

Aj menej prorastová konsolidácia je v súčasnosti lepšia než žiadna

Zuzana Múčka

Komentár 03/2024

11.12.2024

Dátum: 11. December 2024

Téma: **Aj menej prorastová konsolidácia je v súčasnosti lepšia než žiadna**

Autor: Zuzana Múčka¹

Konsolidačný balíček bude mať výrazný krátkodobý negatívny vplyv na ekonomiku, ktorý sa najviac prejaví v roku 2026, no doznievať bude ešte osem rokov². Najsilnejšie sa pod negatívny vplyv podpíše zvýšenie firemných daní, vrátane transakčnej dane. Napriek dočasným stratám na ekonomickom raste, ktoré by pri inej štruktúre balíčka mohli byť menšie, je aj takto vyskladaný konsolidačný balíček v dlhodobom horizonte prospešnejší pre ekonomiku než scenár bez akejkoľvek konsolidácie. Prínos trvalo nižšej rizikovej prirážky bude neskôr prekonávať aj straty v dôsledku zvýšených firemných daní (vrátane transakčnej dane), ktoré ekonomickú aktivitu brzdia. Tento výsledok je daný najmä veľmi zlým stavom verejných financií, kedy pozitívne efekty z ich ozdravenia prevýšia negatívny vplyv na ekonomiku.

Vláda SR prestavila v priebehu jesene 2024 okruh opatrení, ktoré by mali od roku 2025 začať proces ozdravovania verejných financií. Vzhľadom na rozsah potrebnej konsolidácie³ ide len o prvý krok, v ďalších rokoch by mali nasledovať ďalšie opatrenia. Len tak bude možné stabilizovať deficit a dlh verejnej správy, aby dlhodobo spĺňali nielen Maastrichtské kritériá⁴ a vytvorili aj dostatočne veľký vankúš na zvládanie neočakávaných kríz v budúcnosti.

Po predstavení navrhovaných konsolidačných opatrení (balíčka) pripravila RRZ [kvantifikáciu](#) jeho dopadu, v ktorej sa okrem vplyvu na verejné financie či jeho distribučné efekty zamerala aj na jeho vplyv na ekonomiku, teda makroekonomický vplyv štruktúry balíčka. Položili sme si dve kľúčové otázky:

1/ Ako veľmi a na ako dlho zníži balíček rast ekonomiky?

2/ Oplatí sa prijať balíček, keď jeho strednodobé dopady na ekonomiku sú negatívne?

Najprv stručne odpovede: *Balíček najviac zasiahne ekonomiku až rok po jeho implementácii (rok 2026), kedy prinesie spomalenie rastu ekonomiky o 0,65 percentuálneho bodu, pričom ekonomika sa z neho bude spamätávať do začiatku budúcej dekády. Bude to vďaka jeho štruktúre, postavenej prevažne na príjmovej strane, najmä navyšovaní firemných daní, ktoré znižujú investičnú aktivitu, konkurencieschopnosť a atraktivitu krajiny a dlhodobo oslabujú trh práce. Nakoľko verejné financie sú dnes vo veľmi zlom stave a so zlou perspektívou vývoja, aj takýto konsolidačný balíček bude pre ne znamenať prvý krok späť od okraja priepasti, v ďalších rokoch by mali nasledovať ďalšie opatrenia ozdravujúce verejné financie. Odmenou za jeho implementáciu budú dlhodobo nižšie rizikové prirážky, ktoré budú v neskoršom období priaznivo vplývať na ekonomický rast.*

Pred hlbším zodpovedaním položených otázok je však nevyhnutné zdefinovať, ako budeme vyhodnocovať makroekonomické dopady balíčka, čiže voči akému scenáru máme porovnávať

¹ Korešpondenčný autor: zuzana.mucka@rrz.sk

² Vplyv konsolidačného balíčka na reálnu ekonomiku na dlhodobom horizonte je kvantifikovaný pomocou [dynamického stochastického modelu všeobecnej rovnováhy s prekrývajúcimi sa generáciami \(OGRE\)](#), vplyvy na strednom horizonte sú vyhodnocované prostredníctvom [ekonometrického modelu RRZ](#).

³ Verejné financie sa nachádzajú v pásme vysokého rizika a bez konsolidačných opatrení by deficity pretrvávali v najbližších rokoch na úrovni 5 až 6 % HDP. Verejný dlh by na konci roka 2028 mohol atakovať hranicu 70 percent HDP.

⁴ Verejný dlh nepresahuje 60 percent HDP a deficit verejných financií neprekračuje 3 percentá HDP.

očakávaný vývoj jednotlivých ekonomických veličín po jeho prijatí. **Neprijatie balíčka by prispelo k okamžitému zvýšeniu rizikovej prirážky⁵ na štátne dlhopisy a zhoršovaniu ratingových hodnotení krajiny. Zlý stav verejných financií a jeho ďalšie zhoršovanie, napríklad aj vplyvom demografických zmien, by sa postupne premietol aj do makroekonomického vývoja.** V prostredí rastúcich rizikových prirážok, ktoré by sprevádzali verejné financie zaťažené rýchlo sa zvyšujúcim verejným dlhom, by domácnosti aj firmy čoraz viac tlmili investičnú aktivitu, úrokové náklady by znižovali možnosti verejných zdrojov, vrátane potenciálneho ohrozenia dostatočnej úrovne čerpania prostriedkov⁶ z eurofondov či finančných zdrojov z Plánu obnovy a odolnosti. Domácnosti by vo väčšej miere uprednostňovali spotrebu, firmy by v snahe znižovať náklady tlmili rast miezd.

