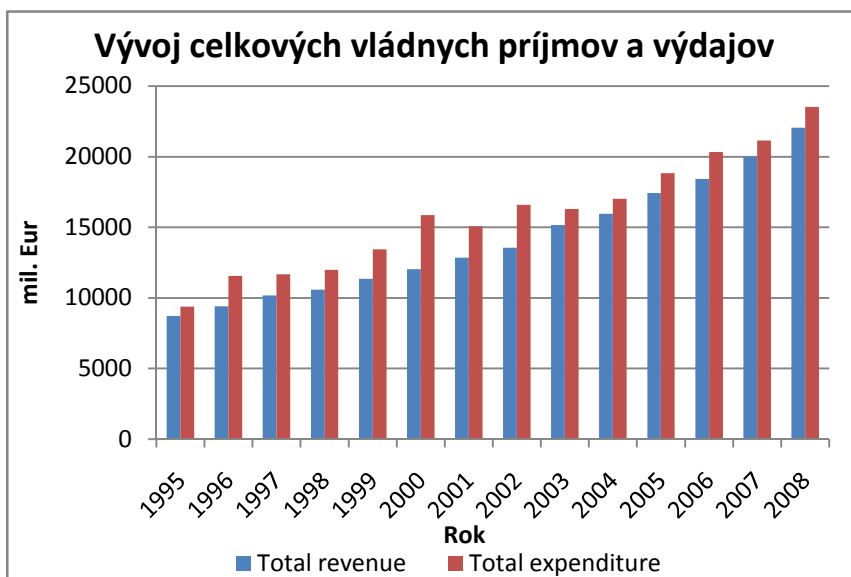
Zdroj: vlastné prepočty z dát Eurostatu

klesla na 40 %. Tieto daňové sadzby predstavujú pomerne veľkú záťaž pre firmy a v súčasnosti takto vysoké daňové sadzby nie sú typické ani pre štáty blahobytu. V roku 2000 sa daň pre firmy znížila na 29 %, v roku 2002 bola daňová sadzba opäť znížená na 25 %. Najvýznamnejšou daňovou reformou bolo v roku 2004 zavedenie rovnej dane na úrovni 19 % a významné zjednodušenie daňových zákonov vďaka ktorým došlo k zvýšeniu príjmov.

3.4. Rozpočtový deficit na Slovensku po roku 1993

Graf 5

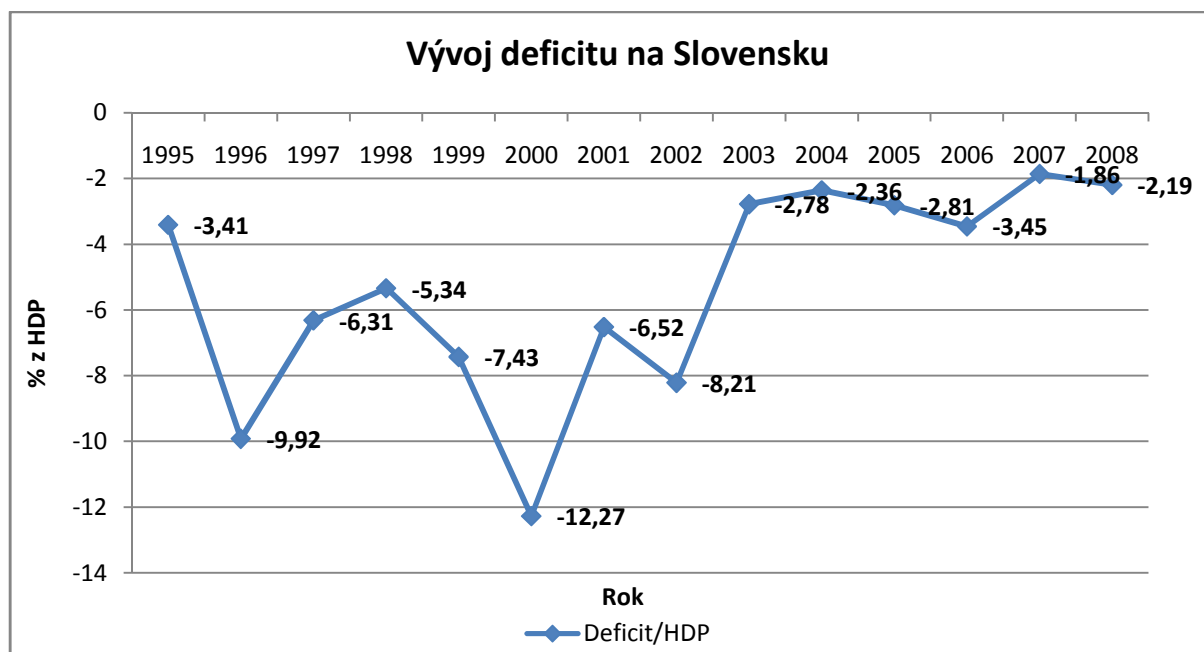
Z grafu č.5 je vidieť ako rástli vládne výdaje a príjmy. Slovensko nedosiahlo rozpočtový prebytok ani v období vysokého ekonomického rastu, keď rastú verejné príjmy a znižujú sa verejné výdaje, ktoré sú



Zdroj: vlastné prepočty z dát Eurostatu

závislé na cyklickom vývoji ekonomiky. Najväčší rozdiel medzi príjmami a výdajmi bol dosiahnutý v roku 2000 keď deficit verejných financií dosiahol výšku – 3 824 miliónov Eur. Od roku 1996 Slovensko dosahovalo veľmi vysokého podielu deficitu na HDP, ktorý dosiahol rekord v roku 2000 s deficitom 12,27 % z HDP. Od roku 2003 sa podarilo Slovensku aj vďaka vysokému ekonomickému rastu udržať verejné financie na úrovni pod 3 %, čím bolo splnené Maastrichtské kritérium⁴⁴ pre posúdenie nadmerného deficitu.

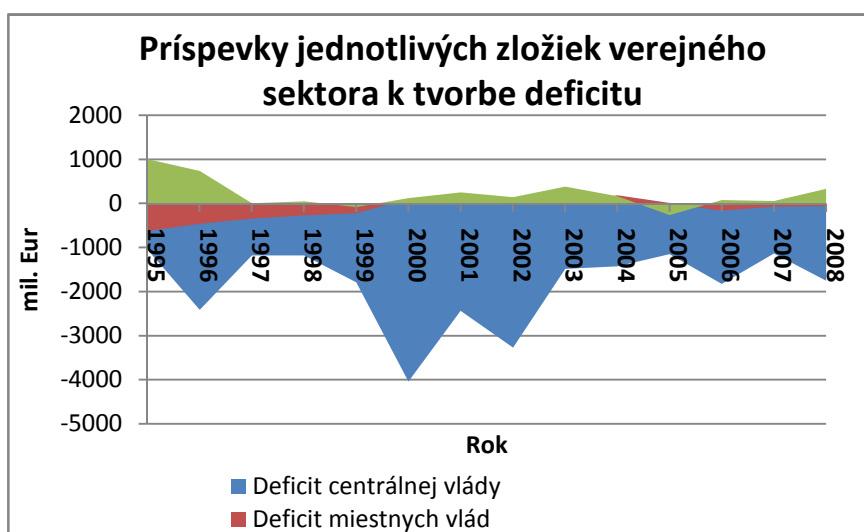
Graf 6



Zdroj: vlastné prepočty z dát Eurostatu

Graf 7

Deficit verejných financií na Slovensku bol ovplyvnený rastom výdajov bez odpovedajúceho rastu verejných príjmov. Je veľmi závažné, že deficit verejných financií sa vykazuje aj



Zdroj: vlastné prepočty z dát Eurostatu

⁴⁴ Deficit verejných financií nesmie presiahnuť 3 % HDP, Maastrichtské kritérium pre dlh nesmie presiahnuť 60 % HDP.

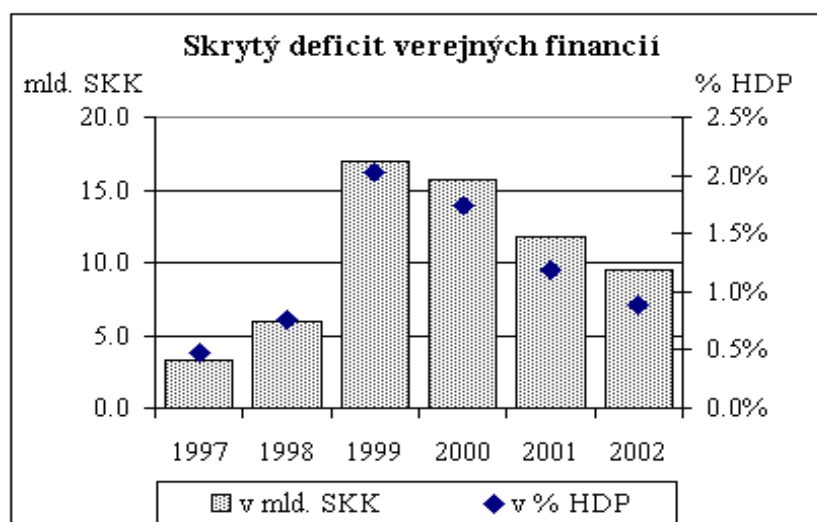
v období rekordného ekonomického rastu. V roku 2006 to bol rast 8,5 % a v roku 2007 dokonca 10,42 %. Deficit verejných financií je z väčšej miery ovplyvnený *diskrečnými rozhodnutiami* vlády ako cyklickým vývojom ekonomiky, aj keď určitý vplyv má takisto cyklický vývoj ekonomiky. Deficit verejných financií tvorí deficit *centrálnej vlády, miestnych vlád a sociálneho fondu*. Z grafu č.7 je možno vidieť, že od roku 1995 až do roku 1999 k tvorbe deficitu verejných financií najviac prispievala *centrálna vláda a miestne vlády*, zatiaľ čo rozdiel medzi príjmami a výdavkami sociálneho fondu zabezpečenia vykazoval prebytok. Najväčšou zložkou deficitu verejných financií je deficit centrálnej vlády, avšak v budúcnosti sa to môže vymeniť a najväčším prispievateľom k verejnému deficitu sa stane sociálny fond zabezpečenia, najmä *kvôli starnutiu obyvateľstva na Slovensku*, keď sa znížia príjmy sociálneho fondu a naopak vzrastie počet dôchodcov, ktorí si budú uplatňovať svoj nárok na dôchodok.

