

NBS Working paper  
14/2025

# Časové rozlíšenie splatnosti dlhu a multiplikátory vládnej spotreby

Morteza Ghomi, Jochen Mankart, Rigas Oikonomou,  
Romanos Priftis

© Národná banka Slovenska 2025  
[research@nbs.sk](mailto:research@nbs.sk)

Táto publikácia je dostupná na internetovej stránke NBS  
[www.nbs.sk/en/publications-issued-by-the-nbs/research-publications](http://www.nbs.sk/en/publications-issued-by-the-nbs/research-publications)

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

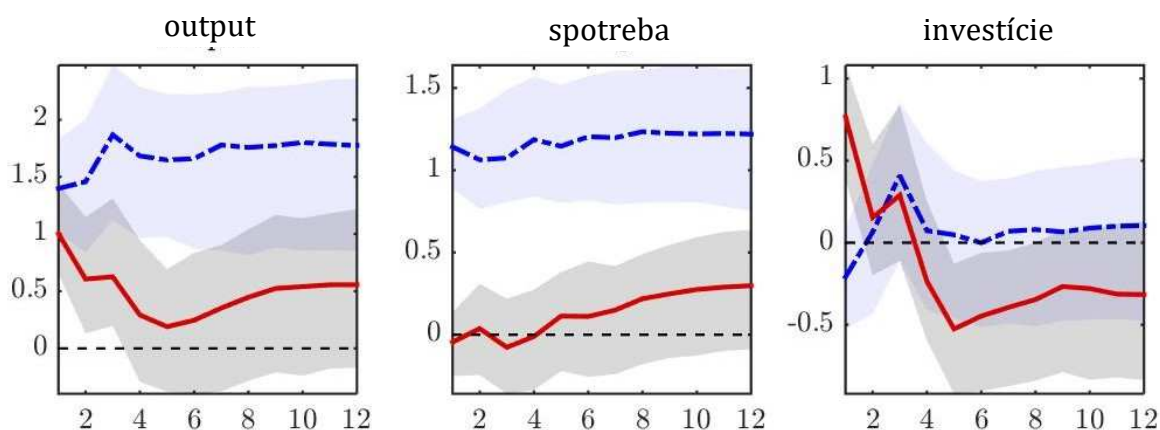
## Netechnické zhrnutie

Táto štúdia sa zaoberá tým, ako dĺžka splatnosti verejného dlhu ovplyvňuje účinnosť fiškálnej politiky, najmä veľkosť tzv. fiškálneho multiplikátora. Multiplikátor vyjadruje, o koľko vzrastie ekonomický výkon, keď vláda zvýši svoje výdavky. Predchádzajúce štúdie sa venovali napríklad progresivite daní, režimu výmenných kurzov alebo zdrojom financovania dlhu. My sa zameriavame na faktor splatnosti dlhu, teda na to, či vláda financuje výdavky krátkodobým alebo dlhodobým dlhom. Táto otázka bola doteraz skúmaná len veľmi málo.

Na údajoch z povojnových USA používame dve navzájom sa dopĺňajúce empirické stratégie. Najprv využívame stavovo závislý štrukturálny VAR model (SVAR), kde šoky vo vládných výdavkoch identifikujeme pomocou správ o vojenských výdavkoch a berieme do úvahy pomer krátkodobého k dlhodobému štátnemu dlhu. Šok považujeme za krátkodobý financovaný, ak sa tento pomer zvýši, a za dlhodobý financovaný, ak klesne. Takto skúmame, ako sa rozdielna splatnosť dlhu premieta do reakcie HDP, spotreby a investícií.

Naše základné zistenie (Obrázok 1) je, že ak sú vládne výdavky financované krátkodobým dlhom, fiškálny multiplikátor je výrazne vyšší a často prevyšuje hodnotu 1. Pri financovaní dlhodobým dlhom je multiplikátor pod jednotkou. Tento rozdiel je spôsobený najmä správaním domácností: pri krátkodobom financovaní výrazne rastie súkromná spotreba, zatiaľ čo pri dlhodobom nie. Investície sa v oboch prípadoch výrazne nemenia.

Obrázok 1: Kumulatívne multiplikátory



Výsledky zostávajú stabilné aj vtedy, keď do modelu pridáme ďalšie makroekonomické ukazovatele, ako sú reálne mzdy, krátkodobé a dlhodobé úrokové sadzby alebo deflátor HDP. Rozdiel medzi krátkodobým a dlhodobým financovaním zostáva najmä v strednodobom a dlhšom horizonte výrazný.

Druhou stratégiou je prístup založený na metóde lokálnych projekcií, kde šoky vládnych výdavkov kombinujeme s oneskorenou hodnotou pomeru krátkodobého k dlhodobému dlhu. Keďže tento pomer je v USA stabilný, výsledky opäť potvrdzujú náš hlavný záver: krátkodobé financovanie prináša vyššie multiplikátory, a to najmä vďaka spotrebe. Robustnosť testujeme viacerými spôsobmi: i) na rôznych časových obdobiach, ii) s rôznymi režimami menovej politiky ako aj iii) s odlišnými definíciami krátkodobého dlhu. Výsledok sa nemení.

Na vysvetlenie týchto zistení konštruujeme teoretický model v prostredí novej keynesiánskej ekonómie, kde domácnosti čelia neočakávaným výdavkom a môžu sporiť buď v krátkodobých, alebo dlhodobých štátnych dlhopisoch. Krátkodobé dlhopisy poskytujú likviditu a bezpečnosť, čo domácnostiam umožňuje lepšie zvládať nečakané výdavky. Zvýšená ponuka krátkodobého dlhu uvoľňuje finančné obmedzenia a podporuje spotrebu. Dlhodobý dlh tieto výhody nemá a môže dokonca znižovať reálnu hodnotu krátkodobých aktív cez infláciu, čím spotrebu tlmí.

Model ukazuje, že veľkosť multiplikátora závisí výrazne od typu dlhu použitého na financovanie. Tento výsledok platí v rôznych nastaveniach menovej a fiškálnej politiky, pri inertnej menovej politike, pri štandardnom Taylorovom pravidle aj vo fiškálne dominovanom prostredí. Pri krátkodobom financovaní sú multiplikátory nad jednotkou, pri dlhodobom pod ňou. To zostáva pravdou aj v prípade, že zohľadníme skresľujúce dane alebo alternatívne definície krátkodobého dlhu.

Posolstvom tejto práce je, že vlády by mali zohľadňovať nielen nákladový a rizikový profil dlhu, ale aj to, ako dĺžka splatnosti ovplyvňuje účinnosť fiškálnej politiky. Krátkodobé financovanie sa ukazuje ako účinnejšie pri podpore rastu, najmä počas recesií alebo keď má menová politika obmedzené možnosti. Zároveň môže znížiť potrebu budúcich daňových zvýšení. Treba však mať na pamäti, že v našej analýze je dlh bezrizikový. Ak by bol rizikový, výhody krátkodobého financovania by bolo nutné vážiť proti riziku refinancovania.

Celkovo ukazujeme, že splatnosť dlhu je kľúčovým faktorom fiškálnych multiplikátorov. Budúci výskum by mal tento mechanizmus preskúmať aj v zložitejších modeloch a doplniť analýzu jeho dopadov na blahobyť.