Ako veľmi ublíži konsolidačný balíček ekonomike

Pomocou [makroekonomického prognostického modelu RRZ](#) sme vyčíslili očakávané dopady prijatia konsolidačného balíčka na slovenskú ekonomiku v priebehu najbližších rokov. Porovnali sme scenár predpokladaného vývoja ekonomiky po prijatí balíčka s možným vývojom bez jeho prijatia.

Štruktúra predstaveného konsolidačného balíčka s ťažiskom na príjmovej strane predurčuje rozsah a načasovanie negatívnych dopadov balíčka na reálnu ekonomiku. **Hoci konsolidačný balíček predstavuje opatrenia pre rok 2025, najviac zasiahne ekonomiku až v roku 2026, kedy bude jej rast slabší o 0,65 percentuálneho bodu v porovnaní s očakávaním bez konsolidácie⁷.** Negatívne prejavy jednorazového balíčka budú na ekonomike viditeľné ešte dva roky po jeho prijatí, kedy tempo rastu ekonomiky po konsolidácii stále nedosiahne očakávaný rast bez konsolidácie ([Graf 1](#)). V ďalších rokoch sa začne vo väčšej miere prejavovať pozitívny dôsledok konsolidácie – nižšia riziková prirážka ([Graf 8](#)) – čo následne v roku 2028 pomôže k rýchlejšiemu ekonomickému rastu v porovnaní s očakávaním bez konsolidácie. Celkovo však ekonomika do roku 2028 vplyvom prijatia konsolidačného balíčka stratí približne 1,3 percenta v porovnaní s očakávaním bez konsolidácie.

S konsolidačným balíčkom však prichádzajú aj ďalšie, vopred nevyčísliteľné, no dlhodobé straty na investičnej atraktivite krajiny (a teda aj vyššieho potenciálneho rastu ekonomiky v budúcnosti)

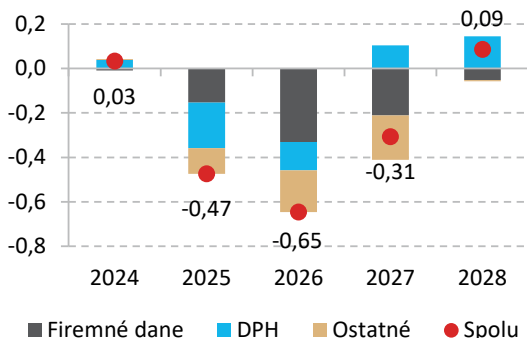
⁵ Kvantifikácia predpokladá, že v prípade implementovania konsolidačného balíčka riziková prirážka na štátne dlhopisy narastie v rozmedzí rokov 2025 až 2028 zo 110 na 130 b.b. Jeho neprijatie by viedlo ku okamžitému nárastu rizikovej prirážky o približne 50 b.b. a jej rýchlejšiemu rastu v nasledujúcich rokoch. V roku 2028 by trhová prirážka dosahovala približne 240 b.b. ([Graf 8](#)) a vzhľadom na rastúci verejný dlh a prehľbujúci sa deficit by ďalej rástla.

⁶ Očakávame, že v najbližších rokoch bude zapojenie súkromného sektora pri čerpaní eurofondov minimálne na úrovni zapojenosti verejného sektora, pričom spolufinancovanie bude z tretiny zabezpečené zo súkromných zdrojov. Prípadný výrazný nárast rizikových prirážok by tak mohol ohroziť úroveň spolufinancovania zo strany súkromného sektora a teda aj celkové čerpanie eurofondov, čo by sa nepriaznivo prejavilo na raste ekonomiky.

⁷ Zjednodušene kvantifikovaný fiškálny multiplikátor dosahujúci v roku 2025 hodnotu približne 0,5 neposkytuje dostatočnú informáciu o tom, ako konsolidačný balíček zasiahne slovenskú ekonomiku. Z technického hľadiska je problematické kombinovať používanie statického (čitateľ, ekonomický rast) a dynamického prístupu (menovateľ, objem balíčka) – v dôsledku tejto kombinácie je výsledná hodnota multiplikátora umelo znížená. Multiplikátor však znižuje aj východisková pozícia, čiže dobrý stav ekonomiky a trhu práce ([IMF \(2023\)](#)) a čerpanie plánu obnovy v rokoch 2025 a 2026, avšak primárnym dôvodom sú štruktúra kvantifikovaného konsolidačného balíčka a efekt rizikovej prirážky. Z hľadiska štruktúry ide najmä o výrazný podiel firemných daní, ktoré škodia hlavne v druhom až treťom roku od zavedenia ([IMF \(2014\)](#)), čo môže byť v prípade kapitálovo-náročných ekonomík výraznejšie ([OECD \(2023\)](#)). Veľkosť krátkodobého fiškálneho multiplikátora taktiež znižuje aj efekt nižších rizikových prirážok v porovnaní s tým, čo by krajina očakávala bez jeho prijatia a taktiež aj jeho kredibilita z pohľadu finančných trhov a medzinárodných inštitúcií ([ECB \(2012\)](#)). Ďalším dôvodom nižšieho multiplikátora napriek redukcii sociálnych transferov a spomaľovaniu valorizácie plátov vo verejnej správe je výrazné zvýšenie adresnosti pomoci rodinám, dobrá finančná situácia domácností a prehrievanie trhu práce. Porovnávanie dopadov na ekonomiku prostredníctvom staticko-dynamicky napočítaného multiplikátora v prvom roku je nevalidné aj z dôvodu chýbajúceho porovnania voči scenáru bez konsolidácie.

