

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**ANALIZA DINAMIKE JAVNEGA DOLGA IZBRANIH DRŽAV
ČLANIC EVROOBMOČJA**

Ljubljana, maj 2024

MATEJ PETERNELJ

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Matej Peternej, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Analiza dinamike javnega dolga izbranih držav članic evroobmočja, pripravljene v sodelovanju s svetovalcem red. prof. dr. Mitjo Čokom

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravil samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobil vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označil;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnal v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobil soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.
11. da sem preveril verodostojnost informacij, ki izhajajo iz zapisov na podlagi uporabe orodij umetne inteligence.

V Ljubljani, dne _____

Podpis študenta: _____

KAZALO

1	UVOD	1
2	TEORETIČEN PREGLED PROBLEMATIKE JAVNEGA DOLGA	2
2.1	Vzdržnost javnega dolga	2
2.2	Problematika in pomen vrzeli med obrestno mero in gospodarsko rastjo.....	4
2.3	Vpliv javnega dolga na gospodarsko rast	5
3	PREGLED PRETEKLE DINAMIKE IN STRUKTURE JAVNEGA DOLGA	7
3.1	Analiza pretekle dinamike javnega dolga Belgije	7
3.2	Analiza pretekle dinamike javnega dolga Italije	11
3.3	Analiza pretekle dinamike javnega dolga Slovenije	14
3.4	Analiza pretekle dinamike javnega dolga Španije.....	18
3.5	Primerjava višine in strukture javnega dolga izbranih držav v letu 2022	22
4	METODOLOGIJA ANALIZE DINAMIKE JAVNEGA DOLGA	24
4.1	Metodologija analize dinamike javnega dolga	24
4.2	Oblikovanje scenarijev	26
4.2.1	Osnovni scenarij	26
4.2.2	Optimistični scenarij.....	30
4.2.3	Pesimistični scenarij	31
4.3	Definiranje kriterijev za oceno vzdržnosti javnega dolga.....	33
5	PREDSTAVITEV REZULTATOV	35
5.1	Analiza dinamike javnega dolga Belgije.....	35
5.1.1	Projekcija gibanja ravni javnega dolga.....	35
5.1.2	Projekcija stabilizirajočega primarnega salda	37
5.1.3	Projekcija bruto potrebe po financiranju	38
5.2	Analiza dinamike javnega dolga Italije	39
5.2.1	Projekcija gibanja ravni javnega dolga.....	39
5.2.2	Projekcija stabilizirajočega primarnega salda	41
5.2.3	Projekcija bruto potrebe po financiranju	42
5.3	Analiza dinamike javnega dolga Slovenije	43
5.3.1	Projekcija gibanja ravni javnega dolga.....	43
5.3.2	Projekcija stabilizirajočega primarnega salda	45

5.3.3	Projekcija bruto potrebe po financiranju	46
5.4	Analiza dinamike javnega dolga Španije.....	47
5.4.1	Projekcija gibanja ravni javnega dolga	47
5.4.2	Projekcija stabilizirajočega primarnega salda	49
5.4.3	Projekcija bruto potrebe po financiranju	50
5.5	Ocena vzdržnosti javnega dolga.....	51
5.5.1	Kriterij 1: Višina javnega dolga v letu 2032	51
5.5.2	Kriterij 2: Trend rasti javnega dolga	52
5.5.3	Kriterij 3: Zmožnost doseganja stabilizirajočega primarnega salda	53
5.5.4	Kriterij 4: Višina bruto potreb po financiranju v preučevanem obdobju	55
5.6	Priporočila za izboljšanje fiskalne pozicije držav	57
6	SKLEP	57
	LITERATURA IN VIRI.....	59

KAZALO TABEL

Tabela 1:	Struktura javnega dolga izbranih držav	23
Tabela 2:	Osnovni scenarij, napoved višine rasti BDP (v %)	27
Tabela 3:	Osnovni scenarij, napoved deflatorja BDP (v %)	27
Tabela 4:	Osnovni scenarij, napoved nominalne implicitne obrestne mere (v %).....	28
Tabela 5:	Osnovni scenarij, napoved primarnega proračunskega salda (v % BDP).....	29
Tabela 6:	Osnovni scenarij, napoved povprečne dospelosti javnega dolga (v letih)	29
Tabela 7:	Optimistični scenarij, napoved višine rasti BDP (v %).....	30
Tabela 8:	Optimistični scenarij, napoved deflatorja BDP (v %).....	31
Tabela 9:	Optimistični scenarij, napoved nominalne implicitne obrestne mere (v %)	31
Tabela 10:	Optimistični scenarij, napoved primarnega proračunskega salda (v % BDP) ..	31
Tabela 11:	Optimistični scenarij, napoved povprečne dospelosti javnega dolga (v letih) ..	31
Tabela 12:	Pesimistični scenarij, napoved višine rasti BDP (v %)	32
Tabela 13:	Pesimistični scenarij, napoved deflatorja BDP (v %)	32
Tabela 14:	Pesimistični scenarij, napoved nominalne implicitne obrestne mere (v %).....	32
Tabela 15:	Pesimistični scenarij, napoved primarnega proračunskega salda (v % BDP) ...	33
Tabela 16:	Pesimistični scenarij, napoved povprečne dospelosti javnega dolga (v letih) ..	33
Tabela 17:	Doprinos posamezne komponente h gibanju javnega dolga Belgije (v o. t.)....	36
Tabela 18:	Doprinos posamezne komponente h gibanju javnega dolga Italije (v o. t.).....	40
Tabela 19:	Doprinos posamezne komponente h gibanju javnega dolga Slovenije (v o. t.)	44
Tabela 20:	Doprinos posamezne komponente h gibanju javnega dolga Španije (v o. t.) ...	48
Tabela 21:	Višina ravni javnega dolga v letu 2032 (v % BDP)	51

Tabela 22: Za stabilizacijo potrebna fiskalna prilagoditev v Belgiji (v % BDP)	54
Tabela 23: Za stabilizacijo potrebna fiskalna prilagoditev v Italiji (v % BDP)	54
Tabela 24: Za stabilizacijo potrebna fiskalna prilagoditev v Sloveniji (v % BDP)	54
Tabela 25: Za stabilizacijo potrebna fiskalna prilagoditev v Španiji (v % BDP)	55