Deficit možno vyjadriť aj prostredníctvom zmeny medzi čistými vládnyimi pôžičkami a čistými pôžičkami od vlády. Takto korigovaný deficit vychádza na Slovensku od roku 1995 rovnako ako rozdiel medzi verejnými príjmami a výdavkami, *keďže očistenie od swapov a iných prispôbení je minimálne*. Eurostat vyčísluje deficit podľa dvoch metodík: ESA 95 a EDP. Rozdiel v deficitoch nameraných podľa týchto dvoch metodík tvorí štatistická chyba.

3.4.1. Skrytý deficit verejných financií

Obrázok 2

Skrytý deficit verejných financií je znázornený na obrázku č.3. Jedná sa o sumu, o ktorú vlády v uplynulých rokoch *opticky znižovali deficit štátnych rozpočtov poskytovaním nových štátnych záruk*. Ide vlastne



Zdroj: Ministerstvo financií Slovenskej republiky

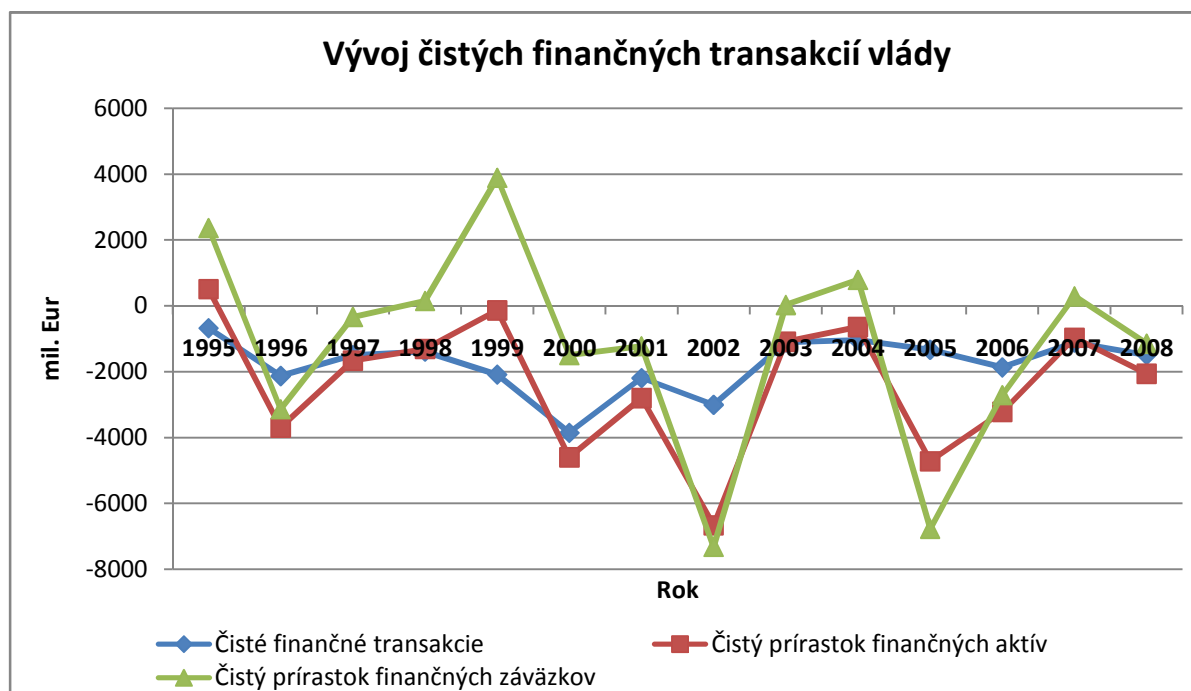
o skrytý deficit verejných financií, ktorý sa v minulosti nevykazoval. Pozostáva z deficitu verejných financií z titulu poskytovania štátnych záruk, *zníženého o tú časť rizikových štátnych záruk, ktoré boli v danom roku realizované zo štátneho rozpočtu*. Keďže táto realizácia štátnych záruk bola

súčasťou štátneho rozpočtu, jej negatívny dopad na tvorbu deficitu verejných financií už bol oficiálne vykázaný v čase jej uskutočnenia. V rokoch 1997-2000 sú tieto sumy znížené aj o návratnú finančnú výpomoc VVB Bratislava, a.s. na splácanie úverov z roku 1995. Táto finančná pomoc bola poskytnutá zo štátneho rozpočtu a pôvodne evidovaná ako výdavky verejnej správy, pričom sa formálne jednalo len o finančnú operáciu bez dopadu na deficit verejných financií.⁴⁵ Od roku 2002 sú v štátnom deficite zahrnuté aj poskytnuté štátne záruky.

3.4.2. Financovanie rozpočtového deficitu

Čisté finančné transakcie verejného sektoru vyjadrujú rozdiel medzi čistým prírastkom finančných aktív a čistými záväzkami. Čisté finančné transakcie sa líšia od deficitu o štatistickú chybu, ktorá predstavuje rozdiel medzi finančným a nefinančným účtom vlády.

Graf 8



Zdroj: vlastné prepočty z dát Eurostatu

Vznik deficitu znamená rovnako rast vládnych aktív⁴⁶, ale taktiež aj rast vládnych záväzkov⁴⁷. Vývoj deficitu na Slovensku ukazuje, že rast vládneho deficitu znamenal takisto

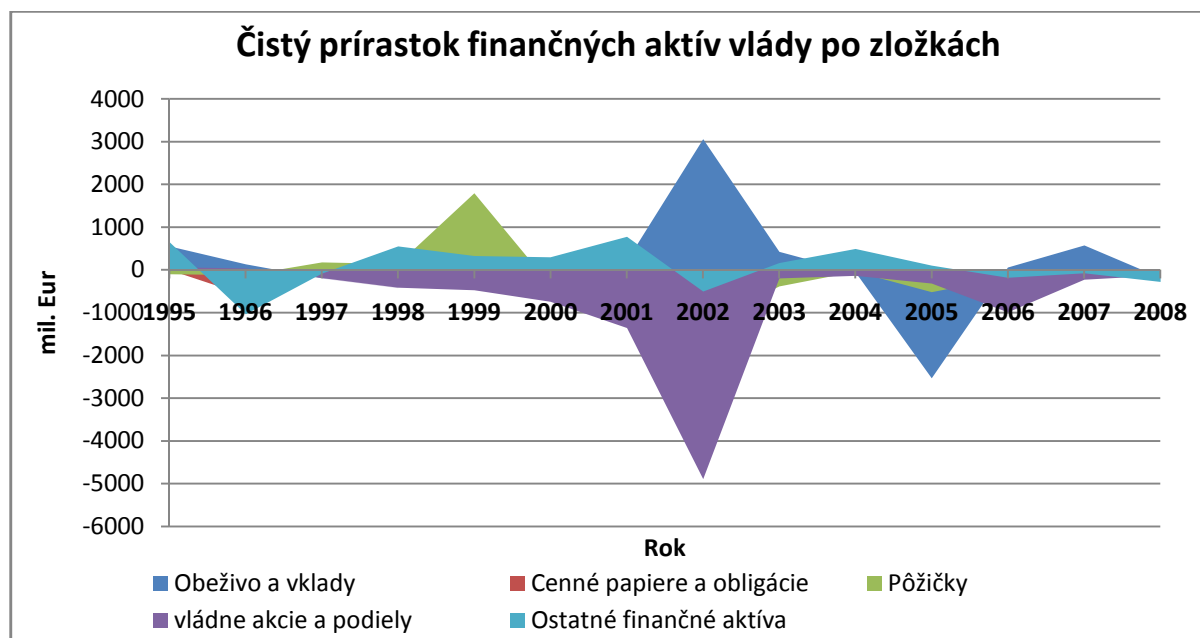
⁴⁵ Ministerstvo financií SR, Informácia o poskytovaní štátnych záruk v rokoch 1996-2002 a ich vplyve na deficit verejných financií, stiahnuté

⁴⁶ Čistý prírastok finančných aktív sa skladá z prírastku obeživa a vkladov, cenných papierov a obligácií (nie podiely akcií), z prírastkov pôžičiek od vlády, vládnych akcií a vládnych podielov a z ostatných finančných aktív.

rast vládnych záväzkov. Projekty financované dlhovo (vládnymi záväzkami) znamenali prírastok aktív, ktoré patria vláde.

Čistý prírastok záväzkov sa skladá z obeživa a vkladov, cenných papierov, obligácií (nie podiely akcií), pôžičiek vlády a ostatných záväzkov.

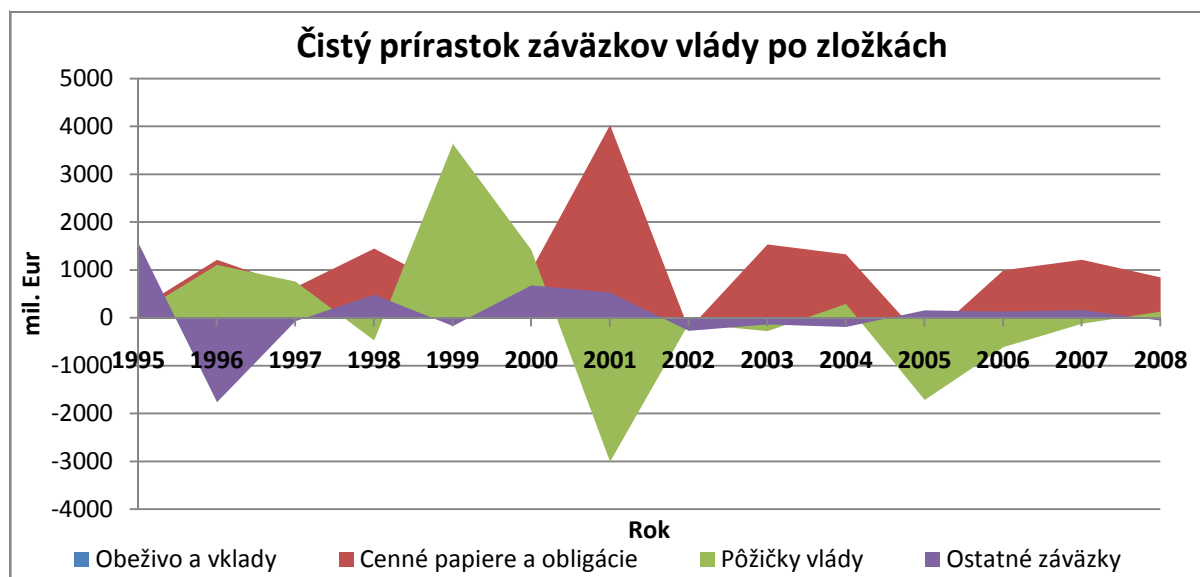
Graf 9



Zdroj: vlastné prepočty z dát Eurostatu

Z grafu je zreteľné, že v rokoch 1998 až 2002 dochádzalo k privatizácii štátnych podnikov pravicovo orientovanou vládou M. Dzurindu. Klesal podiel vládnych akcií a za

Graf 10



Zdroj: vlastné prepočty z dát Eurostatu

⁴⁷ Čistý prírastok záväzkov sa skladá z obeživa a vkladov, cenných papierov a obligácií (nie podiely akcií), pôžičky vlády a ostatné záväzky.

najväčší príspevok ku zníženiu vládnych podielov a akcií možno považovať predaj Slovenského plynárenského podniku.