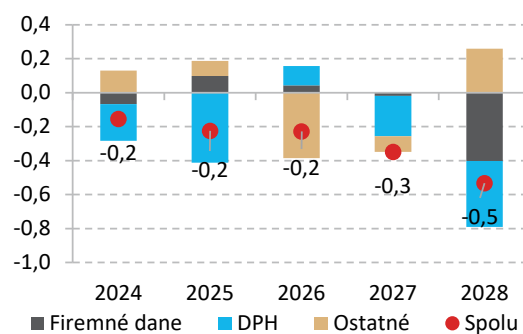
vďaka zavádzaniu nesystémových daní s nejasnými efektmi či znehľadňovaním celého daňového systému.

Graf 1: Príspevok konsolidačného balíčka k rastu reálneho HDP (v p.b.)



Zdroj: RRZ (ECM)

Graf 2: Príspevok konsolidačného balíčka k r-g diferenciálu (v p.b.)



Zdroj: RRZ (ECM)

Skupina „Ostatné“ zahŕňa opatrenia na výdavkovej strane (sociálna oblasť, mzdy v štátnej správe a zdravotníctve), zvýšené opatrenia na príjmovej strane (diaľničné známky, mýta, stropy pre odvody) a interakčný člen. Definícia skupiny je použitá v rámci celej kapitoly.

Zároveň platí, že aj súčasná štruktúra konsolidačného balíčka zabezpečí pokles tzv. r-g diferenciálu, nazývaného aj „efekt snehovej gule“, čiže rozdielu medzi úročením verejného dlhu a rastom ekonomiky⁸ (Graf 2). Vďaka konsolidácii dosiahneme trvalo nižšie úročenie dlhu (Graf 8), ktoré bude spolu s vyšším ekonomickým rastom na konci horizontu prispievať k spomaleniu tempa rastu zadlženia v porovnaní s tým, čo by sme očakávali bez konsolidácie.

V roku 2025 bude ekonomika čeliť 5-percentnej inflácii, pričom konsolidačný balíček k nej prispeje 0,8 percentuálnymi bodmi, primárne v dôsledku zvýšenia DPH⁹ (Graf 3). Napriek tomu, že v budúcom roku to bude vyššia DPH, ktorá bude tmiť rast ekonomiky (Graf 1), príčinou tak dlho pretrvávajúcich negatívnych dôsledkov jednorazového konsolidačného balíčka je práve výrazný nárast firemných daní¹⁰. V rokoch očakávaného zvýšeného čerpania plánu obnovy sa rast investičnej aktivity v súkromnom sektore vplyvom tohto opatrenia prepadne¹¹ v priemere o 2,5 percentuálneho bodu (Graf 6).

Oslabenie spotreby domácností (Graf 5) bude v roku 2025 ovplyvnené nielen vyššou DPH, ale aj ostatnými opatreniami konsolidačného balíčka – redukciou sociálnych transferov a pomalšou valorizáciou miezd vo verejnej správe (Graf 4). V ďalších rokoch¹² sa v jej raste budú negatívne

⁸ V prípade jeho negatívnej hodnoty, čiže pokiaľ ekonomika rastie rýchlejšie než úrokové sadzby, za ktoré sa financuje jej dlh, to znamená, že dlh je na udržateľnej trajektórii, resp. jeho znižovanie je ľahšie dosiahnuteľné.

⁹ Vysvetľuje dve tretiny relatívne vyššej inflácie. Inflačné tlaky sú čiastočne tlmené očakávanými energodotáciami.

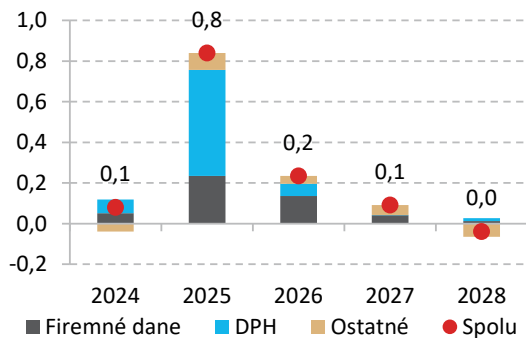
¹⁰ V rámci makroekonomickej kvantifikácie balíčka pojem zahŕňa daň z príjmu právnických osôb, daň z finančných transakcií a špeciálny odvod pre regulované odvetvia.

¹¹ Relatívny rast investícií je ovplyvnený aj zmenou preferencií v dôsledku rastu rizikových prirážok v scenári bez konsolidácie, čo by viedlo k presunu aktivity od investovaniu ku spotrebe. Rozdiely v raste investícií sú navýšené o efekt vyššieho tempa rastu spotreby bez konsolidácie, vďaka čomu sú ku koncu horizontu prognózy pozitívne.

