

Výskumná štúdia NBS 9/2019

Fiškálna politika a nominálna časová prémia

Roman Horváth, Lorant Kaszab, Ales Maršál

© Národná banka Slovenska 2019
research@nbs.sk

Táto publikácia je dostupná na internetovej stránke NBS
<https://www.nbs.sk/sk/publikacie/publikacie-vyskumu>

Prezentované názory a výsledky v tejto štúdii sú názormi autora a nevyjadrujú
oficiálne stanovisko Národnej banky Slovenska.

Práca neprešla jazykovou úpravou.

Krátke časti textu, nie viac ako dva odseky, môžu byť citované bez predchádzajúceho
súhlasu autorov, pokiaľ bude úplne uvedený zdroj.

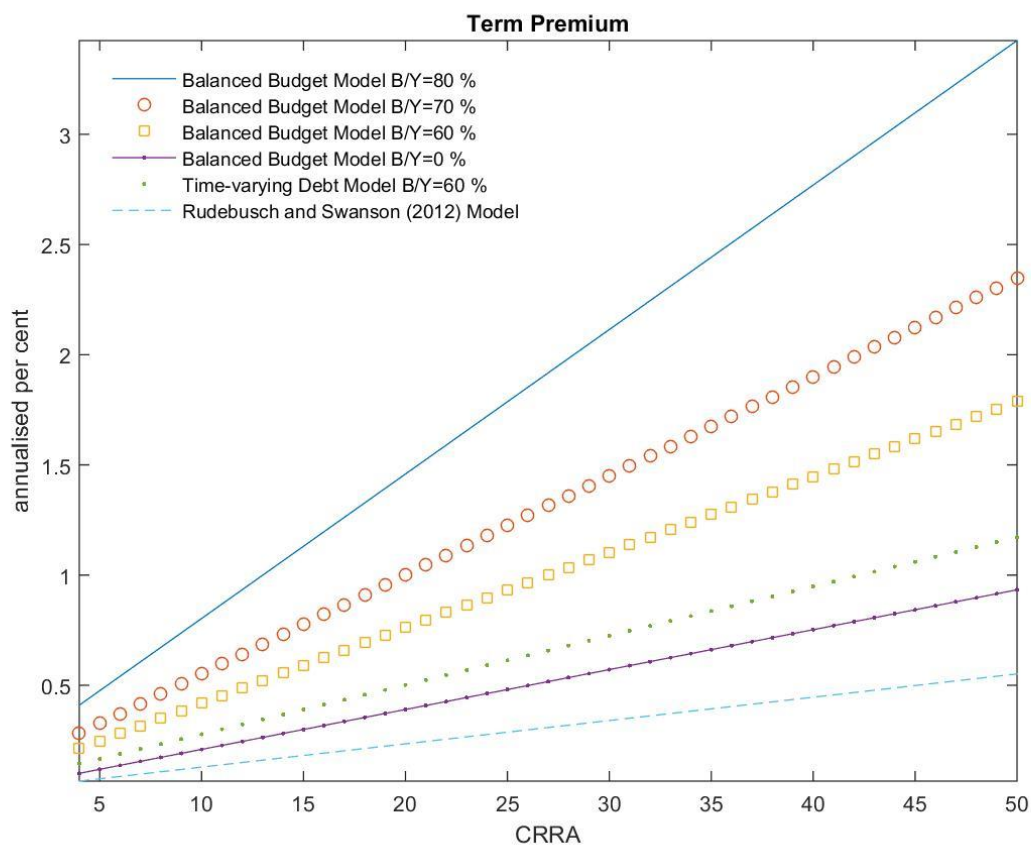
Netechnické zhrnutie

Výnosová krivka je dôležitou súčasťou transmisného mechanizmu menovej politiky, keďže je jadrom spojenia medzi hlavným menovým inštrumentom a agregátnym dopytom. Štandardne sa predpokladá, že menová politika ovplyvňuje výnosovú krivku cez krátkodobú úrokovú sadzbu, ktorá je v podstate regulovanou cenou menovej autority. Dlhodobé sadzby nie sú potom nič iné než očakávané krátkodobé sadzby v budúcnosti upravené o mieru rizika. Preto podstata riadenia menovej politiky spočíva vo vysvetľovaní čo určuje úroveň (budúce krátkodobé sadzby) a tvar (neistota budúcich sadzieb) výnosovej krivky. Napriek tomu, teoretická literatúra o makrofinančných modeloch po celé desaťročia nedokázala vysvetliť pozitívny priemerný sklon výnosovej krivky.

Naša štúdia vrhá nové svetlo na túto dlhotrvajúcu tzv. záhadu dlhopisovej prémie v makrofinančnej literatúre (vid' Backus, Gregory and Zin (1989), a Den-Haan (1995)). Poukazujeme na to, že fiškálna politika, konkrétne výška vládneho dlhu a spôsob ako je financovaný, značne ovplyvňujú požadovanú kompenzáciu rizika (časovú prémii) pre investorov do vládnych dlhopisov. Aby sa podarilo vysvetliť výšku pozorovanej časovej prémie, v štandardných modeloch bolo treba predpokladať nadmernú averziu investorov k riziku. Zatiaľ čo v našom modeli s prepracovanejším fiškálnym blokom vychádza koeficient relatívnej averzie k riziku v súlade s údajmi na mikroúrovni. Aby sme čo najviac priblížili náš teoretický model k empirickým údajom, štrukturálne parametre odhadujeme pomocou zovšeobecnenej metódy momentov.

Graf 1 ukazuje vzťah medzi koeficientom relatívnej averzie voči riziku a nominálnou časovou premiou podľa odhadnutých modelov. V ekonomike s vyrovnaným rozpočtom a nízkym dlhom v pomere k HDP stačí nízka kompenzácia za riziko investície do nominálnych dlhopisov s dlhšou maturitou, aj keď investori sú nadmerne averzní k riziku (príkladom takejto ekonomiky je model Rudebuscha a Swansona).

Graf 1. Vzťah medzi koeficientom relatívnej averzie voči riziku a nominálnou časovou prémieou podľa odhadnutých modelov



Avšak keď celková zadlženosť krajiny je vysoká, alebo sa úroveň dlhu v čase značne mení, investori budú držať nominálne dlhopisy s dlhšou maturitou iba ak dlhopisy poskytnú dodatočnú časovú prémieu. Zdroj rizika pochádza zo skutočnosti, že vyššia a príliš neistá úroveň dlhu zhoršujú kvalitu dlhopisov ako prostriedku pre tvorbu úspor. Deformačné dane a vysoká úroveň dlhu zvyšujú infláciu a znižujú produkciu ekonomiky v modeli. Dlhopisy s dlhou maturitou, ako aj úspory, preto strácajú reálnu hodnotu v časoch keď produkcia klesá a zosilňujú kolísanie bohatstva investorov.