Najväčšia časť deficitu je pokrytá *prírastkom vládnych pôžičiek, cenných papierov a obligácií*. Rozdiel medzi prírastkom aktív a záväzkov tvorí rozpočtový deficit.

3.5. Vývoj verejného dlhu na Slovensku po roku 1993

V období rokov 1993 až 2007 vzrástol celkový dlh verejnej správy slovenskej republiky *4,7 násobne*, čo priemerne ročne predstavovalo *rast o 11,7 %*. Vďaka dosiahnutému ekonomickému rastu (4,5 násobné zvýšenie HDP v bežných cenách) sa *pomer dlhu k HDP zvýšil len o 1,1 percentuálneho bodu z 28,3 % v roku 1993 na 29,4 % v roku 2007*. Počas celého tohto obdobia bolo percento dlhu k HDP hlboko pod 60 percentnou hranicou, ktorá je stanovená pre plnenie tohto maastrichtského kritéria.⁴⁸

3.5.1. Spojenie medzi verejným dlhom a deficitom na Slovensku

Vznik deficitu verejných financií pôsobí na výšku *verejného dlhu*, avšak *nedochádza k rovnakému prírastku verejného dlhu*. Centrálna banka na Slovensku sa považuje za nezávislú inštitúciu na vláde, a tak k monetizácii deficitu verejných financií

Obrázok 3



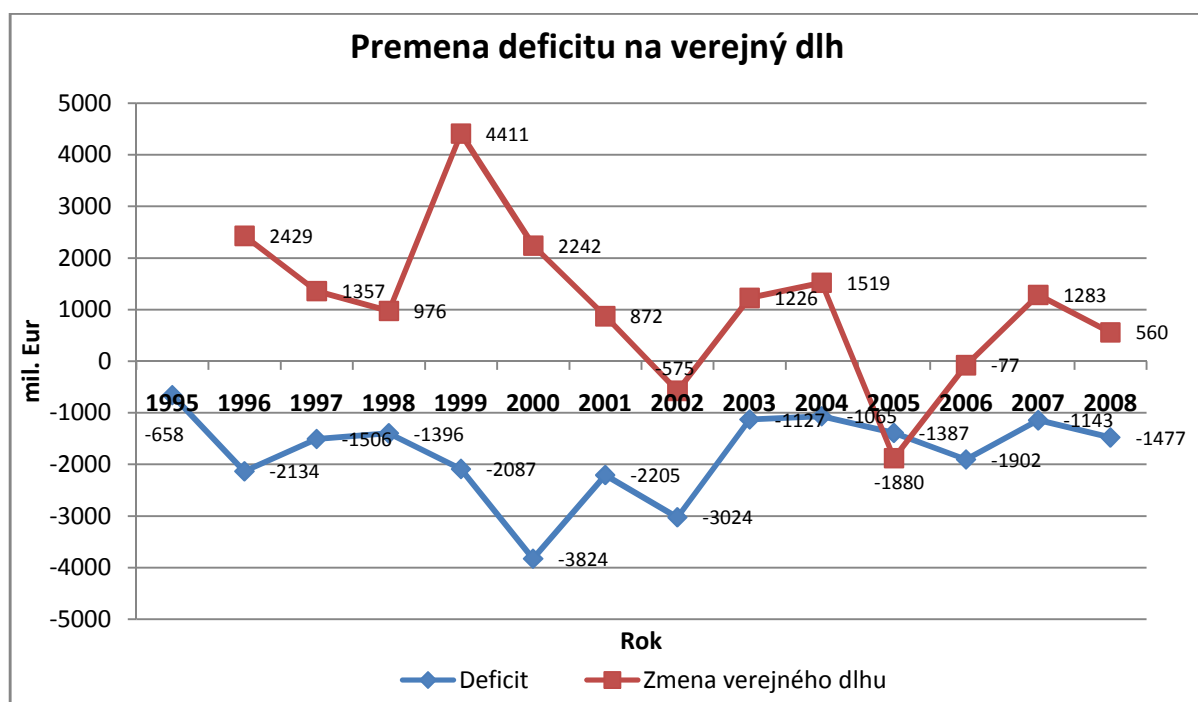
nedochádzalo. Pokiaľ by bol

Zdroj: Ministerstvo financií, Európska komisia

deficit verejných financií plne monetizovaný, *nedochádzalo by k zmene verejného dlhu a vytváralo by to tlak na rast cenovej hladiny na Slovensku*.

⁴⁸ Ministerstvo financií Slovenskej republiky, Dlh verejnej správy – ročný od r. 1993

Graf 11



Zdroj: vlastné prepočty z dát Eurostatu

Z grafu možno vidieť vplyv deficitu na verejný dlh Slovenska. Od roku 1996 až po rok 1996 sa vzniknutý deficit z časti prejavil v raste verejného dlhu. Okrem rokov 2002, 2005 a 2006, keď rast deficitu neovplyvnil zvyšovanie verejného dlhu, sa v každom roku vzniknutý deficit verejných financií sčasti prejavil vo výške verejného dlhu a znamenal rast verejného dlhu.

3.5.2. Štruktúra verejného dlhu na Slovensku

Vývoj dlhu bol ovplyvňovaný dvoma skupinami faktorov:

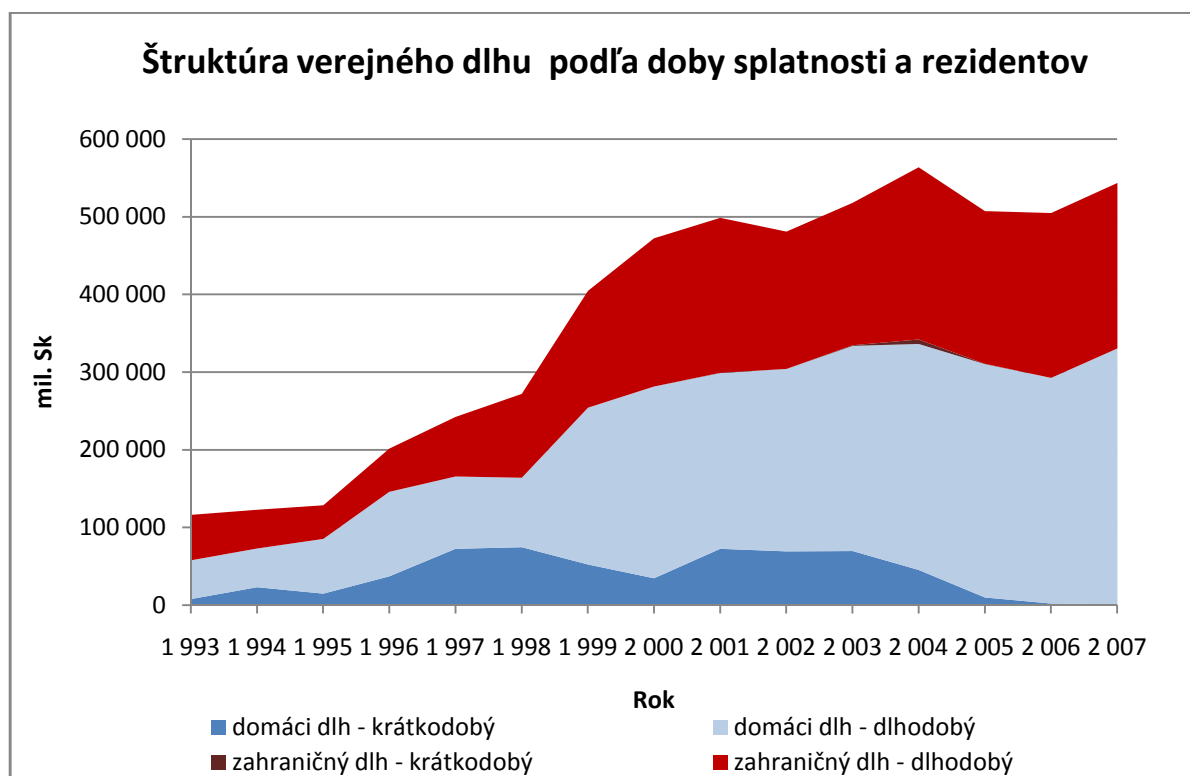
Faktory priebežne ovplyvňujúce dlh, z ktorých sa najvýraznejšie prejavili dva – *schodok verejnej správy a vývoj kurzu slovenskej koruny*.

Rozhodujúcim faktorom bolo schodkové hospodárenie verejnej správy, predovšetkým *v štátnom rozpočte*, ktoré bolo financované prevažne *cudzími zdrojmi*, najmä prostriedkami z emisií dlhodobých štátnych dlhopisov, štátnych pokladničných poukážok, z bankových a nebankových úverov. Tým sa postupne formovala a menila aj štruktúra dlhu podľa dlhových nástrojov. Jej vývoj v hodnotenom období charakterizovala zásadná zmena pomeru medzi dlhom vytvoreným *obchodovateľnými nástrojmi* a dlhom vytvoreným *neobchodovateľnými nástrojmi*. Kým v roku 1993 bol dlh tvorený zo 78 % úvermi a len z 22 % cennými papiermi, postupne sa tento pomer menil v prospech cenných papierov. Od roku 2001 vrátane došlo

k trvalému obráteniu tohto pomeru. V roku 2007 bol dlh z 89 % tvorený emitovanými dlhopismi a len z 11 % bankovými a nebankovými úvermi.