¹² Väčšia magnitúda relatívneho prepadu spotreby je ovplyvnená aj scenárom bez konsolidácie – v ňom by sa vďaka rastúcim rizikovým prirážkam presunula preferencia subjektov od investíciám ku spotrebe, pričom zmeny v preferenciách rastú v čase. Rozdiely v raste spotreby sú v neskorších rokoch navýšené o efekt vyššieho tempa rastu spotreby v scenári bez konsolidácie, v dôsledku čoho sú aj po roku 2025 negatívne.

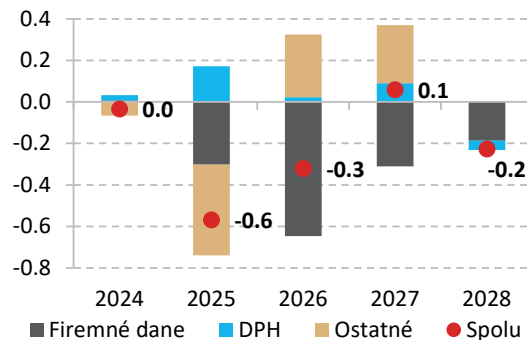
prejavovať tzv. *dynamické efekty* vyšších firemných daní, čiže sekundárne prejavy opatrenia v podobe zvyšovania cien zo strany firiem (Graf 3) či pomalšieho tempa rastu nominálnych miezd¹³ (Graf 4).

Graf 3: Príspevok konsolidačného balíčka k inflácii (v p.b.)



Zdroj: RRZ (ECM)

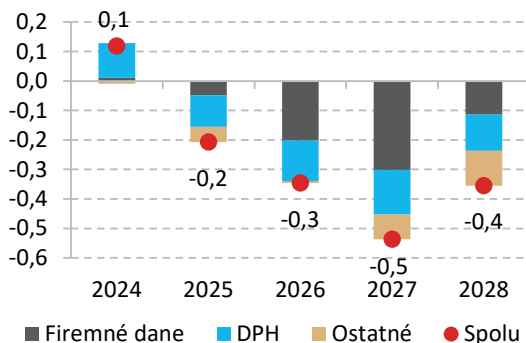
Graf 4: Príspevok konsolidačného balíčka k rastu nominálnej mzdy (v p.b.)



Zdroj: RRZ (ECM)

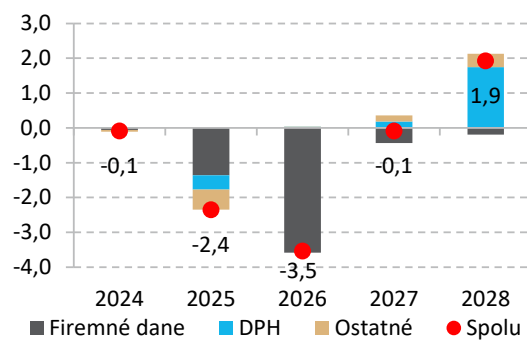
Zvýšenie firemných daní je preto v konečnom dôsledku proinflačné (Graf 3), znižujúce konkurencieschopnosť a oslabujúce trh práce (Graf 4, Graf 7). Časť zvýšených nákladov totiž firmy prenášajú do cien svojich produktov, či znižovania nákladov prostredníctvom pomalšieho rastu nominálnych miezd (v priemere o 0,36 p.b., Graf 4) či zamestnanosti (0,1 p.b.). Slabšia investičná aktivita spomaľuje tempo rastu zamestnanosti (Graf 7). Navyše, zavádzaním nesystémových daní s nejasnými dopadmi či nespřehľadňovaním celého daňového systému znižuje atraktivitu ekonomiky z pohľadu zahraničných investorov¹⁴, čo trvalo oslabuje rastový potenciál krajiny.

Graf 5: Príspevok konsolidačného balíčka k rastu reálnej spotreby domácností (v p.b.)



Zdroj: RRZ (ECM)

Graf 6: Príspevok konsolidačného balíčka k rastu reálnych súkromných investícií (v p.b.)



Zdroj: RRZ (ECM)

Aj keď očakávaný príspevok vyšších firemných daní k príjmom rozpočtu je v roku 2025 o približne polovicu vyšší oproti príspevku z vyššej DPH, ich pozitívny príspevok ku poklesu r-g diferenciálu je na horizonte kvantifikácie zanedbateľný¹⁵ v porovnaní s príspevkom vyššej DPH (Graf 2). Znamená to, že

¹³ V dôsledku prijatia balíčka do roku 2028 strata zamestnanca na priemernej mzde dosiahne 19 eur, kumulatívne 770 eur. V porovnaní s očakávaním bez konsolidácie dovtedy trh práce opustí o približne 2600 osôb viac.

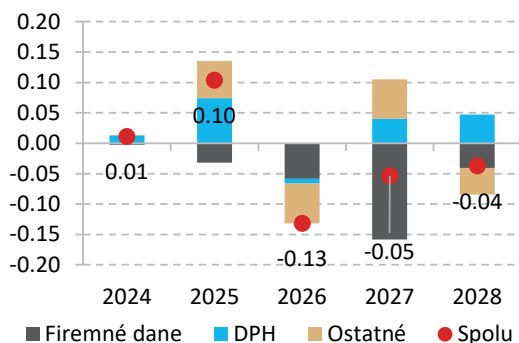
¹⁴ Množstvo (zahraničných) investícií, o ktoré týmto opatrením môže krajina v budúcnosti dôjsť, hodnotíme ako významné negatívne riziko kvantifikácie. Na druhej strane, očakávaný výnos zo zavádzanej transakčnej dane môže byť z dôvodu behaviorálnych zmien nižší než očakávaný na základ.