KAZALO SLIK

Slika 1: Pretekla dinamika javnega dolga Belgije v obdobju 2008–2022 (v % BDP)	8
Slika 2: Belgija, vrednosti r in g v obdobju 2007–2022	10
Slika 3: Belgija, primarni proračunski saldo v obdobju 2007–2022	10
Slika 4: Pretekla dinamika javnega dolga Italije v obdobju 2008–2022 (v % BDP)	12
Slika 5: Italija, vrednosti r in g v obdobju 2007–2022	13
Slika 6: Italija, primarni proračunski saldo v obdobju 2007–2022	13
Slika 7: Pretekla dinamika javnega dolga Slovenije v obdobju 2008–2022 (v % BDP)	16
Slika 8: Slovenija, vrednosti r in g v obdobju 2007–2022	17
Slika 9: Slovenija, primarni proračunski saldo v obdobju 2007–2022.....	17
Slika 10: Pretekla dinamika javnega dolga Španije v obdobju 2008–2022 (v % BDP).....	18
Slika 11: Španija, vrednosti r-in g v obdobju 2007–2022	21
Slika 12: Španija, primarni proračunski saldo v obdobju 2007–2022.....	21
Slika 13: Zadolženost članic EU in evroobmočja leta 2022.....	22
Slika 14: Projekcije gibanja ravni javnega dolga Belgije (v % BDP)	35
Slika 15: Projekcije stabilizirajočega primarnega salda Belgije (v % BDP).....	37
Slika 16: Projekcije gibanja bruto potreb po financiranju Belgije (v % BDP).....	38
Slika 17: Projekcije gibanja ravni javnega dolga Italije (v % BDP)	39
Slika 18: Projekcije stabilizirajočega primarnega salda Italije (v % BDP).....	41
Slika 19: Projekcije gibanja bruto potreb po financiranju Italije (v % BDP).....	42
Slika 20: Projekcije gibanja ravni javnega dolga Slovenije (v % BDP)	43
Slika 21: Projekcije stabilizirajočega primarnega salda Slovenije (v % BDP)	46
Slika 22: Projekcije gibanja bruto potreb po financiranju Slovenije (v % BDP).....	47
Slika 23: Projekcije gibanja ravni javnega dolga Španije (v % BDP).....	48
Slika 24: Projekcije stabilizirajočega primarnega salda Španije (v % BDP)	49
Slika 25: Projekcije gibanja bruto potreb po financiranju Španije (v % BDP).....	50
Slika 26: Indeks gibanja ravni javnega dolga v okviru osnovnega scenarija	52
Slika 27: Indeks gibanja ravni javnega dolga v okviru optimističnega scenarija.....	53
Slika 28: Indeks gibanja ravni javnega dolga v okviru pesimističnega scenarija	53
Slika 29: Osnovni scenarij, višina bruto potreb po financiranju (v % BDP)	55
Slika 30: Optimistični scenarij, višina bruto potreb po financiranju (v % BDP).....	56
Slika 31: Pesimistični scenarij, višina bruto potreb po financiranju (v % BDP).....	56

SEZNAM KRATIC

angl. – angleško

BDP – bruto domači proizvod

ECB – Evropska centralna banka

EU – Evropska unija

IMF – (angl. International Monetary Fund); Mednarodni denarni sklad

1 UVOD

Analiza dinamike javnega dolga oziroma analiza vpliva javnega dolga na preostale ekonomske spremenljivke ter vzdržnost javnega dolga že dlje časa predstavljata pomemben predmet ekonomskih raziskav in ekonomske politike. V zadnjih petdesetih letih se je namreč svetovna raven javnega dolga izrazito povišala (Gaspar in drugi, 2023), kar negativno vpliva na vzdržnost javnega dolga. Z rastjo javnega dolga se namreč povečuje tveganje za nevezdržnost fiskalne politike in financiranja javnega dolga (Cottarelli in Moghadam, 2011). Poleg tega konvencionalna ekonomska teorija rasti javnega dolga pripisuje učinek izrivanja investicij in posledično dolgoročne negativne učinke na gospodarsko rast (Elmendorf in Mankiw, 1998). Še posebej pa je analiza dinamike javnega dolga pomembna za članice monetarne unije. Zaradi pomanjkanja nadzora nad lastno valuto so namreč članice monetarnih unij bolj dovzetne za samouresničujoče likvidnostne krize (De Grauwe in Ji, 2012).

Zaradi zgoraj omenjenih razlogov je analiza dinamike javnega dolga ključna tudi za oblikovanje primernih ukrepov ekonomskih politik v Evropski uniji (v nadaljevanju EU). Veliko pozornosti analizi dinamike javnega dolga zato posvečata tudi organizaciji, kot sta Evropska komisija in Mednarodni denarni sklad (International Monetary Fund, v nadaljevanju IMF).

Visoke ravni javnega dolga predstavljajo tudi tveganje za nevezdržnost servisiranja javnega dolga izbranih držav članic evroobmočja. Gre za štiri države, ki so v preteklosti v času globalne finančne krize že imele težave s financiranjem javnega dolga, in sicer Belgijo, Italijo, Slovenijo in Španijo. Poleg tega Evropska komisija ocenjuje, da obstaja visoko oziroma srednje tveganje za vzdržnost javnega dolga naštetih držav na srednji rok (European Commission, 2023a). Raven javnega dolga naštetih držav se je sicer med letoma 2020 in 2022 nekoliko znižala kot posledica robustnega inflacijskega okrevanja gospodarstva. Kljub temu pa ostaja visoka. Pomembno je tudi poudariti, da se pogoji financiranja javnega dolga zaostrejejo. Kot odgovor na visoko povišanje inflacije je Evropska centralna banka (v nadaljevanju ECB) začela zviševati obrestne mere. Res pa je, da se zaradi strukture javnega dolga negativen vpliv višjih obrestnih mer le postopoma izkazuje v višjih stroških zadolževanja držav (European Commission, 2023a). Poleg višanja obrestnih mer pa bo na rast javnega dolga v prihodnje negativno vplivala tudi rast proračunskih izdatkov iz naslova staranja prebivalstva (Rant in drugi, 2022).

Namen analize dinamike javnega dolga v sklopu tega magistrskega dela je s pomočjo projekcij osnovnega ter dveh alternativnih scenarijev preučiti prihodnjo dinamiko javnega dolga zgoraj naštetih izbranih držav. Prikazal sem tudi projekcije bruto potreb po financiranju in s tem potencialna likvidnostna tveganja. Na podlagi projekcij dinamike javnega dolga in bruto potreb po financiranju sem s pomočjo kombinacije kvalitativnih in kvantitativnih ocen ovrednotil vzdržnost javnega dolga posamezne države v okviru posameznega kriterija.

V ta namen sem oblikoval naslednja raziskovalna vprašanja:

1. Kakšna je pričakovana dinamika javnega dolga izbranih držav?
2. Kakšne so pričakovane likvidnostne potrebe financiranja javnega dolga?
3. Ali je javni dolg izbranih držav vzdržen?
4. Kako optimistični in pesimistični scenarij vplivata na dinamiko, likvidnostne potrebe in vzdržnost?