Význam vývoja kurzu slovenskej koruny pre výšku dlhu bol daný menovou štruktúrou dlhu, v ktorej popri dominantnom postavení slovenskej koruny mali najvýznamnejšie zastúpenie americký dolár, Euro, nemecká marka a japonský jen. Vývoj menovej štruktúry dlhu charakterizovalo síce v hodnotenom období 3,3 násobné zvýšenie dlhu v zahraničných menách, ale jeho podiel na celkovom dlhu sa znížil z 39,4 % v roku 1993 a na 27,9 % v roku 2007. Vývoj kurzu slovenskej koruny ovplyvňoval negatívne výšku dlhu v období rokov 1993 až 2000, v ktorom sa slovenská koruna postupne oslabovala a v roku 2000 dosiahla voči uvedeným menám historické minimum. Po roku 2000 už vývoj kurzu ovplyvňoval výšku dlhu pozitívne, pretože došlo k trvalému posilňovaniu slovenskej koruny najmä voči Euru, ktoré sa po roku 2000 stalo dominantnou zahraničnou menou (v roku 2007 tvorilo 98,5 % dlhu v zahraničných menách.)

Graf 12



Zdroj: vlastné prepočty z dát Ministerstva financií Slovenskej republiky

K faktorom, ktoré ovplyvnili výšku dlhu *jednorazovo* patrili k objemovo najvýznamnejším najmä tieto: prevzatie záväzkov vo výške 75,6 mld. Sk, ktoré pripadli pre vládu Slovenskej republiky z delenia záväzkov Českej a Slovenskej Federatívnej Republiky

v roku 1993, vydanie dlhopisov Fondu národného majetku Slovenskej republiky v hodnote 32,5 mld. Sk pre občanov Slovenskej republiky v roku 1996 so splatnosťou do roku 2001, prevzatie rizikových štátnych záruk na bankové úvery, ktoré boli poskytované v priebehu deväťdesiatych rokov a v období rokov 2000 až 2002 predovšetkým podnikom vo vlastníctve štátu v hodnote 65,4 mld. Sk, vytvorenie záväzku 105 mld. Sk emisiou štátnych dlhopisov voči štátom vlastneným komerčným bankám z dôvodu prevzatia stratových pohľadávok týchto bánk do aktív Slovenskej konsolidačnej, a. s. v rokoch 1999 a 2000 v rámci procesu reštrukturalizácie týchto bánk a ozdravenia bankového sektora, splatenie časti istiny štátneho dlhu a dlhu Fondu národného majetku v roku 2002 vo výške 70 mld. Sk z prostriedkov získaných z privatizácie 49 % akcií Slovenského plynárenského priemyslu, a. s., zriadenie Štátnej pokladnice Slovenskej republiky, ktorá cez spravovanie účtov všetkých organizácií verejnej správy (s výnimkou obcí a ich rozpočtových a príspevkových organizácií) umožnila dočasne využívať voľné peňažné prostriedky na financovanie schodku a dlhu verejnej správy od roku 2004. V priebehu roku 2007 sa na financovanie schodku a dlhu z týchto prostriedkov použilo 86 mil. Sk. Vplyv týchto faktorov sa prejavil významnejším zvýšením dlhu v rokoch 1993, 1996, 1999 a 2000, resp. v prípade posledných dvoch faktorov poklesom dlhu v rokoch 2002, 2005 a 2006.⁴⁹

3.5.3. Splatnosť existujúceho štátneho dlhu

Záväzky z existujúceho dlhu je potrebné rozdeliť na záväzky z emisií štátnych cenných papierov a záväzky plynúce z prijatých bankových úverov.

Priemerná doba splatnosti štátnych dlhopisov vydaných na domácom finančnom trhu bola v roku 2002 *3,48 roka* na zahraničných trhoch *2,7 roka*. Štátne pokladničné poukážky boli emitované na priebežné krytie schodku štátneho rozpočtu. Z pohľadu výnosov pre investorov dlhopisy SR boli emitované predovšetkým s *fixným výnosom*. Z celkového objemu emitovaných štátnych dlhopisov sú na pohyblivý výnos viazané emisie, ktoré boli vydané za účelom reštrukturalizácie bánk. V roku 2002 z celkového objemu štátnych dlhopisov na trhu tvoria dlhopisy s *fixným výnosom* 79,46 %, zatiaľ čo dlhopisy s *pohyblivým výnosom* iba 20,54 %.

Objem bankových úverov predstavuje 35 169 mil. Sk (9,1 % celkového dlhu) z čoho *je zahraničná zadlženosť 95 %*. Na základe obchodno-technických podmienok niektorých

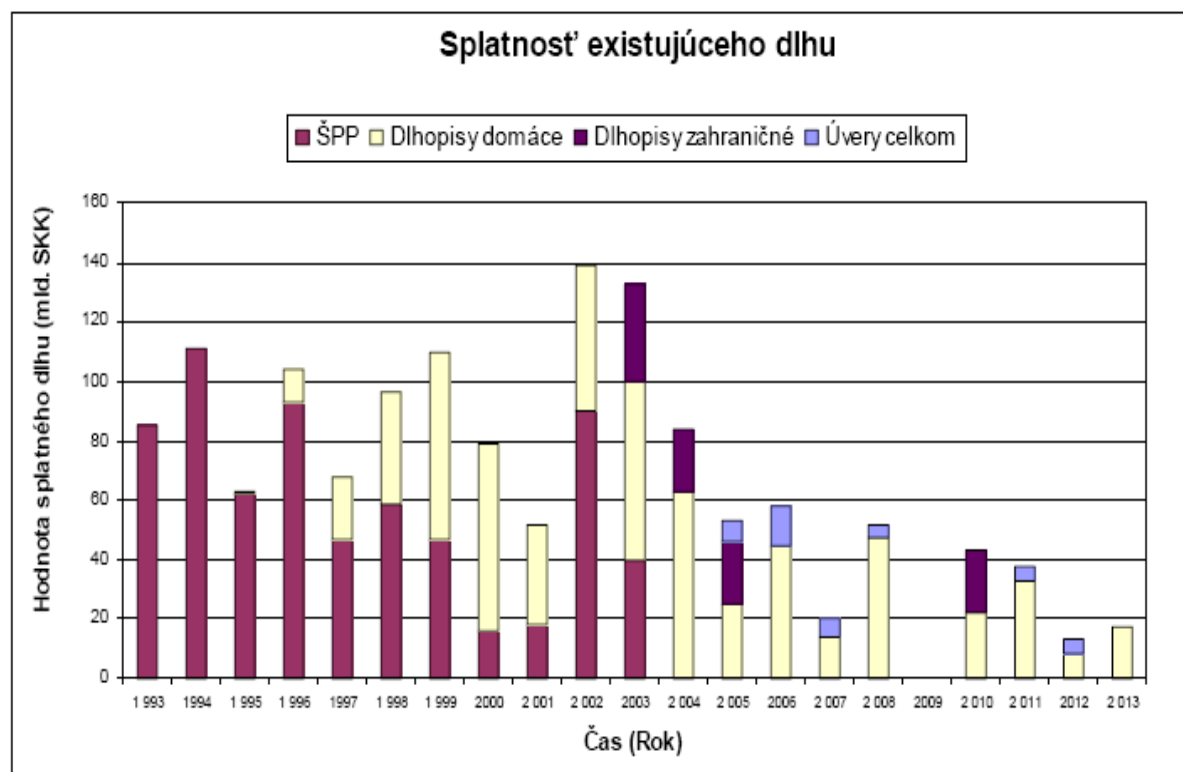
⁴⁹ Ministerstvo financií Slovenskej republiky, Dlh verejnej správy – ročný od r. 1993

prijatých úverov možno konštatovať, že proces prijímania vládnych úverov v minulosti neprebíhal štandardne a transparentne navyše finančné podmienky niektorých úverov boli pre štát nevýhodné, horšie než podmienky, ktoré bolo možné dosiahnuť na finančnom trhu. Pri prijímaní úverov sa nezohľadňovali trhové a ostatné riziká spojené so vstupom štátu do úverového záväzku, pričom celý proces bol v značnej miere procesne netransparentný. Výhodou úverov boli najmä dve skutočnosti – *dlhšia lehota splatnosti, než bola dosiahnuteľná na trhu štátnych dlhopisov a väzba na poskytnutie technickej asistencie, prípadne grant* (najmä v prípade úverov od medzinárodných finančných inštitúcií na realizáciu štrukturálnych reforiem).

Pokiaľ ide o výnos veriteľov, v úverovom portfóliu štátneho dlhu je v porovnaní so štátnymi cennými papiermi väčšie zastúpenie úverov s pohyblivou úrokovou sadzbou v porovnaní s úvermi s fixnou úrokovou sadzbou. Táto skutočnosť vyplýva z faktu, že štátny dlh vo forme *úverov je neobchodovateľný* a pohyblivá úroková sadzba predstavuje čiastočne v istom kontexte nástroj na eliminovanie úrokového rizika.

Pokiaľ ide o charakteristiku dlhu ako celku, jeho splatnosť charakterizuje obrázok č. 5. Ako vyplýva z grafu, podstatná časť štátnych cenných papierov je splatná v priebehu nasledujúcich troch rokov (splatnosť existujúceho dlhu k 31.12. príslušného roku).

Obrázok 4



Zdroj: Ministerstvo financií Slovenskej republiky

Nosnou menou zahraničnej zadlženosti Slovenskej republiky je *Euro*. Dôvodom sú rozvíjajúce sa všestranné vzťahy s Európskou úniou a začlenenie Slovenska do európskych štruktúr. Vo všeobecnosti možno konštatovať, že menové – kurzové riziko slovenskej koruny voči Euru je nižšie ako voči ostatným voľne zmeniteľným menám. Ide z pohľadu slovenskej koruny o referenčnú menu a slovenská koruna je od jej vývoja priamo závislá.⁵⁰

V januári 2009 Slovenská republika prijala Euro a tým pádom odpadlo kurzové riziko voči nosnej mene zahraničnej zadlženosti.