¹⁵ Porovnateľným prínosom ku poklesu r-g diferenciálu je navýšenie firemných daní až v roku 2028.

zvýšenie DPH je výrazne efektívnejším nástrojom v konsolidácii, nakoľko dlhodobo neznižuje rastový potenciál krajiny.

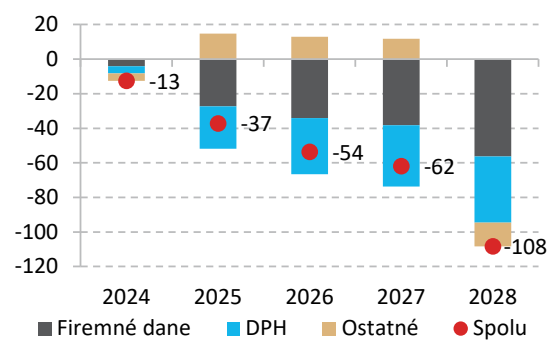
Počnúc rokom 2028 bude konsolidácia prispievať k vyššiemu rastu, než by ekonomika dosiahla bez konsolidácie (Graf 1). Hoci pozitíva konsolidácie (nižšia riziková prirážka, Graf 8) budú čoraz viac prevažovať nad negatívami (strata na raste ekonomiky, Graf 1), štruktúra kvantifikovaného konsolidačného balíčka postaveného z veľkej časti na navyšovaní príjmov prostredníctvom presúvania záťaže na firmy, bude viesť k trvalému poklesu potenciálu ekonomiky¹⁶.

Graf 7: Príspevok konsolidačného balíčka k rastu zamestnanosti (v p.b.)



Zdroj: RRZ (ECM)

Graf 8: Príspevok konsolidačného balíčka k poklesu trhových rizikových prirážok (v p.b.)



Zdroj: RRZ (ECM)

Výrazný nárast firemných daní znižuje investičnú aktivitu, atraktivitu krajiny z pohľadu investorov ako aj konkurencieschopnosť slovenskej ekonomiky na globálnom trhu. Zároveň má negatívny vplyv na dynamiku trhu práce a z hľadiska daných opatrení je pre rast najškodlivejší¹⁷ - ekonomické straty vyplývajúce z prijatia jednorazového balíčka bude ekonomika pociťovať ešte ďalších osem rokov, čo zvyšuje potrebu dodatočného konsolidovania v neskoršom období.

V kombinácii s plánovaným rýchlym tempom a veľkým objemom konsolidácie v budúcich rokoch tak môže byť úspešnosť ozdravovania verejných financií v budúcnosti ohrozená¹⁸, najmä pokiaľ by bolo vedené jednostranne.

Konsolidačné opatrenia môžeme rozdeliť na tie, pri ktorých je možné očakávať zásadnejší negatívny dopad na ekonomiku, a na opatrenia s pozitívnym, prípadne menej škodlivým ekonomickým dopadom. Podľa kvantifikácie RRZ dosahuje v roku 2025 podiel viac škodlivých opatrení v schválenom konsolidačnom balíčku 45 percent¹⁹.

Skúsenosti rozvinutých krajín hovoria, že úspešné konsolidácie obsahujú vysoký podiel menej škodlivých opatrení. Bývajú viac zamerané na redukciiu výdavkov než navyšovanie príjmov, a to najmä v prípade krajín s vyššou mierou redistribúcie zdrojov. Na príjmovej strane by sa vláda vyhnúť zvyšovaniu daní zaťažujúcich ekonomickú aktivitu – práca, podnikanie – a skôr uprednostniť zdaňovanie spotreby, majetku či negatívnych externalít. Na výdavkovej strane sa neodporúča

¹⁶ Do roku 2028 ekonomika v dôsledku konsolidácie stratí 1,3 percenta v porovnaní bez konsolidácie a cenová úroveň bude o 1,2 percentuálneho bodu vyššia. Z trhu práce dovedty odíde o 2600 osôb viac a mesačná strata na hrubej mzde dosiahne v roku 2028 19 eur (celkovo za 4 roky zamestnanec stratí približne 770 eur).

¹⁷ OECD (2011), MMF (2023), Hagemann (2012)

¹⁸ Rondón-Moreno (2022), Fonseca (2020), Andrés et al. (2020), OECD (2011), Maebayashi (2023),

¹⁹ Ide o čisto statickú kvantifikáciu podielu dopadu jednotlivých opatrení na očakávané saldo verejnej správy.

znižovanie investícií, vlády by sa mali zamerať na zvyšovanie adresnosti sociálnych transferov či šetriť na vlastnej obsluhu a aparáte²⁰.