Za odgovor na postavljena vprašanja sem v drugem poglavju izvedel teoretičen pregled tematike na osnovi relevantne literature. Osredotočil sem se na problematiko vzdržnosti javnega dolga, vrzeli med realno implicitno obrestno mero, tj. za višino deflatorja bruto domačega proizvoda (v nadaljevanju BDP) prilagojeno tehtano povprečje stroška financiranja obstoječega in novo izdanega javnega dolga in gospodarsko rastjo (v nadaljevanju $r-g$) ter vplivom javnega dolga na gospodarsko rast. V tretjem poglavju sledi pregled pretekle dinamike in strukture javnega dolga. V četrtem poglavju sem predstavil uporabljen metodološki pristop pri izdelavi projekcij. Hkrati sem predstavil tudi predpostavke osnovnega ter dveh alternativnih scenarijev. Poleg tega sem v okviru četrtega poglavja oblikoval kriterije za določitev vzdržnosti javnega dolga izbranih držav. V petem poglavju sem predstavil rezultate svoje analize dinamike javnega dolga in s tem odgovoril na postavljena raziskovalna vprašanja. Za vsako izmed štirih držav sem ločeno predstavil projekcije gibanja ravni javnega dolga, bruto potreb po financiranju in stabilizirajočega primarnega salda v okviru treh scenarijev. V nadaljevanju sem predstavil tudi ocene vzdržnosti javnega dolga izbranih držav v okviru osnovnega in dveh alternativnih scenarijev. Poglavje sem zaključil s priporočili za izboljšanje fiskalne pozicije držav. V zadnjem, šestem poglavju sem povzel glavne ugotovitve in sklepne misli magistrskega dela.

2 TEORETIČEN PREGLED PROBLEMATIKE JAVNEGA DOLGA

V okviru pregleda problematike javnega dolga je v prvem delu predstavljena problematika vzdržnosti javnega dolga, v drugem delu sem se osredotočil za dinamiko ključne vrzeli med obrestno mero in gospodarsko rastjo, v tretjem delu pa so predstavljeni tudi učinki višine in rasti javnega dolga na gospodarsko rast.

2.1 Vzdržnost javnega dolga

V nadaljevanju sem predstavil, kdaj javni dolg postane nevzdržen, kako je višina javnega dolga povezana z vzdržnostjo in zakaj je analiza dinamike javnega dolga še toliko bolj pomembna za države članice monetarne unije. Za razumevanje in prikaz problematike vzdržnosti javnega dolga je ključnega pomena definirati, kdaj postane javni dolg nevzdržen.

Nevzdržnost javnega dolga predstavlja nezmožnost odplačila javnega dolga brez spreminjanja pogodbenih pogojev oziroma da je odplačilo dolga možno le s prestrukturiranjem javnega dolga, stečajem ali hiperinflacijo. Hkrati je tudi fiskalna politika, ki bi lahko ob odsotnosti sprememb pripeljala do nevzdržne ravni javnega dolga, ravno tako nevzdržna. Če je zadostna sprememba fiskalne politike ekonomsko in politično izvedljiva, potem je tudi raven javnega dolga vzdržna kljub trenutno nevzdržni fiskalni politiki (Willems in Zettelmeyer, 2022). IMF ponudi širšo definicijo vzdržnosti javnega dolga. Javni dolg je tako v skladu z definicijo vzdržen, če je v okviru osnovnega in alternativnih scenarijev možna vsaj stabilizacija dolga z ekonomsko in politično izvedljivim primarnim proračunskim saldonom in hkrati, če javni dolg ne povzroča previsokih likvidnostnih tveganj ter če javni dolg ne povzroča previsokih stroškov za blaginjo (IMF, 2013).

Na vzdržnost javnega dolga pomembno vpliva njegova višina. Višji javni dolg predstavlja tveganje za vzdržnost, ker je za stabilizacijo višje ravni dolga potrebna višja sprememba primarnega proračunskega salda (Cottarelli in Moghadam, 2011). Po navadi se predvideva tudi, da rast javnega dolga povzroči rast obrestnih mer in negativno vpliva na gospodarsko rast, ko javni dolg doseže in preseže določeno višino, s čimer se še poveča tveganje za nevzdržnost. Z rastjo dolga se povečujejo tudi likvidnostna tveganja, povezana z refinanciranjem tega dolga, ki pa so odvisna tudi od same strukture dolga (Bouabdallah in drugi, 2017). Poleg tega so gospodarstva z višjo ravno javnega dolga bolj občutljiva na ekonomske šoke zaradi manjšega manevrskega prostora pri uvedbi proticikličnih fiskalnih ukrepov (Bouabdallah in drugi, 2017).

Obstoječa empirična literatura ne vsebuje enotne specifične mejne vrednosti vzdržnosti javnega dolga. V literaturi se v grobem pojavljata dva povezana koncepta definiranja mejne vrednosti vzdržnosti. Prvi koncept, imenovan »dolgoročna raven dolga«, temelji na predpostavki, da je vzdržna raven javnega dolga tista, h kateri bo javni dolg konvergiriral na dolgi rok, hkrati pa tudi, da raven javnega dolga ne bo presegla tako imenovane »maksimalno vzdržne ravni javnega dolga«. Drugi koncept definiranja vzdržnosti javnega dolga pa je ravno »maksimalna vzdržna raven javnega dolga«. Gre za raven javnega dolga, nad katero postane dolžniška kriza ali celo insolventnost države verjetna ali celo neizogibna. Ocene empiričnih raziskav za razvita gospodarstva v okviru prvega koncepta predvidevajo mejno vrednost v intervalu med 50 % in 75 % BDP, v primeru drugega koncepta pa med 80 % do 192 % BDP (Cottarelli in Moghadam, 2011).

V določenih primerih na vzdržnost javnega dolga preko višjega stroška zadolževanja, poleg makroekonomskih in fiskalnih temeljev, vpliva tudi nenadna sprememba pričakovanj investitorjev. V takih primerih se lahko bistveno povišajo stroški zadolževanja države, in to kljub ugodnim temeljem (Willems in Zettelmeyer, 2022). Likvidnostna kriza, ki nastane zaradi nezmožnosti refinanciranja dolga po sprejemljivih obrestnih merah, lahko prerase v insolventnost države. Rast obrestnih mer namreč negativno vpliva na gospodarsko rast in lahko s tem države potisne v recesijo.

Kombinacija dejavnikov negativno vpliva na dinamiko javnega dolga in s tem poveča možnost za insolventnost oziroma nevzdržnost javnega dolga (De Grauwe in Ji, 2012). Hkrati je pomembno omeniti, da sta likvidnostna kriza in posledično insolventnost samouresničujoči. Neupravičeni strah investitorjev pred insolventnostjo oziroma nenadna sprememba sentimenta investitorjev vpliva na rast stroškov zadolževanja držav in s tem spodbuja nastanek likvidnostnih težav držav (De Grauwe in Ji, 2012). Še posebej so za nastanek tako imenovanih samouresničujočih likvidnostnih kriz dovzetne države članice monetarnih unij. To pa zato, ker države članice monetarne unije nimajo nadzora nad valuto, v kateri izdajajo svoj dolg, in zaradi česar obstaja verjetnost, da v danem trenutku ne bi imele zadostnih likvidnih sredstev za poplačilo investitorjev. V primeru gospodarskih šokov zaradi pomanjkanja nadzora nad svojo valuto dvom investitorjev v zmožnost poplačila dolga spodbudi prodajo obveznic in s tem višje obrestne mere in odlive likvidnosti iz države v tujino, kar bistveno oteži refinanciranje zapadlega dolga. Po drugi strani lahko države, ki izdajajo dolg v svoji valuti, zagotovijo zadostno likvidnost v vsakem trenutku s pomočjo posredovanja centralne banke (De Grauwe in Ji, 2012).