3.5.4. Vplyv štátnych záruk na verejný dlh

Zo záväzkov Slovenskej republiky voči Európskej únii vyplýva povinnosť vykazovať deficit a dlh verejného rozpočtu *v metodike ESA 95*. Podľa tejto metodiky *sú súčasťou štátneho dlhu aj riziká vyplývajúce z poskytnutých štátnych záruk*. Poskytovanie štátnych záruk bolo v minulých rokoch využívaným nástrojom na *optické zlepšovanie situácie verejných financií*. Takýto prístup umožňoval ministerstvu financií, aby v danom čase nemuselo financovať rôzne verejné výdavky, napríklad výstavbu vodných diel, diaľnic, či železničnej infraštruktúry, priamo zo štátneho rozpočtu. Výsledkom takéhoto postupu bolo veľmi nákladné optické zníženie deficitu verejných financií v minulých rokoch, kedy vláda nepoužívala metodiku ESA 95. *Vláda v minulosti poskytovala štátne záruky na pôžičky, o ktorých bolo vopred zrejmé, že nebudú splatené dlžníkom*. Napriek poskytnutiu štátnej záruky boli pri úveroch úrokové náklady vždy vyššie, ako náklady, za ktoré si mohol priamo požičať štát, čo zdôrazňuje nutnosť centralizácie riadenia dlhu štátom.⁵¹

Do konca roka 2002 boli realizované štátne záruky v celkovom objeme *40,3 mld. Sk* z toho *17,8 mld. Sk* zo štátneho rozpočtu a *22,5 mld. Sk* z Fondu národného majetku SR (roky 2000 až 2002). Najvyšší objem štátnych záruk sa doposiaľ realizoval v roku 2001 (8 mld. Sk zo štátneho rozpočtu a 14,6 mld. Sk z FNM). Po roku 2002 došlo k zásadnej zmene v používaní štátnych záruk. Zastavenie negatívneho vývoja v tejto oblasti bolo obsahom Programového vyhlásenia vlády SR. Predpokladom k zásadnej zmene bolo tiež *prijatie zákona č. 386/2002 Z. z. o štátnom dlhu a štátnych zárukách z 18.júna 2002*, ktorý obmedzil prijímanie nových štátnych záruk len do celkovej sumy istín z úverov so štátnou zárukou

⁵⁰ Ministerstvo financií Slovenskej republiky, Stratégia riadenia štátneho dlhu do roku 2006

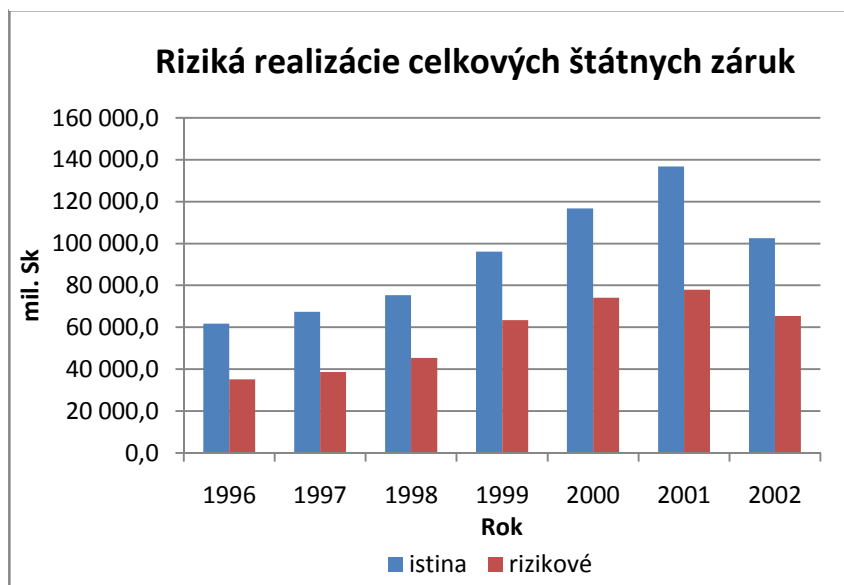
⁵¹ Ministerstvo financií Slovenskej republiky, Stratégia riadenia štátneho dlhu do roku 2006

splatných v príslušnom rozpočtovom roku. Preto je možné v roku 2003 prevziať štátne záruky maximálne v objeme 6,6 mld. Sk, čo je cca 23 % limitu na rok 2002.

K nárastu celkového objemu prevzatých štátnych záruk dochádzalo od r. 1996, kedy vláda SR prijala štátne

Graf 13

záruky na dostavbu Jadrovej elektrárne Mochovce v sume 24,6 mld. Sk istiny (kurzom ku dňu prevzatia), v rokoch 1995, 1996, 1998, 1999 prevzatím štátnych záruk za úvery na dostavbu Vodného diela Gabčíkovo a Vodného



Zdroj: Ministerstvo financií Slovenskej republiky

diela Žilina v sume istiny 17,4 mld. Sk (kurzom ku

dňu prevzatia) a postupne s prijímanými štátnymi zárukami za úvery pre Železnice SR a Železničnú spoločnosť, a.s., v rokoch 1999 až 2002 v sume istiny 49,8 mld. Sk (kurzom ku dňu prevzatia) a štátnymi zárukami pre Štátny fond cestného hospodárstva v sume istiny 15,5 mld. Sk (kurzom ku dňu prevzatia). Vyššie uvedené štátne záruky najvýraznejšie ovplyvnili medziročné prírastky rizík štátnych záruk, ktoré sa premietajú podľa metodiky ESA 95 do štátneho dlhu a deficitu verejných financií.

Z grafu možno vidieť objem celkových istín všetkých úverov so štátnym ručením ku koncu rokov 1996 až 2002 a objem istín úverov, ktoré možno považovať za rizikové. Rizikovosť úverov bola určená individuálne na základe analýzy finančnej situácie dlžníka. Z celkového objemu istín štátnych záruk 102,6 mld. Sk je možné považovať za rizikové 65,3 mld. Sk (t.j. 63,6 %). Ako najvyššie riziko bolo ohodnotené riziko realizácie úverov so štátnou zárukou železníc SR v sume 37,3 mld. Sk. Suma 65 mld. Sk rizikových štátnych záruk je z hľadiska splatnosti rozložená do rokov 2003 až 2021 s maximom splátok v rokoch 2005, 2006 a 2007 z dôvodu jednorazovej splatnosti úverov so štátnou zárukou pre Slovenské elektrárne, a. s. Bratislava a Železnice SR.

Štátne záruky možno považovať za najdrahší spôsob zadlžovania štátu, keď poskytovatelia úverov zohľadňujú v cene poskytovaného úveru okrem rizika štátu aj úverové riziko prenajímateľa úveru.⁵²

4. Vplyv zadlžovania Slovenska na výkonnosť ekonomiky

Slovensko patrí medzi malé otvorené ekonomiky s úrokovou mierou, ktorá je určená na svetovom trhu, ekonomika Slovenska je príliš malá na to, aby mohla ovplyvniť svetovú úrokovú mieru.

Rok	Režim menového kurzu	Hranice oscilačného pásma	Referenčné meny
1993-1997	fixný kurz so symetrickými hranicami oscilácie	+/- 0,5 (1993,1994)	menový kôš
		+/- 1,5 (1994,1995)	
		+/- 3 (1996)	
		+/- 5 (1997)	
1998	fixný kurz so symetrickými hranicami oscilácie - riadený floating	+/- 7 do októbra 1998, bez oscilačných hraníc	menový kôš, euro
1999 - súčasnosť	riadený floating	bez oscilačných hraníc	euro

Slovensko do októbra 1998 využívalo režim fixného menového kurzu. Fixný menový kurz bol nominálnou kotvou. Od októbra 1998 prešlo Slovensko na riadený floating (managed floating).

Zdroj: vlastná tabuľka podľa údajov Národnej banky Slovenska

Z tabuľky je vidieť systém menového kurzu na Slovensku, do roku 1998 sa oscilačné pásmo postupne zvyšovalo z +/- 0,5 až po +/- 7. V roku 1998 boli oscilačné hranice zrušené a kurz slovenskej koruny je závislý iba od dopytu a ponuky slovenskej koruny.⁵³

4.1. Vplyv deficitu na trh zapožičateľných fondov

Klasická teória tvrdí, že rozpočtový deficit znižuje národné úspory, podľa R. Barra deficit nemá vplyv na zmenu úspor.⁵⁴ Z grafu je nemožné určiť vzťah medzi deficitom a úsporami. Odhad regresnej priamky metódou najmenších štvorcov: $Y = 1,06505 + 0,60735 \cdot \beta_1$. Z danej priamky vyplýva priama závislosť medzi úsporami a deficitom, rast deficitu znamená rast

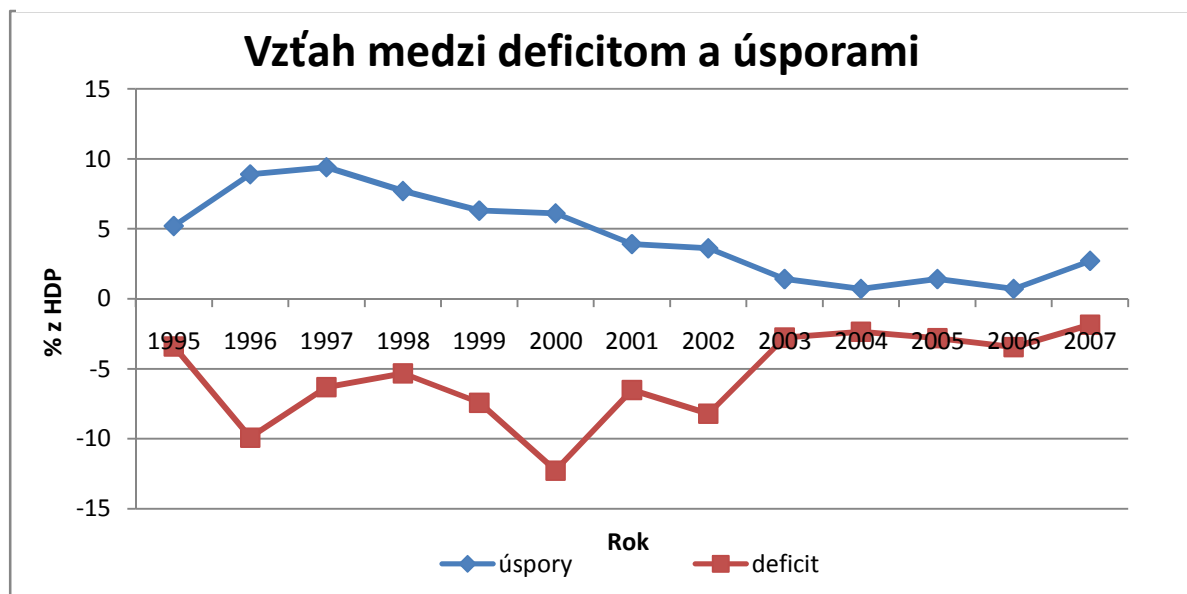
⁵² Ministerstvo financií SR, Informácia o poskytovaní štátnych záruk v rokoch 1996-2002 a ich vplyve na deficit verejných financií

⁵³ Národná banka Slovenska, Výročná správa 2002

⁵⁴ Robert J. Barro, Are Government bonds net wealth?