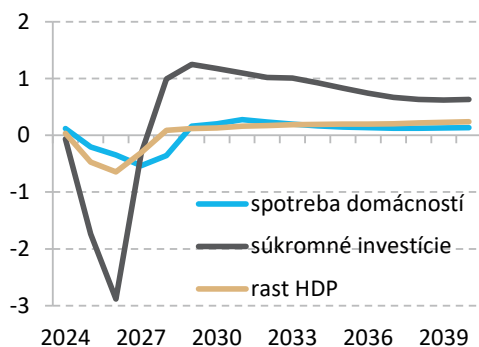
Prečo sa konsolidácia oplatí aj pri súčasnej štruktúre (dlhodobý pohľad)

Pomocou [dlhodobého makroekonomického modelu RRZ](#) sme vyčíslili očakávané dopady prijatia balíčka na slovenskú ekonomiku v horizonte do roku 2040. Porovnali sme dlhodobé scenáre predpokladaného vývoja ekonomiky po prijatí balíčka s možným vývojom bez jeho prijatia.

Výsledkom je zistenie, že napriek dočasným stratám na ekonomickom raste či blahobyte spoločnosti je predstavený balíček v dlhodobom horizonte prospešný pre ekonomiku, verejné financie aj spoločnosť. **Prínos trvalo nižšej rizikovej prirážky²¹ pre investičnú aktivitu súkromného sektora a rastový potenciál ekonomiky (Graf 9) bude v ďalších rokoch prekonávať ich straty zapríčinené zvýšením firemných daní.** V dôsledku toho ekonomika dosiahne svoju úroveň bez balíčka začiatkom budúcej dekády.

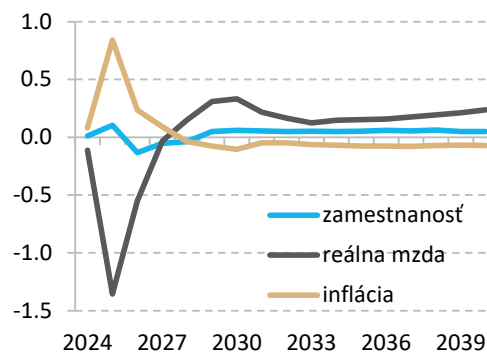
Nižšie rizikové prirážky (Graf 13) budú odmenou za snahu udržať v priebehu najbližších dvoch dekád deficit verejných financií pod hranicou 3 percent HDP a verejný dlh v akceptovateľnom pásme²² nad úrovňou požadovanou maastrichtským kritériom. V dlhodobom horizonte nižšie rizikové prirážky prispievajú v priemere o 0,6 percentuálneho bodu vyššej investičnej aktivite súkromného sektora (Graf 9) v porovnaní so stavom bez konsolidácie. To bude stimulovať aj zamestnanosť, ktorej rast sčasti vykompenzuje straty súvisiace s výpadkom pracovnej sily z dôvodu starnutia populácie (Graf 10).

Graf 9: Príspevok konsolidačného balíčka k rastu spotreby, súkromných investícií a HDP (v p.b.)



Zdroj: RRZ (ECM, OGRE)

Graf 10: Príspevok konsolidačného balíčka k rastu zamestnanosti, reálnych miezd a inflácie (v p.b.)



Zdroj: RRZ (ECM, OGRE)

Spotreba domácností bude po zotavení z konsolidačného šoku dosahovať rovnaké tempá rastu²³ ako v prípade nekonsolidovania (Graf 9). V dlhodobom horizonte tak ekonomika bude vo výsledku rásť

²⁰ [MMF \(2023\)](#), [Hagemann \(2012\)](#)

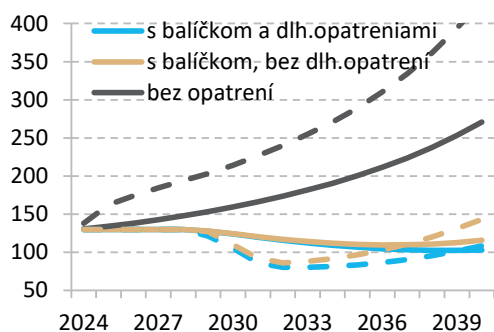
²¹ Za predpokladu dlhodobého plnenia deficitného kritéria (a teda aj dodatočnej konsolidácie v ďalších rokoch) by trhová riziková prirážka účtovaná nad úroveň bezrizikových 10-ročných bezkupónových dlhopisov krajín s najvyšším (AAA) ratingom mohla do roku 2040 klesnúť ku hranici 80 základných bodov (Graf 13). Pre účely kvantifikácie balíčka preberáme odhady o dlhodobom vývoji bezrizikových výnosov od [ECB](#).

²² V prostredí nízkych rizikových prirážok (Graf 13), postupne klesajúcich ku 80 základným bodom, by verejný dlh prekonal v roku 2040 úroveň 66 percent HDP (Graf 11).

²³ Znamená to, že v dlhodobom horizonte bude medziročný rast spotreby domácností po prijatí konsolidačného balíčka schopný držať krok s vyšším tempom rastu spotreby v scenári bez konsolidácie – kde sa aktivity ekonomických subjektov

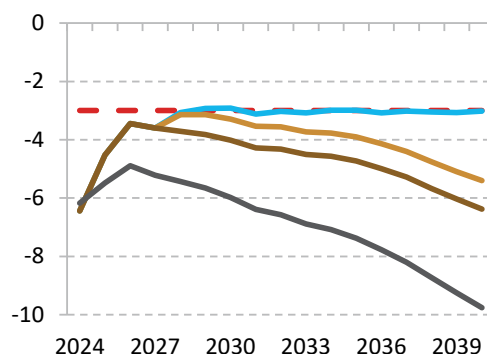
v priemere o takmer 0,2 percentuálneho bodu rýchlejšie v porovnaní s očakávaním bez konsolidácie. Nižšie rizikové prirážky budú znamenať aj nižšie náklady pre firmy (Graf 9). To bude v konečnom dôsledku dlhodobo viesť ku v priemere o 0,1 percentuálneho bodu pomalšiemu rastu cien produktov resp. o 0,1 percentuálneho bodu rýchlejšiemu tempu rastu nominálnych miezd v porovnaní s očakávaním bez konsolidácie (Graf 10).