2.2 Problematika in pomen vrzeli med obrestno mero in gospodarsko rastjo

Kot sem podrobneje predstavil v poglavju o metodologiji dinamike javnega dolga, na samo višino in dinamiko gibanja javnega dolga vpliva več spremenljivk, kot so višina javnega dolga v preteklem obdobju, primarni proračunski saldo in prilagoditve stanja in tokov, ki vplivajo na nominalno višino javnega dolga, vendar so izvzete iz primarnega proračunskega salda. Na dinamiko javnega dolga pa med drugim pomembno vpliva tudi $r-g$, ki prikazuje avtomatičen učinek makroekonomskega okolja na dinamiko dolga (European Commission, 2022). Učinek $r-g$ je lahko za dinamiko ugoden v primeru, ko gospodarska rast presega realno implicitno obrestno mero. V tem primeru ob predpostavki nespremenjenih vrednosti preostalih spremenljivk negativna $r-g$ sproži pasivno razdolževanje oziroma zniževanje ravni javnega dolga v BDP brez fiskalnega navora. Po drugi strani je učinek $r-g$ za dinamiko neugoden v primeru pozitivne $r-g$. V tem primeru se ob predpostavki nespremenjenih ostalih spremenljivk javni dolg v BDP avtomatsko povečuje (European Commission, 2022). Hkrati to pomeni, da je za stabilizacijo javnega dolga v primeru pozitivne $r-g$ nujno potreben presežek primarnega proračuna. V primeru negativne $r-g$ pa je stabilizacijo javnega dolga mogoče doseči tudi s primarnim proračunskim primanjkljajem (ECB, 2019). Zaradi tega je višina oziroma predznak vrzeli med obrestno mero in gospodarsko rastjo ključnega pomena za dinamiko javnega dolga in posledično tudi vzdržnost javnega dolga (Turner in Spinelli, 2021).

V skladu z neoklasično paradigmo ekonomske rasti velja tako imenovano »zlato pravilo«, ki pravi, da na dolgi rok višina obrestnih mer presega višino gospodarske rasti, kar temelji na učinkovitosti dinamičnega ravnotežja in tem, da ekonomski agenti preferirajo sedanjo nad prihodnjo potrošnjo (Escolano in drugi, 2011).

Negativne vrednosti vrzeli med obrestno mero in gospodarsko rastjo v zadnjih letih so med nekaterimi ekonomisti spodbudile dvom o pozitivni $r-g$ kot normalnem stanju v gospodarstvu. V nasprotju z »zlatim pravilom« naj bi bila $r-g$ zgodovinska norma in ne deviacija od normalnega stanja (Mauro in Zhou, 2020). Slednje je za ZDA veljalo v večjem delu časovnega intervala med letoma 1950 in 2018 (Blanchard, 2019). V skladu z napovedmi naj bi se trenutno negativna $r-g$ povišala, kljub temu pa naj bi ostala negativna tudi v prihodnje (Blanchard, 2019). Hkrati je tudi sprememba predznaka $r-g$ malo verjetna zaradi strukturnih dejavnikov, kot so staranje prebivalstva (Lunsford in West, 2018), presežno varčevanje in počasnejša rast produktivnosti (Summers, 2015), ki vplivajo na znižanje obrestne mere (Blanchard, 2019). V primeru negativne $r-g$ tudi v prihodnje rast javnega dolga ne bi povzročila rasti fiskalnih stroškov (Blanchard, 2019). Slednje pa govori v korist ekspanzivnim ukrepom fiskalne politike, ki bi ob omejenih fiskalnih stroških spodbujali rast potencialnega BDP (European Commission, 2022).

Po drugi strani nekatere raziskave potrjujejo pozitivno $r-g$ kot normalno stanje (Escolano, 2010). Pomembno je omeniti tudi, da strukturni dejavniki, ki vplivajo na znižanje splošne ravni obrestnih mer, hkrati vplivajo tudi na znižanje potencialne gospodarske rasti (Brand in drugi, 2018). Hkrati se lahko v primeru negativne $r-g$ predznak $r-g$ nenadno spremeni v primeru recesije (ECB, 2019). Na višino $r-g$ pa pomembno vpliva tudi višina javnega dolga. Visok javni dolg namreč vpliva na krajša obdobja ugodne negativne $r-g$ in večjo verjetnost spremembe predznaka, poleg tega pa vpliva tudi povečanje vrednosti $r-g$ (Lian in drugi, 2020).

2.3 Vpliv javnega dolga na gospodarsko rast

Analiza prihodnje dinamike javnega dolga je poleg samega učinka javnega dolga na vzdržnost le-tega pomembna tudi zaradi potencialnega negativnega vpliva višanja javnega dolga na gospodarsko rast. Tudi sam vpliv javnega dolga na makroekonomske spremenljivke je hkrati ključnega pomena za prihodnjo dinamiko le-tega in posledično tudi njegovo vzdržnost. V tem poglavju sem se osredotočil na vpliv zadolževanja na gospodarsko rast, v prvi vrsti v okviru različnih teoretičnih paradig, nato pa tudi v okviru rezultatov nekaterih preteklih empiričnih raziskav. Pomembno je poudariti, da ekonomska teorija ne ponudi enotnega odgovora glede vpliva primarnega proračunskega primanjkljaja na gospodarsko rast. V grobem namreč obstajajo trije nasprotujoči si teoretični pogledi, in sicer neoklasični, rikardianski in keynesijanski, ki zadolževanju pripisujejo negativen, nevtralen in pozitiven učinek na gospodarsko rast (Stanovnik, 2008, str. 270).

Neoklasična in rikardianska paradigma sta si enotni glede obravnave učinkov proračunskega primanjkljaja na dolgi rok. Paradigmi pa se razlikujeta v nekaj ključnih predpostavkah, zaradi česar predvidevata drugačen učinek povečevanja javnega dolga na gospodarsko rast. Neoklasična paradigma predpostavlja, da so posamezniki »daljnovidni« zgolj v okviru svojega življenjskega cikla, zaradi česar posamezniki optimizirajo potrošnjo znotraj svojega

življenjskega cikla (Stanovnik, 2008, str. 271). Ob povečanem zadolževanju se raven varčevanja javnega sektorja zmanjša, povečata pa se raven zasebnega varčevanja in potrošnje. Vendar povečano varčevanje zasebnega sektorja ne nadomesti upada varčevanja javnega sektorja v celoti, zaradi česar proračunski primanjkljaj povzroči znižanje splošne ravni varčevanja v gospodarstvu, kar vpliva na rast obrestne mere. Višje obrestne mere pa preko negativnega vpliva na višino investicij vplivajo na nižjo akumulacijo kapitala in posledično nižjo dolgoročno gospodarsko rast. Neoklasična paradigma torej zadolževanju prisuje tako imenovani učinek izrivanja investicij. Poleg tega paradigma zadolževanju pripisuje tudi negativen vpliv na plačilno bilanco. Nižje domače varčevanje namreč vpliva na zmanjšanje neto investicij v tujino in posledično apreciacijo valute, ki negativno vpliva na saldo tekočega računa plačilne bilance (Elmendorf in Mankiw, 1998).