úspor. Model je však veľmi nekvalitný, len 40,58 % variability vysvetľuje model, a preto závery z tohto modelu sú bezvýznamné.

Graf 14



Zdroj: vlastné prepočty z dát Eurostatu a OECD

SAS 1

Parameter Estimates							
Variable	DF	Parameter Estimate	Standard Error	t Value	Pr > t	95% Confidence Limits	
Intercept	1	1.06505	1.41525	0.75	0.4675	-2.04990	4.18000
Deficit	1	0.60735	0.22161	2.74	0.0192	0.11959	1.09511

SAS 2

Root MSE	2.46405	R-Square	0.4058
Dependent Mean	4.46154	Adj R-Sq	0.3517
Coeff Var	55.22882		

Závislosť medzi úsporami a deficitom na Slovensku v rokoch 1995-2007 sa javí ako bezvýznamná.

4.2. Vplyv rozpočtového deficitu na spotrebu

Regresná analýza

SAS 3

nepreukázala

vzťah medzi

deficitom

a spotrebou.

Parameter (deficit)

je štatisticky

nevýznamný, t-

hodnota je väčšia

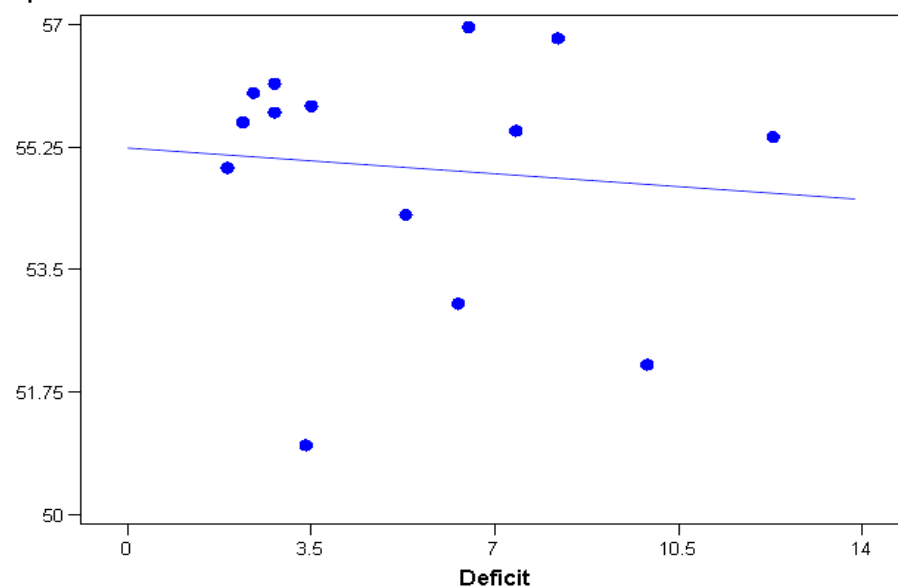
ako 0,05. Na 95 %

pravdepodobnosti

môžeme zamietnuť

významnosť

Spotreba



modelu. T-value je väčšia ako 0,05 takže je celkový F-test nevýznamný. Preto hypotéza o závislosti spotreby na deficite je zamietnutá. Z koeficientu determinácie vyplýva, že iba 0,92 % variability je vysvetlených daným modelom. Obrovské kolísanie okolo priamky nasvedčuje o veľkom množstve ostatných vplyvov pôsobiace na spotrebu, ktoré nie sú zahrnuté v modeli.

SAS 4

Parameter Estimates							
Variable	DF	Parameter Estimate	Standard Error	t Value	Pr > t	95% Confidence Limits	
Intercept	1	55.23371	0.97098	56.88	<.0001	53.11812	57.34930
Deficit	1	-0.05250	0.15707	-0.33	0.7440	-0.39472	0.28972

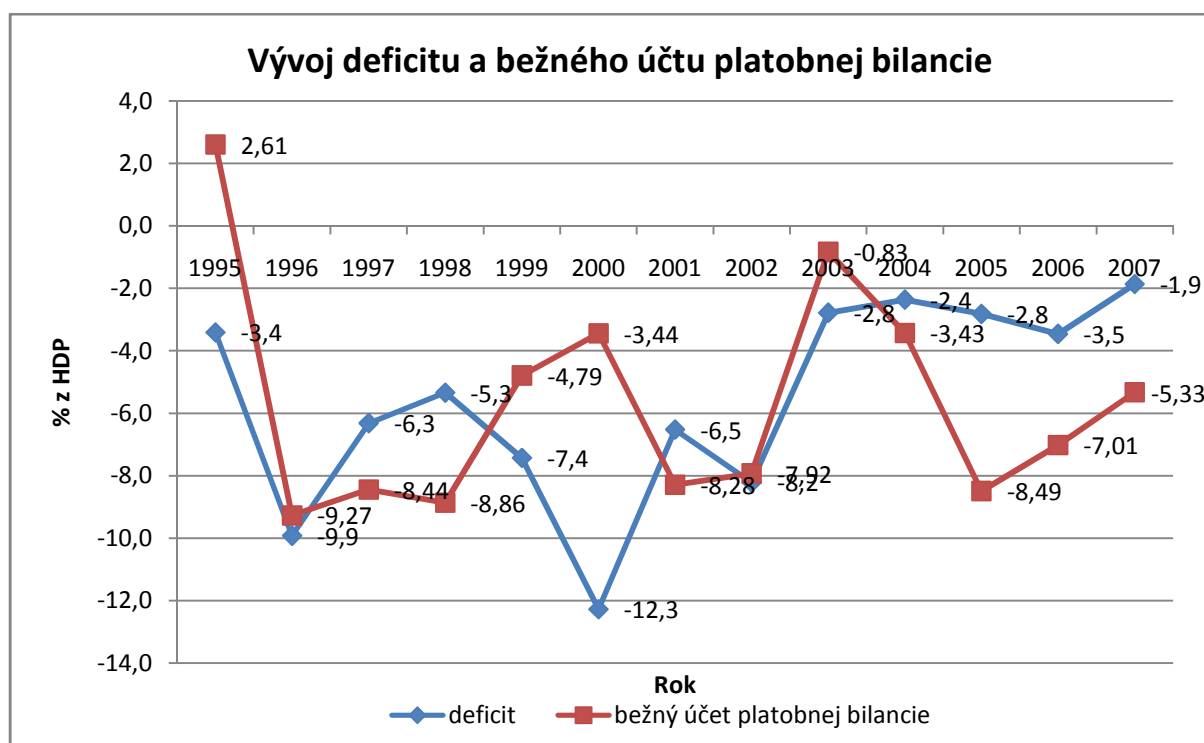
SAS 5

Root MSE	1.82032	R-Square	0.0092
Dependent Mean	54.95286	Adj R-Sq	-0.0733
Coeff Var	3.31252		

4.3. Vplyv rozpočtového deficitu na menový trh

Podľa vývoja deficitu a bežného účtu platobnej bilancie na Slovensku v rokoch 1995 až 2007 možno predpokladať, že deficit verejných financií mal vplyv na vývoj bežného účtu platobnej bilancie.

Graf 14



Zdroj: vlastné prepočty z dát Eurostatu a OECD

Rozpočtový deficit vytvára deficit bežného účtu platobnej bilancie. Odhadnutá regresná priamka má tvar: $Y = -3,94151 - 0,30482\beta$. Z danej regresnej priamky vyplýva, že rast deficitu o 1 % zvýši deficit bežného účtu platobnej bilancie o -0,30482 %. Celková hodnota modelu vyjadrená F-testom nepotvrdila hypotézu závislosti bežného účtu platobnej bilancie na deficite. Hodnota F-testu je 0,3669 čo je viac ako t-hodnota 0,05. Koeficient determinácie je nízky, model nedostatočne vysvetľuje variabilitu bežného účtu platobnej bilancie. Variabilitu bežného účtu platobnej bilancie vysvetľuje iba z 7,36 %.

SAS 6

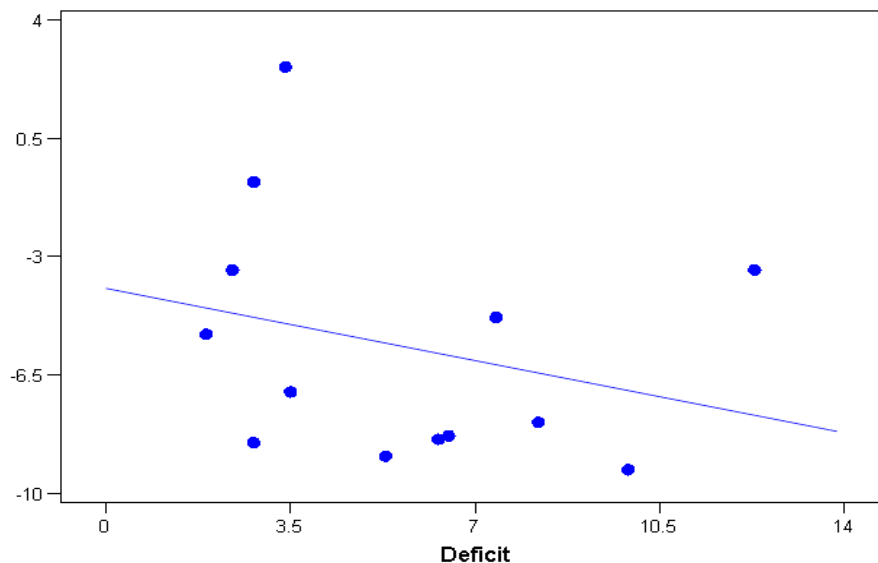
Parameter Estimates							
Variable	DF	Parameter Estimate	Standard Error	t Value	Pr > t	95% Confidence Limits	
Intercept	1	-3.94151	2.08204	-1.89	0.0849	-8.52405	0.64103
Deficit	1	-0.30482	0.32602	-0.93	0.3699	-1.02239	0.41275

SAS 7

Root MSE	3.62498	R-Square	0.0736
Dependent Mean	-5.64615	Adj R-Sq	-0.0106
Coeff Var	-64.20265		

SAS 8

Bezny ucet platobnej bilancie



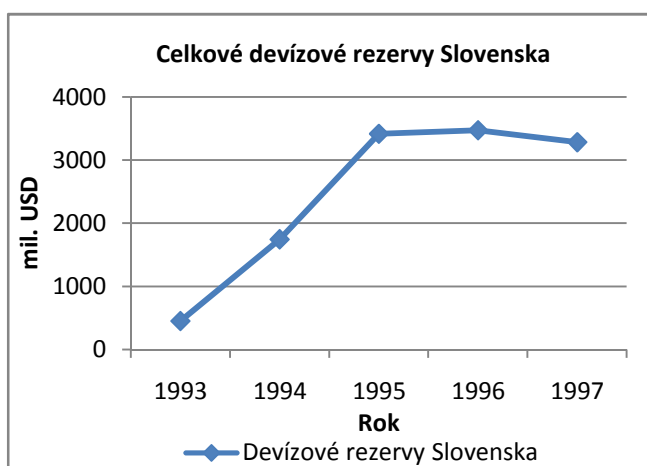
Vysoký rozptyl hodnôt okolo priamky možno vysvetliť ďalšími javmi ovplyvňujúcimi obchodnú bilanciu.