Hodnotenie makroekonomických dopadov predstaveného konsolidačného balíčka vychádza z predpokladu najpravdepodobnejšieho scenáru politiky vlády v nasledujúcich rokoch. Teda rešpektuje politický cyklus, vrátane volebného roku 2027 a snahy ďalších vlád o pokračovanie v ozdravovaní verejných financií s cieľom dosiahnuť a udržať deficit verejných financií na 3 percentách HDP (Graf 12).

Graf 11: Vývoj verejného dlhu (v % HDP)


— s balíčkom, stredno+dlhod.opatrenia — s balíčkom, strednod.opatrenia — len balíček — bez balíčka a opatrení

Zdroj: RRZ (ECM, OGRE)

Graf 12: Vývoj deficitu verejných financií (v % HDP)


Zdroj: RRZ (ECM, OGRE)

Predstavený konsolidačný balíček sám nestačí na pokles deficitu verejných financií k úrovni 3 percent HDP²⁴ (Graf 12). Ani ďalšie konsolidačné opatrenia prijímané medzi rokmi 2026 až 2028 s cieľom dosiahnuť 3 percentný deficit verejných financií nebudú v neskorších rokoch postačujúce na trvalé udržanie deficitu verejných financií pod uvedenou hranicou (Graf 12) – v porovnaní s rokom 2028 by sa do roku 2040 primárny deficit takmer zdvojnásobil²⁵ a deficit by prekonal 5 percent HDP (Graf 12). Dôvodom budú prebiehajúce demografické zmeny, ktoré navyšujú tempo rastu verejných výdavkov a tlmia rast ekonomiky a daňových príjmov.

Udržanie deficitu verejných financovaní dlhodobo pod hranicou 3 percent HDP tak bude vyžadovať prijímanie ďalších ozdravných opatrení po roku 2028.

Dodržanie 3 percentného deficitu nebude v dôsledku pomalého rastu ekonomiky stačiť na stabilizáciu verejného dlhu pod úrovňou 60 percent HDP²⁶ - ten sa do roku 2040 priblíži ku hranici 70 percent HDP a bez dodatočných opatrení bude rásť ďalej (Graf 11).

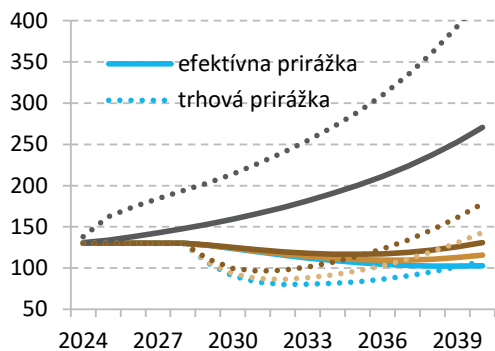
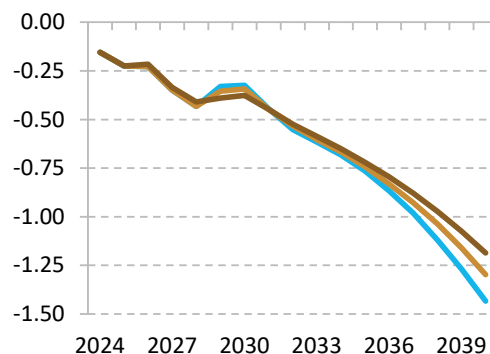
v dôsledku vysokých rizikových prirážok presúvajú od investícií ku spotrebe. V prípade investícií zmena preferencií v scenári bez konsolidácie zväčšuje dopady kvantifikovaného balíčka.

²⁴ Do roku 2040 by bez prijímania dodatočných opatrení nad rámec konsolidačného balíčka primárny deficit narástol z 1,5 percenta HDP v roku 2027 na 2,9 percenta HDP a verejný dlh by v tom čase dosiahol 84 percent HDP (Graf 11).

²⁵ Do roku 2040 by primárny deficit narástol z 1,5 percenta HDP v roku 2028 na 2,4 percenta HDP.

²⁶ Na to by musela reálna ekonomika rásť 3,2 percenta ročne, t.j. takmer dvojnásobok oproti očakávanému priemernému rastu reálneho HDP medzi rokmi 2025 až 2040 (približne 1,9 percenta).

Na stabilizáciu dlhu pod 60 percentami HDP by ekonomika musela v nasledujúcich rokoch rásť výrazne rýchlejšie²⁷ resp. deficit by sa musel v priebehu najbližšej dekády dlhodobo udržiavať pod 2,5 percentami HDP.

Graf 13: Vývoj rizikových prirážok (v b.b.)