Po drugi strani je rikardijanska paradigma oziroma Ricardova ekvivalenca oblikovana okoli hipoteze, da fiskalni deficit nima realnih makroekonomskih učinkov oziroma da je učinek zadolževanja države na obrestne mere in gospodarsko rast nevtralen. V skladu z Ricardovo ekvivalenco se predpostavlja, da so posamezniki »neskončno daljnovidni«, zaradi česar svoje potrošnje ne optimizirajo znotraj svojega življenjskega cikla, temveč upoštevajo tudi potrošnjo naslednjih generacij. Zato se v okviru Ricardove ekvivalence predpostavlja, da se upad varčevanja javnega sektorja oziroma višji razpoložljivi dohodek zasebnega sektorja v celoti izrazi v višjem varčevanju zasebnega sektorja. Učinek na zasebno potrošnjo pa je nevtralen (Stanovnik, 2008, str. 270–271).

Za razliko od ostalih dveh paradigem se keynesijanska paradigma osredotoča na realne makroekonomske učinke povečanega zadolževanja na kratki rok. Poleg tega je pomembno poudariti, da se keynesijanska paradigma od ostalih dveh razlikuje tudi glede dveh ključnih predpostavk. Keynesijanska paradigma namreč predpostavlja, da lahko obstajajo neizkoriščeni resursi oziroma da dejanski output ne dosega potencialnega. Poleg tega predpostavlja tudi likvidnostne omejitve velikega dela populacije, zaradi česar je potrošnja zelo občutljiva na spremembo razpoložljivega dohodka (Bernheim, 1989). Ob upoštevanju zgoraj navedenih predpostavk oziroma v skladu s keynesijansko paradigmo ima tako proračunski primanjkljaj/zadolževanje države pozitivne učinke na gospodarsko rast. Znižanje varčevanja javnega sektorja oziroma višji razpoložljivi dohodek zasebnega sektorja vpliva na povečanje zasebne potrošnje in varčevanja, kar vpliva na višjo gospodarsko rast (Stanovnik, 2008, str. 270).

Kljub nesoglasjem teoretičnih ekonomskih paradigem glede predpostavk in vpliva javnega dolga na blaginjo avtorja Elmendorf in Mankiw (1998) predstavita splošno sprejet teoretičen pogled vpliva javnega dolga na gospodarsko rast, v skladu s katerim konvencionalna teorija razlikuje dolgoročni in kratkoročni učinek javnega dolga na gospodarsko rast. Konvencionalna teorija, tako kot keynesijanska paradigma, predvideva pozitiven vpliv proračunskega primanjkljaja na gospodarsko rast na kratek rok in ob predpostavki neizkoriščenosti resursov.

Na dolgi rok pa konvencionalna teorija, v skladu z neoklasično paradigmo, zadolževanju države pripisuje učinek izrivanja investicij in s tem negativen vpliv na višino dolgoročne gospodarske rasti (Elmendorf in Mankiw, 1998).

Nesoglasja v teoretični literaturi se izkazujejo tudi v empiričnih raziskavah, ki ravno tako ne ponudijo enotnega odgovora glede vpliva dolga na gospodarsko rast. Na eni strani imamo raziskovalce, ki zadolževanju oziroma ekspanzivni fiskalni politiki pripisujejo pozitivne oziroma omejene negativne učinke, kot jih na dolgi rok predpostavlja konvencionalna teorija. V primeru negativne $r-g$ ima zadolževanje nižje negativne dolgoročne učinke na gospodarsko rast, kot jih predvideva konvencionalna teorija (Blanchard, 2019). Poleg tega ima zadolževanje države v času ekonomskih neravnovesij pozitivne učinke na gospodarsko rast na kratki, hkrati pa tudi dolgi rok (Panizza in Presbitero, 2013). Recesija ima lahko namreč dolgoročne posledice na gospodarsko rast (Cerra in Saxena, 2005). Po drugi strani nekatere raziskave prikazujejo negativen vpliv javnega dolga na gospodarsko rast. Vpliv rasti dolga na gospodarsko rast je negativen in nelinearen. Negativni učinki zadolževanja se namreč pokažejo šele, ko javni dolg doseže višino 90 % BDP (Reinhart in Rogoff, 2010) oziroma v intervalu med 90–100 % BDP (Checherita in Rother, 2010).

3 PREGLED PRETEKLE DINAMIKE IN STRUKTURE JAVNEGA DOLGA

Za celovitejši pregled in razumevanje trenutne zadolženosti izbranih držav sem v okviru tega poglavja predstavil pregled pretekle dinamike javnega dolga. V prvih štirih podpoglavjih je za vsako izmed štirih držav v prvi vrsti predstavljeno gibanje ravni javnega dolga v obdobju med letoma 2007 in 2022, v drugem delu tega podpoglavja pa sem se osredotočil izključno na $r-g$ ter pretekle primarne proračunske salde ter na to, kako sta ti dve spremenljivki vplivali na preteklo dinamiko javnega dolga. V zadnjem podpoglavju pa sem se osredotočil še na strukturo javnega dolga izbranih držav v letu 2022.

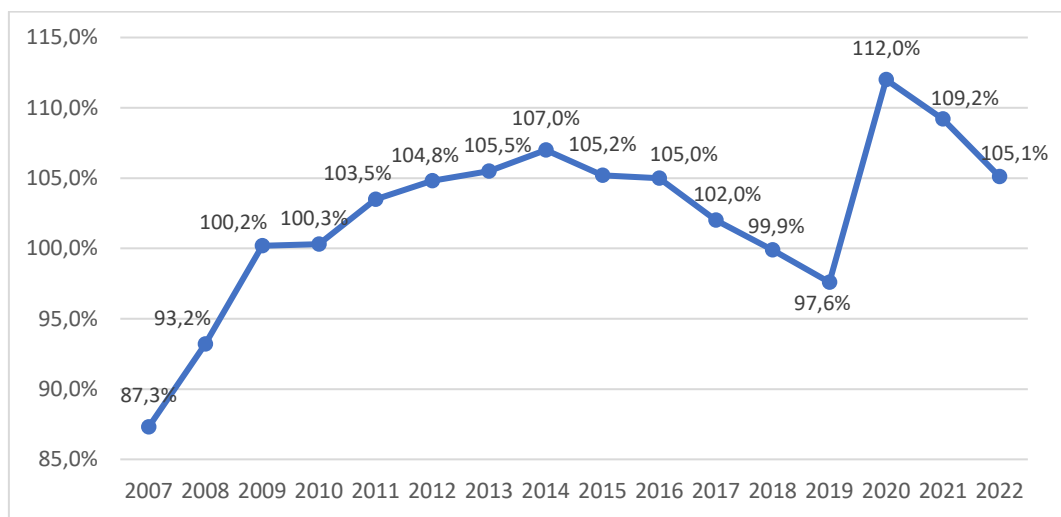
3.1 Analiza pretekle dinamike javnega dolga Belgije

V začetku preučevanega obdobja v letu 2007 je imela Belgija relativno visok javni dolg v primerjavi z ostalimi članicami EU. Javni dolg je tistega leta znašal 87 % BDP, v primerjavi s povprečjem EU, ki je tistega leta znašalo 62 % BDP (Eurostat, 2023c). Treba pa je omeniti, da se je v času pred preučevanim obdobjem belgijski javni dolg kot posledica neprekinjene gospodarske rasti, presežkov v proračunu in nižjih stroškov zadolževanja precej zmanjšal (European Commission, 2012a). Leta 1993 je javni dolg znašal 134,2 % BDP (European Commission, 2013a), do leta 2007 pa se je ta zmanjšal na 87,3 % (Eurostat, 2023c).