Mundell-Flemingov model predpokladá, že centrálna banka bráni apreciacii domácej meny, to znamená, že centrálna banka kupuje devízové rezervy, aby zvýšila ponuku peňazí na menovom trhu. Graf popisuje vývoj devízových rezerv na Slovensku od roku 1993. Devízové rezervy rástli, z 449,6 mil. dolárov sa zvýšili až na 3284,9 mil. dolárov v roku 1997. Centrálna banka zabráňovala *apreciacii* slovenskej koruny nákupom zahraničných devízových rezerv. V októbri roku 1998 prešlo Slovensko na voľne pohyblivý menový kurz s režimom riadeného floatingu. Ako je vidieť z grafu vývoj kurzu, v rokoch 1993 až po rok 1998 zostávalo

pomerne stabilné, v rokoch 1999 až **Graf 15**

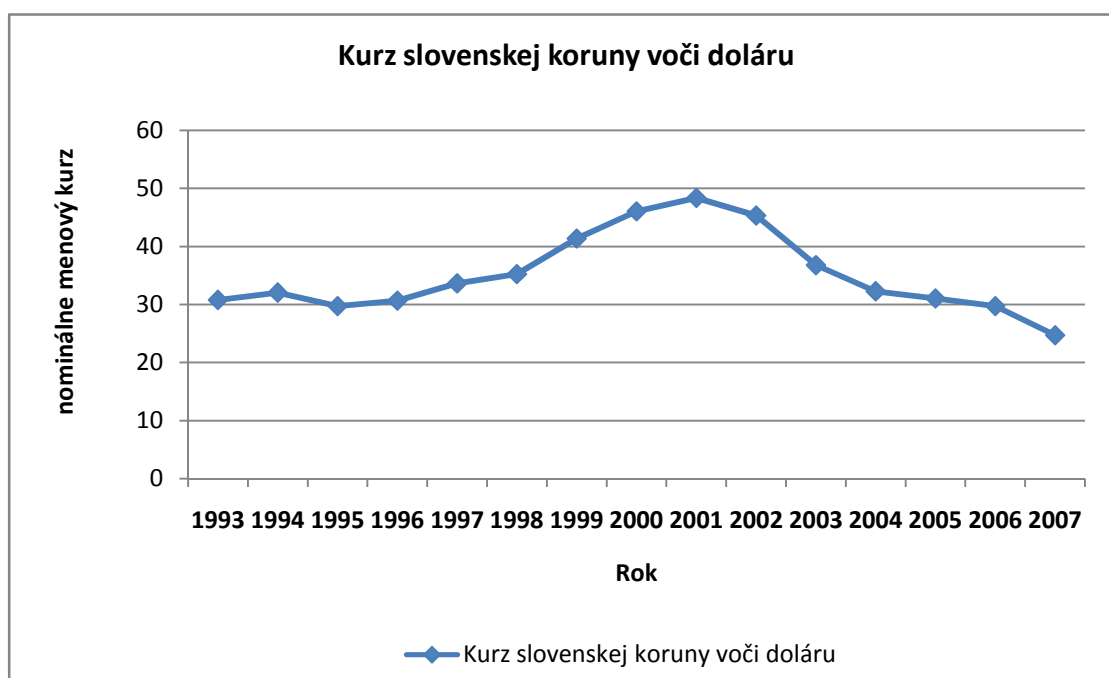
2002 Slovensko dosahovalo pomerne veľký deficit (7,4 %; 12,3 %; 6,5 %; 8,2 %). Podľa Mundell-Flemingovho modelu by malo dochádzať k apreciácii slovenskej koruny, avšak v týchto rokoch dochádzalo k významnej deprecii slovenskej koruny s maximom v roku 2001 48,35

slovenskej koruny za dolár.



Zdroj: vlastné prepočty z dát Národnej banky Slovenska

Graf 16



Zdroj: vlastné prepočty z dát OECD

Mundell-Flemingov model predpokladá rast devízových rezerv pri fixnom menovom kurze. Na Slovensku dochádzalo k výraznému rastu devízových rezerv počas obdobia vysokého deficitu verejných financií. Po opustení fixného menového kurzu deficit verejných financií by mal vytvárať tlak na apreciaciu slovenskej koruny, avšak v tomto období 1998-2001 dochádzalo k významnej deprecii slovenskej koruny.

Záver

Analýza vývoja zadlženosti na Slovensku po roku 1993 dokazuje, že na Slovensku dochádzalo k rastu verejných výdajov aj v období vysokého ekonomického rastu, keď klesal podiel rastu verejných výdajov na HDP, postupne sa menila aj štruktúra verejného dlhu z úverového financovania k financovaniu prostredníctvom dlhopisov. Štatisticky nameraný deficit verejných financií a verejný dlh neodráža skutočnú výšku, pretože neberie v úvahu vplyv poskytnutých štátnych záruk.

Regresná analýza nepreukázala vplyv zadlžovania Slovenskej ekonomiky na trh tovarov a služieb a nepreukázala ani vplyv na pokles úspor. Hypotéza o vplyve rozpočtového deficitu na bežný účet platobnej bilancie bola zamietnutá a možno predpokladať Ricardo-Barrov prístup o neúčinnosti alebo neutralite fiškálnej politiky na jednotlivé trhy.

Vyvodzovať jasné závery z analýzy nemožno, a preto je vhodné rozšíriť prácu o kvalitnejší ekonometrický model. Jedným z nedostatkov môže byť nevhodne zvolená regresná funkcia, krátka časová rada, ktorú vykazujú oficiálne štatistiky Eurostatu. Jednoduché regresné funkcie je potrebné rozšíriť o väčšie množstvo premenných, ktoré by eliminovali ostatné vplyvy. Ďalším problémom môže byť odstránenie multikolinearity (vzájomnej závislosti) v modeli. Je potreba detailnejšie analyzovať jednotlivé trhy tovarov a služieb, zápožičateľných fondov a menový trh. Taktiež je potrebná podrobnejšia analýza zahraničného obchodu a relatívnych cien, ako aj obchodovateľných a neobchodovateľných statkov.

Skúsenosť, ktorú zaznamenala Slovenská ekonomika, je potrebné v budúcnosti detailnejšie preskúmať a určiť viacero nerealistických predpokladov do modelu, aby sa zvýšila významnosť skúmaného javu.

Dlh verejnej správy – konsolidovaný (v mil. Sk) - Príloha č. 1

Zdroj: Ministerstvo financií SR

Štruktúra dlhu	roky														
	1 993	1 994	1 995	1 996	1 997	1 998	1 999	2 000	2 001	2 002	2 003	2 004	2 005	2 006	2 007
Dlh verejnej správy spolu (A + B)	116 230	123 013	128 526	201 702	242 588	271 998	404 898	472 427	498 796	481 389	518 332	564 151	507 525	505 199	543 851
HDP	411 366	495 649	581 452	647 190	717 671	787 344	845 595	937 964	1 018 430	1 108 117	1 222 483	1 361 683	1 458 301	1 659 573	1 851 787
Dlh verejnej správy v pomere k HDP v %	28,30	24,80	22,10	31,20	33,80	34,50	47,90	50,40	49,00	43,40	42,40	41,40	34,20	30,40	29,40
Podľa rezidentov, pôvodnej splatnosti a nástrojov															
A. domáci spolu (1 + 2)	57 884	72 878	85 386	145 890	165 871	164 111	254 510	281 785	299 106	304 271	334 169	336 442	310 612	292 886	330 501
1. domáci krátkodobý	7 936	23 016	14 912	37 115	72 379	74 742	52 338	34 671	72 403	69 214	69 585	45 469	9 885	2 027	1 099
vklady	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	854	997
cenné papiere 2)	7 891	22 892	14 830	35 299	70 948	72 577	50 757	33 979	70 435	67 386	68 126	32 917	5 681	0	0
bankové úvery	45	124	82	1 816	1 431	2 165	1 563	692	1 968	1 828	1 422	12 545	4 196	1 211	93
ostatné dlhové nástroje	0	0	0	0	0	0	18	0	0	0	37	7	8	7	9
2. domáci dlhodobý	49 948	49 862	70 474	108 755	93 492	89 369	202 172	247 114	226 703	235 037	264 584	290 973	300 727	290 814	329 402
vklady	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
cenné papiere 2)	18 052	25 397	58 780	78 729	63 253	64 708	79 965	101 707	186 816	188 783	222 462	250 451	268 976	264 141	306 691
bankové úvery	31 830	24 391	11 619	29 873	29 456	23 941	121 064	144 227	39 104	45 855	41 855	40 390	29 606	24 450	20 416
ostatné dlhové nástroje	66	74	75	173	783	720	1 143	1 180	783	419	267	132	2 145	2 223	2 295
B. zahraničný spolu (3 + 4)	58 346	50 135	43 140	55 812	76 717	107 877	150 388	190 642	199 600	177 118	184 163	227 709	196 913	212 313	213 350
v tom: 3. zahraničný krátkodobý	0	0	0	0	0	0	0	0	200	0	472	5 965	139	0	0
vklady	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
cenné papiere 2)	0	0	0	0	0	0	0	0	200	0	472	5 965	139	0	0
bankové úvery	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ostatné dlhové nástroje	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
4. zahraničný dlhodobý	58 436	50 135	43 140	55 812	76 717	107 887	150 388	190 642	199 400	177 118	183 691	221 744	196 774	212 313	213 350
vklady	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
cenné papiere 2)	230	230	2 330	2 048	1 980	40 255	64 731	87 148	98 337	99 002	105 881	148 173	140 673	172 862	179 449
bankové úvery	43 591	38 933	30 251	44 342	65 530	61 186	80 538	99 661	99 045	76 302	76 365	72 788	55 489	39 061	33 901
ostatné dlhové nástroje	14 525	10 972	10 559	9 442	9 207	6 446	5 119	3 833	2 018	1 814	1 445	783	612	390	0
Podľa meny															
slovenské koruny (SKK)	70 436	79 629	92 138	151 439	170 858	166 023	259 635	290 698	329 505	336 711	377 888	415 633	394 758	372 796	392 325
zahraničné meny spolu	45 794	43 384	36 388	50 263	71 730	105 975	145 263	181 729	169 201	144 678	140 444	148 518	112 767	132 403	151 526
z toho: EUR	...	...	...	...	...	0	48 084	89 585	93 218	105 380	123 827	136 412	103 487	129 965	149 225
USD	...	...	...	...	...	46 860	50 370	48 679	46 001	33 347	14 059	9 631	6 470	69	0
JPY	...	...	...	...	...	9 696	10 710	10 181	3 068	2 387	2 108	2 166	2 624	2 101	2 122
ostatné meny	...	...	...	...	...	49 419	36 099	33 284	26 914	3 564	450	309	186	268	179