Graf 14: r-g diferenciál (p.b., zmena oproti NPC)


— s balíčkom, stredno+dlhod.opatrenia — s balíčkom, strednod.opatrenia — len balíček — bez balíčka a opatrení

Zdroj: RRZ (ECM, OGRE)

Zdroj: RRZ (ECM, OGRE)

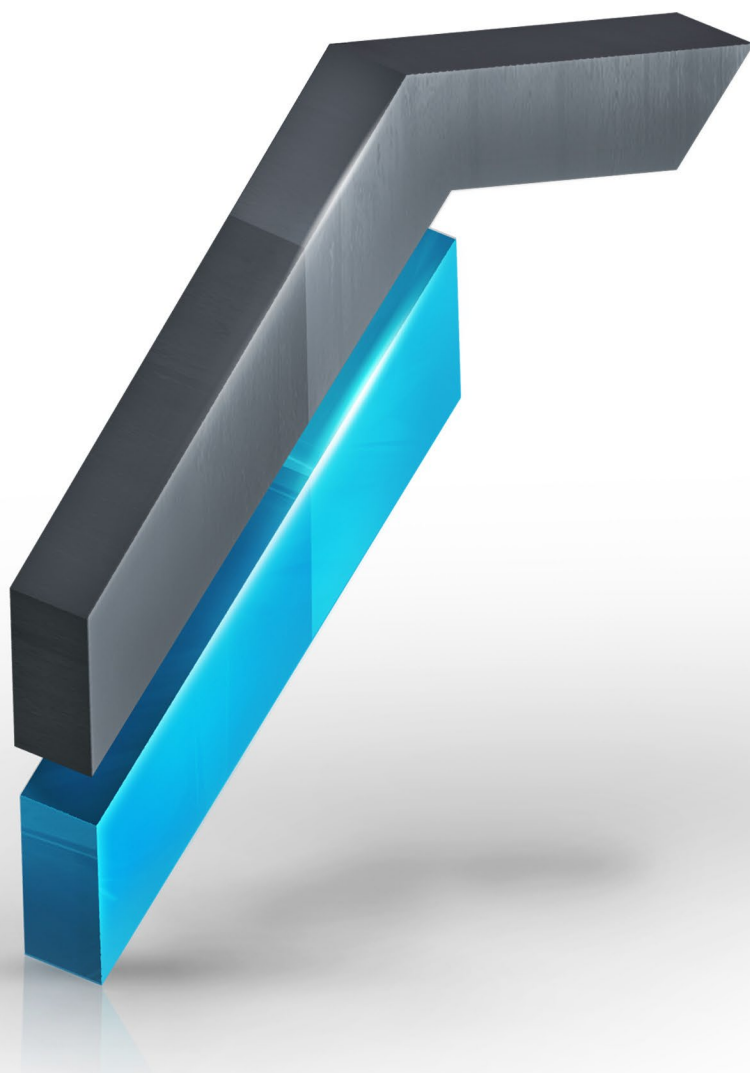
Navyše, na vytvorenie rezervy dostatočnej na zvládanie neočakávaných budúcich kríz či fiškálnych a makroekonomických výziev prichádzajúcich s prebiehajúcimi demografickými zmenami, bude nevyhnutné prijať v priebehu najbližších dvoch dekád dodatočné opatrenia, čiže trvalé zmeny v nastavení výdavkových a príjmových politík, ktoré do roku 2040 zabezpečia zníženie dlhu ku hranici 50 percent HDP.

Odloženie ozdravovania verejných financií by znamenalo nárast rizikovej prirážky²⁸ a rizika defaultu na záväzky vlády, či zníženie atraktivity krajiny z pohľadu zahraničia²⁹. Prijatie konsolidačného balíčka tak v dlhodobom horizonte pomôže zmierneniu tempa zadlžovania nielen vďaka trvalo nižšiemu deficitu, ale aj prostredníctvom nižšej úrokovej sadzby a vyššieho rastu ekonomiky, čiže poklesom tzv. r-g diferenciálu ([Graf 14](#)).

²⁷ Očakávame, že bez prijatia dodatočných opatrení stabilizujúcich deficit na úrovni 3 percent HDP by verejný dlh v tom čase prekonal 80 percent HDP ([Graf 11](#)).

²⁸ V prípade, že by vlády v priebehu najbližších 15 rokov nekonsolidovali, verejný dlh by sa do roku 2040 priblížil ku 115 percentám HDP. Nebolo by to len z dôvodu vysokých, takmer 4,5 percentných primárnych deficitov, ale aj kvôli rastúcej rizikovej prirážke – tá by v tom čase dosahovala 350 základných bodov. Za takýchto podmienok by bola schopnosť vlád prefinancovať sa na trhoch ohrozená už skôr, [začiatkom budúcej dekády](#), a to len za predpokladu, že by vlády dovtedy [neprijímali ďalšie opatrenia zhoršujúce udržateľnosť verejných financií](#).

²⁹ Čoraz drahšie úverovanie by predražovalo investície, spomaľovalo rast reálnych miezd, prispievalo k nárastu nezamestnanosti a poklesu životnej úrovne domácností. Z pohľadu vlády by to v prostredí starnúcej populácie znamenalo vynakladať výrazne viac prostriedkov na obsluhu dlhu, čím by sa jej zmenšoval priestor na financovanie dosiahnutej úrovne verejných služieb a sociálnych politík.



© Kancelária Rady pre rozpočtovú zodpovednosť

TWIN CITY B

Mlyské nivy 12

821 09 Bratislava

Slovakia

www.rrz.sk