Trend zmanjševanja javnega dolga pa je prekinil izbruh globalne finančne krize. Recesija v Belgiji, ki je sledila izbruhu globalne finančne krize, je bila v primerjavi s preostalimi preučevanimi državami dokaj mila (European Commission, 2013a).

Po podatkih Svetovne banke se je belgijsko gospodarstvo v letu 2009 skrčilo za približno 2 % BDP. Čeprav je belgijsko gospodarstvo relativno dobro prestalo prvo fazo krize, pa je bilo okrevanje gospodarstva po prvi akutni fazi krize omejeno v primerjavi s svetovnim gospodarstvom, kar gre pripisati predvsem upadu konkurenčnosti gospodarstva v obdobju pred krizo (European Commission, 2012a). Močnejše pa je izbruh globalne finančne krize prizadel belgijski bančni sektor. Hitra ekspanzija belgijskih bank v obdobju pred krizo je po nastopu krize rezultirala v poslabšanju portfelja in ogrozila stabilnost belgijskega bančnega sektorja (National Bank of Belgium, 2011). Za zagotovitev stabilnosti bančnega sektorja so bili uvedeni različni intervencijski ukrepi v smislu kapitalske podpore bankam in zagotavljanjem posojil in garancij. Med letoma 2008 in 2010 je finančna podpora prizadetim bankam znašala 21 mrd EUR oziroma 6 % BDP, hkrati so oblasti zagotovile garancije v višini 50 mrd EUR (National Bank of Belgium, 2011). Poleg tega so bili, z namenom spodbujanja okrevanja gospodarske aktivnosti, v začetni fazi krize v skladu z Načrtom za oživitev evropskega gospodarstva sprejeti različni diskrecijski fiskalni ukrepi, ki so v kombinaciji z avtomatskimi stabilizatorji negativno vplivali na fiskalne kazalnike (European Commission, 2012a). Kot to prikazuje slika 1, se je javni dolg ob izbruhu gospodarske krize iz 87 % BDP v letu 2007 povzpел na 93 % BDP v letu 2008. V naslednjem letu je javni dolg dosegel 100 % BDP in po tem nadaljeval pozitiven trend rasti vse do leta 2014 (Eurostat, 2023c).

Slika 1: Pretekla dinamika javnega dolga Belgije v obdobju 2008–2022 (v % BDP)



Vir: lastno delo na podlagi Eurostat (2023c).

Zaradi visoke rasti javnega dolga se je v luči dolžniške krize evroobmočja na kapitalskih trgih pod vprašaj postavila tudi vzdržnost javnih financ Belgije, kar se je izrazilo v skoku zahtevane donosnosti na državne obveznice, ki je prišla do izraza predvsem novembra leta 2011, ko je kreditni pribitek nad nemško 10-letno obveznico znašal 360 bazičnih točk (European Commission, 2012a). Zaradi pritiskov na financiranje javnega dolga je na novo izvoljena zvezna oblast v letu 2011 sprejela različne ukrepe za konsolidacijo proračuna

(National Bank of Belgium, 2013), ki pa v prvih letih niso bistveno vplivali na zmanjšanje javnega dolga (National Bank of Belgium, 2015). Po tem, ko je javni dolg dosegel vrh 107 % leta 2014, je sledil trend upadanja ravni javnega dolga, izraženega v % BDP. Do leta 2019 se je javni dolg znižal na 98 % BDP, kot to prikazuje slika 1 (Eurostat, 2023c). Znižanje dolga med letoma 2014 in 2019 je bila posledica ukrepov fiskalne konsolidacije, predvsem pa je bilo znižanje javnega dolga posledica ugodnega razmerja med implicitno obrestno mero in gospodarsko rastjo (National Bank of Belgium, 2020).

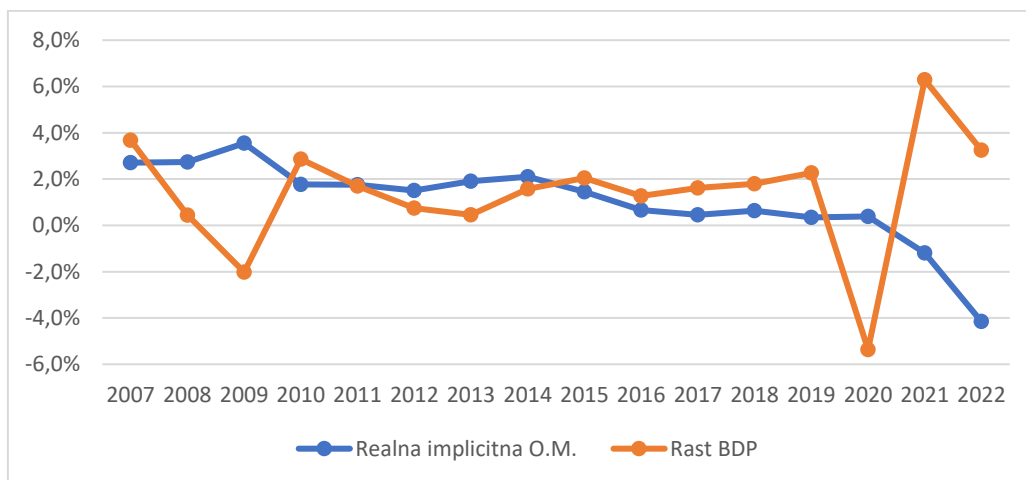
Trend zmanjševanja javnega dolga je prekinil izbruh pandemije covid-19. Z namenom omilitve gospodarskih in socialnih posledic recesije, ki je nastala zaradi ukrepov omejitve širjenja virusov, so oblasti z uvedbo različnih diskrecijskih fiskalnih ukrepov zagotavljale podporo gospodarstvu in prebivalstvu. Uvedba teh v kombinaciji z učinkom delovanja avtomatskih stabilizatorjev je vplivala na bistveno poslabšanje proračunskega salda v letu 2020, ko je deficit državnega proračuna znašal kar 10,1 % BDP. Kljub fiskalni spodbudi gospodarstva je Belgija v letu 2020 zabeležila 6,1 % padec gospodarske aktivnosti. Kot posledica omenjenih dveh dejavnikov se je javni dolg v tem letu izrazito povečal, tako da je konec leta znašal kar 115,1 % BDP (National Bank of Belgium, 2021).