Zodpovedá metodike maastrichtského kritéria pre dlh

Príloha č. 2

Realizované štátne záruky a prevzatý štátny dlh v rokoch 1996 - 2002 (v miliónoch SKK)

	1991-1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Spolu
Zohľadné v deficite verejných financií (Realizované zo štátneho rozpočtu)	2 915,5	1 890,6	1 602,3	1 189,9	2 735,9	288,7	14,6	-	10 637,5
Nezohľadné v deficite	-	-	-	-	-	9 917,2	7 968,1	22 160,5	40 045,8
Realizované z FNM	-	-	-	-	-	9 917,2	7 968,1	4 599,1	22 484,4
Prevzaté do štátneho dlhu	-	-	-	-	-	-	-	17 561,4	17 561,4
SPOLU	2 915,5	1 890,6	1 602,3	1 189,9	2 735,9	10 205,9	7 982,7	22 160,5	50 683,3

Zdroj: Ministerstvo financií SR

Príloha č. 3

Dopad vydaných štátnych záruk na čisté výpožičky verejného sektora (v miliónoch SKK)

Riadok		1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
1	Celkové štátne záruky	61 756,2	67 438,2	75 321,6	96 047,2	116 791,6	136 824,7	102 570,6
2	Celkové rizikové štátne záruky	35 142,6	38 713,0	45 419,2	63 388,1	74 106,6	77 956,1	65 350,8
3	Medziročná zmena rizikových štátnych záruk	-	3 570,4	6 706,2	17 968,9	10 718,5	3 849,5	-12 605,3
4	Štátne záruky realizované v danom roku	1 890,6	1 602,3	1 189,9	2 735,9	10 205,9	7 982,7	22 160,5
5	z toho zo štátneho rozpočtu	1 890,6	1 602,3	1 189,9	2 735,9	288,7	14,6	0
6	Skrýty deficit verejných financií	-	3 113,2	5 756,8	16 527,9	15 223,5	11 817,6	9 555,2*
	v % HDP	-	0,4%	0,7%	2,0%	1,7%	1,2%	0,9%

* Od roku 2002 je štátny záverečný účet vypracovávaný v metodike ESA 95 a takto vypočítaný deficit verejných financií už zohľadňuje aj čistý negatívny dopad novovydaných štátnych záruk (v sume 9 555,2 mld SKK v roku 2002).

Zdroj: Ministerstvo financií SR

Príloha č. 4: Vývoj úspor, investícií a deficitu v % z HDP

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Investície (% HDP)	29,7	26,4	24,8	31,8	33,9	35,7	29,5	25,8	28,6	27,4	24,8	24	26,5	26,5	26,1
Úspory (% HDP)	-	-	5,2	8,9	9,4	7,7	6,3	6,1	3,9	3,6	1,4	0,7	1,4	0,7	2,7
Deficit (% HDP)			-3,4	-9,9	-6,3	-5,3	-7,4	-12,3	-6,5	-8,2	-2,8	-2,4	-2,8	-3,5	-1,9

Zdroj: OECD, Eurostat

Príloha č. 5: Vývoj spotreby a deficitu v % z HDP

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Spotreba % HDP	50,99	52,14	53,01	54,28	55,48	55,39	56,96	56,80	55,74	56,02	56,15	55,83	54,95	55,60
Deficit v % HDP	-3,41	-9,9	-6,3	-5,3	-7,4	-12,3	-6,5	-8,2	-2,8	-2,4	-2,8	-3,5	-1,9	-2,2

Zdroj: Eurostat, Slovstat

Príloha č. 6: Vývoj bežného účtu platobnej bilancie, deficitu nominálneho kurzu slovenskej koruny k doláru, priamych zahraničných investícií a devízových rezerv

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Bežný účet platobnej bilancie % HDP	-4,5	4,9	2,6	-9,3	-8,4	-8,9	-4,8	-3,4	-8,3	-7,9	-0,8	-3,4	-8,5	-7	-5,3	
Deficit % HDP			-3,4	-9,9	-6,3	-5,3	-7,4	-12,3	-6,5	-8,2	-2,8	-2,4	-2,8	-3,5	-1,9	-2,2
Kurz slovenskej koruny voči doláru	30,77	32,04	29,71	30,65	33,62	35,23	41,36	46,04	48,35	45,33	36,77	32,26	31,02	29,7	24,69	
Prílev priamych zahraničných investícií (mil. USD)		273	241	396	231	707	429	2383	1584	4144	2161	3033	2427	4175	2867	
Odlev priamych zahraničných investícií (mil. USD)		18	43	63	95	147	-377	29	65	11	247	-21	149	369	204	
Devízové rezervy Slovenska	449,6	1745	3418,4	3473,3	3284,9											

Zdroj: OECD, Eurostat

Zoznam použitých skratiek

EÚ – Európska únia

SIP – štrukturálno-ideologicko-politické

KIP – krízovo-ideologicko-politické

tzv. – takzvaný

D_t - deficit v roku t

r - reálna úroková miera

B_{t-1} - dlh na konci roku $t-1$

G_t - rozpočtové výdaje v roku t

T_t - rozpočtové príjmy v roku t

G_c - vládne spotrebné výdaje

TR - transfery obyvateľstvu

T_r - reálne dane

T_o - paušálna daň

T_{mr} - marginálna sadzba dôchodovej dane

Y - reálny dôchod

$B_{1,2}$ - dlh v roku 1 alebo v roku 2

T_2 - daňové príjmy v roku 2

G_2 - vládne výdaje v roku 2

PD_t - verejný dlh v roku t

PD_{t-1} - verejný dlh rok predtým v období $t-1$, *zdedený dlh*

R - nárast verejného dlhu vplyvom exogénnych faktorov výraz $(1 + r)/(1 + q)$

$(G_t - T_t)$ - primárny deficit

M_1 - emisné krytie deficitu (monetizácia deficitu)

Δ - vyjadruje nárast

r - reálna úroková miera

q - tempo rastu reálneho HDP

ΔY - zmena reálneho produktu

c - hraničný sklon k spotrebe

ΔG - zmena vládnych výdavkov

ΔTr - zmena transferov

ΔTx - zmena daní

α - výdajový multiplikátor v otvorenej ekonomike

t - daňová sadzba

m - hraničný sklon k dovozu

Zoznam použitej literatúry a ostatných zdrojov

- Robert Higgs, Politická ekonomie strachu, Praha: Alfa Publishing a Liberální institut, 2006
- Hamerníková, B., Maaytová, a. a kol., Veřejné finance, Praha: ASPI, 2007
- Richard Baldwin, Charles Wyplosz, Ekonomie evropské integrace, 1. vydání, Praha: Grada publishing, 2008
- DVOŘÁK P., Vybrané problémy fiskální politiky, Praha: VŠE v Praze, 1998
- Alxandr Soukup, Mezinárodní ekonomie, 2. Vydání, Praha: VIP books s. r.o. 2007
- Vratislav Izák, Fiskální politika, Praha, Nakladatelství Oeconomica 2008
- MANKIW, N. G. Macroeconomics, fifth edition New York: Worth Publishers, 2003
- Robert J. Barro, The Ricardian approach to budget deficits, NBER working paper series No. 2685, August 1988
- Robert J. Barro, Are government bonds net wealth, The Journal of Political economy, The University of Chicago press, Vol. 82 no. 6, 1095-1117
- Juha Tervala, Fiscal policy and the current account in a small open economy, Department of economics, University of Helsinki, Finish economic papers, volume 20, no. 2, Autumn 2007
- Daria Rozborilová, Teória spotreby, úspor, investícií a vládnych výdavkov, Bratislava, IURA edition 2. vydanie, 2005
- Holman, R. Makroekonomie. Stredne pokročilý kurz. 1. Vydání., Praha: C.H. Beck, 2004
- Statistika pro ekonomy - aplikace, Luboš Marek a kol., 2. Vydání, Professional publishing, Praha 2007
- Statistika pro ekonomy, Richard Hindls, Stanislava Hronová, Jan Seger, Jakub Fisher, 7.vydání, Progeessional publishing, Praha 2006
- Štatistika OECD, Country statistical profiles 2009, Slovenská republika, link
<http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=CSP2009>, stiahnuté 12.10.2009
- Štatistika Eurostatu, Government finance statistics, link
http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government_finance_statistics/data, stiahnuté 12.10.2009
- Stratégia riadenia štátneho dlhu do roku 2006, stiahnuté 27. Augusta 2009,
<http://www.ardal.sk/dokumenty/strategia.pdf>
- Ministerstvo financií Slovenskej republiky, Dlh verejnej správy – ročný od r. 1993, stiahnuté 27.09.2009, z
<http://www.finance.gov.sk/Default.aspx?CatID=5234>
- Ministerstvo financií SR, Informácia o poskytovaní štátnych záruk v rokoch 1996-2002 a ich vplyve na deficit verejných financií, stiahnuté 27. Augusta 2009,
<http://www.finance.gov.sk/Default.aspx?CatID=4339#valp6ap3bdhgm8ob3d5gi0srgeag7co8>
- Prednáška Doc. Ing. Václava Urbánka, CSc, <http://nb.vse.cz/~urbanek/VF101List.htm>, téma č. 1 [Veřejné finance - základní pojmy, funkce, vazby na veřejný sektor-konečná verze](#), stiahnuté 10. Júla 2009,
- Národní banka Slovenska, Výročná správa 2002, stiahnuté z <http://www.nbs.sk/sk/publikacie/publikacie-nbs/vyrocnna-sprava>