V letu 2021 sta tako okrevanje gospodarstva in opuščanje nekaterih diskrecijskih fiskalnih ukrepov vplivala na zmanjšanje deficita državnega proračuna, ki pa je kljub vsemu znašal 6,2 % BDP. Kljub visokemu deficitu se je zaradi ugodne gospodarske rasti v letu 2021 javni dolg znižal in je konec leta 2021 znašal 109 % BDP (National Bank of Belgium, 2022). V letu 2022 se je nadaljeval trend zmanjševanja proračunskega primanjkljaja, ki je v letu 2022 znašal 3,9 % BDP. Na proračun sta, tako kot leto pred tem, pozitivno vplivala predvsem opuščanje začasnih koronskih ukrepov in pa gospodarsko okrevanje. Po drugi strani pa je na proračun negativno vplivala energetska kriza. Kot odgovor na rast cen energije so belgijske oblasti sprejele ukrepe za zniževanje cen energentov, kot so znižanje davka na dodano vrednost na električno energijo, zemeljski plin in nižje trošarine na goriva, kar je imelo negativen vpliv na proračun v višini 1,3 o. t. BDP. Kot posledica ugodnega makroekonomskega okolja se je javni dolg v letu 2022 še dodatno znižal in je konec leta znašal 105 % BDP (National Bank of Belgium, 2023). V zadnjih dveh letih se je raven javnega dolga v BDP znižala, predvsem kot posledica hitre gospodarske rasti, ki je vplivala na zmanjšanje imenovalca razmerja. V tem času pa se je precej povečala nominalna višina dolga.

V drugem delu analize pretekle dinamike javnega dolga v nadaljevanju podrobneje predstavljam še dinamiko dveh dejavnikov, ki sta vplivala na rast javnega dolga v preučevanem obdobju. Kot je bilo podrobneje opisano v poglavju o teoriji javnega dolga, na dinamiko javnega dolga poleg primarnega proračunskega salda pomembno vpliva tudi $r-g$. Na podlagi podatkov preteklih vrednosti nominalne implicitne obrestne mere, ki sem jih pridobil iz podatkovne baze Evropske komisije, ter preteklih vrednosti rasti BDP in deflatorja BDP, ki sem jih pridobil iz podatkovne zbirke Svetovne banke, sem izdelal sliko 2, ki prikazuje pretekle vrednosti $r-g$ v obdobju med letoma 2007 in 2022.

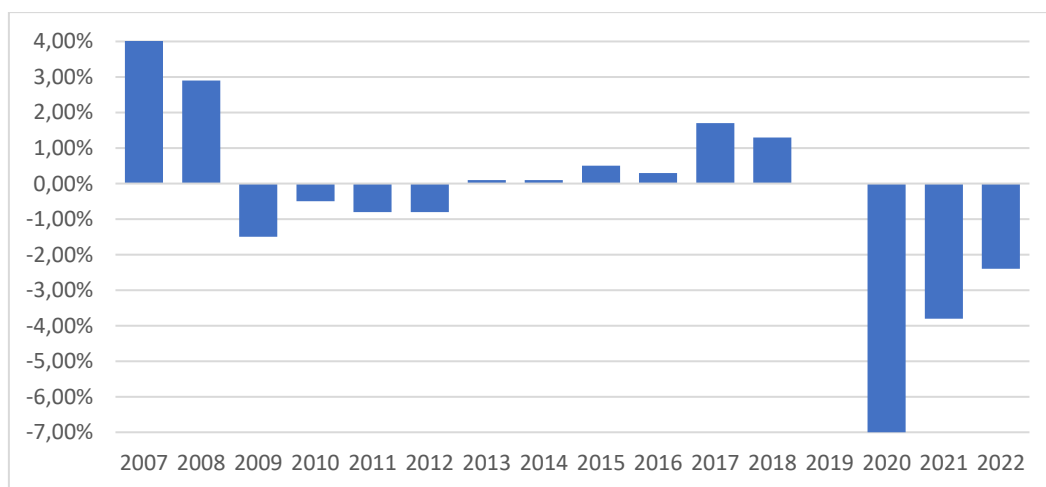
Na podlagi preteklih vrednosti primarnih proračunskih saldov, ki sem jih pridobil v podatkovni bazi Eurostata, pa sem izdelal sliko 3. Iz preteklih vrednosti javnega dolga, ki jih prikazuje slika 1, opazimo dve obdobji rasti javnega dolga.

Slika 2: Belgija, vrednosti r in g v obdobju 2007–2022



Vir: lastno delo na podlagi European Commission (brez datuma) in World Bank (2023).

Slika 3: Belgija, primarni proračunski saldo v obdobju 2007–2022



Vir: lastno delo na podlagi Eurostat (2023c).

Prvo obdobje rasti javnega dolga je tesno povezano z izbruhom globalne finančne krize in s krizo evroobmočja območja. Padec gospodarske aktivnosti v letu 2009 v kombinaciji z rastjo realne implicitne obrestne mere sta vplivala na visoko povečanje $r-g$, ki je v kombinaciji s poslabšanjem primarnega proračunskega salda vplival na visoko rast javnega dolga v tem letu (National Bank of Belgium, 2010). Kot posledica zniževanja primarnih proračunskih primanjkljajev in ugodnejše oz. nižje $r-g$ se je rast dolga upočasnila. Kot to prikazuje slika 1, se je med letoma 2014 in 2015 trend rasti javnega dolga obrnil in začelo se je petletno obdobje počasnega zniževanja ravni javnega dolga. Splošno okrevanje gospodarske

aktivnosti in okolje nizkih obrestnih mer, ki je pozitivno vplivalo na znižanje realne implicitne obrestne mere na javni dolg, sta pozitivno vplivala na znižanje $r-g$. Poleg tega so na znižanje javnega dolga v tem obdobju pozitivno vplivali tudi presežki primarnega proračuna (National Bank of Belgium, 2020).

Do drugega izrazitega povečanja javnega dolga je prišlo v letu 2020. Visok upad prihodkov primarnega proračuna ob izrazitem povečanju izdatkov sta se izrazila v visokem primarnem proračunskem primanjkljaju. Poleg tega se je kljub povečanim fiskalnim naporom belgijsko gospodarstvo v letu 2020 izrazito skrčilo, zaradi česar se je ob praktično nespremenjeni realni implicitni obrestni meri bistveno povečala $r-g$ (National Bank of Belgium, 2021). Po tem, ko je javni dolg konec leta 2020 dosegel najvišjo vrednost v preučevanem obdobju, se je ob izrazitem okrevanju gospodarske aktivnosti v zadnjih dveh letih preučevanega obdobja javni dolg ponovno znižal. Znižanje javnega dolga je bila predvsem posledica za dinamiko zelo ugodne visoko negativne $r-g$. Na znižanje $r-g$ sta pomembno vplivala tako znižanje realne implicitne obrestne mere kot posledica visoke inflacije, hkrati pa tudi znižanja nominalne implicitne obrestne mere kot tudi visoka gospodarska rast (National Bank of Belgium, 2023). Poleg tega je na dinamiko javnega dolga pozitivno vplivalo tudi zniževanje primarnih proračunskih primanjkljajev. Postopno opuščanje začasnih diskrecijskih fiskalnih ukrepov in visoka gospodarska rast sta pozitivno vplivala na zniževanje proračunskega salda, s čimer se je zmanjšal pritisk na povečanje javnega dolga (National Bank of Belgium, 2023).

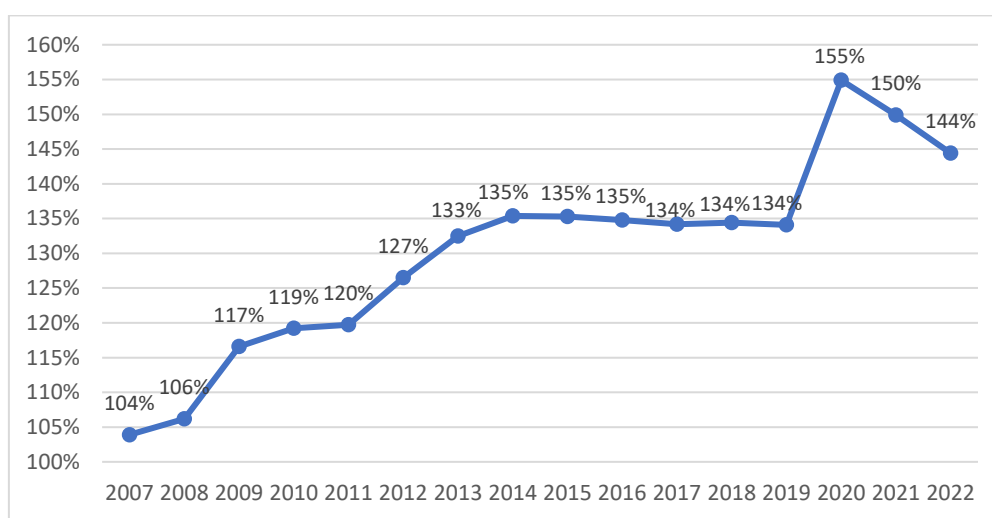
3.2 Analiza pretekle dinamike javnega dolga Italije

V začetku preučevanega obdobja leta 2007 je Italija že imela relativno visok javni dolg v primerjavi s preostalimi članicami EU. Leta 2007 je namreč javni dolg znašal kar 104 % BDP (Eurostat, 2023c). Pomembno pa je omeniti, da je pred tem javni dolg trendno upadal. Javni dolg, ki je leta 1998 znašal 114 % BDP, se je namreč do leta 2007 znižal na 104 % BDP (Eurostat, 2023c). Na znižanje sta ugodno vplivala tako fiskalna konsolidacija kot tudi nižji stroški financiranja javnega dolga po prevzemu evra (European Commission, 2014b).

Trend upadanja rasti javnega dolga je prekinil izbruh globalne finančne krize. Italija je v recesijo vstopila z visokim javnim dolgom in posledično omejenim fiskalnim prostorom, zaradi česar je Italija med krizo vzdrževala dokaj nevtrarno fiskalno politiko. Poleg tega so se med globalno finančno krizo razkrila tudi druga strukturna neravnovesja v italijanskem gospodarstvu. V času od prevzema evra so se v gospodarstvu oblikovala zunanja neravnovesja, predvsem kot posledica upada konkurenčnosti italijanskega gospodarstva, ki je tudi vplivalo na počasnejše okrevanje gospodarstva (European Commission, 2012b). Globalna finančna kriza je močno prizadela italijansko gospodarstvo. Velikemu padcu gospodarske aktivnosti med letoma 2008 in 2009 je sledilo kratko in šibko obdobje okrevanja, ki ga je v drugi polovici leta 2011 prekinila poglobitev dolžniške krize evroobmočja, ki se je iz perifernih držav razširila tudi na Italijo (European Commission,

2013b). Italijansko gospodarstvo se je med letoma 2007 in 2012 kumulativno skrčilo za kar 8,7 % BDP. Po drugi strani pa se je v istem obdobju BDP članic evroobmočja v povprečju skrčil za 1,7 %. Poleg tega je dvom o obstoju evroobmočja in o vzdržnosti javnih financ Italije vplival na visoko povečanje kreditnega pribitka na italijanske obveznice in posledično višje stroške zadolževanja. To je oblasti prisililo v fiskalno konsolidacijo, ki je vključevala ukrepe, kot so zamrznitev plač javnih uslužbencev, povišanje upokojitvene starosti in zvišanje davka na dodano vrednost. S tem so oblasti uspešno znižale primarni proračunski primanjkljaj iz 5,5 % BDP leta 2009 na 3 % BDP leta 2012 (European Commission, 2014b). Kljub nevtralni fiskalni politiki v prvi fazi krize in fiskalni konsolidaciji v drugi fazi krize se je javni dolg zaradi izrazite kontrakcije gospodarske aktivnosti med letoma 2007 in 2013 bistveno povečal (European Commission, 2014b). Preteklo dinamiko javnega dolga Italije v obdobju med letoma 2008 in 2022 nazorneje prikazuje slika 4.

Slika 4: Pretekla dinamika javnega dolga Italije v obdobju 2008–2022 (v % BDP)



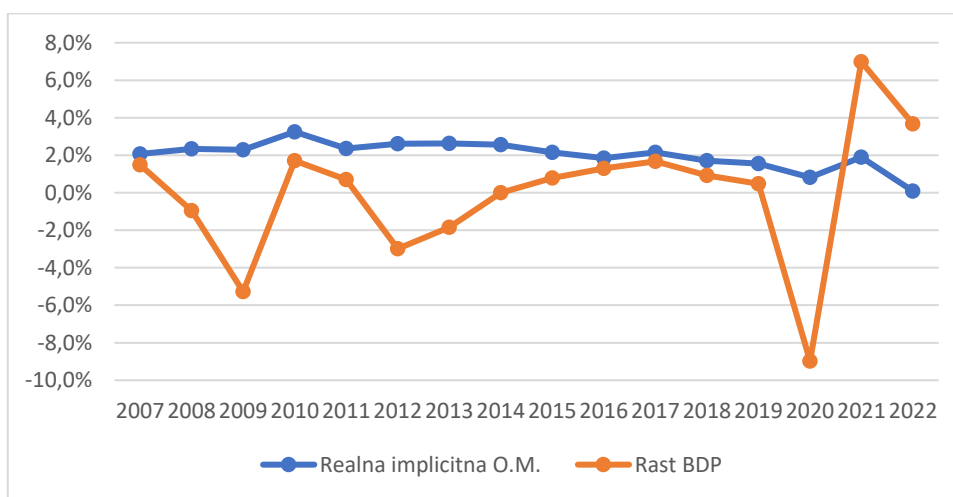
Vir: lastno delo na podlagi Eurostat (2023c).

Šestletno obdobje stabilne ravni javnega dolga je leta 2020 prekinil izbruh covid-19. Gospodarska kriza, ki je nastala kot posledica omejevanja gospodarske aktivnosti zaradi izbruha covid-19 z namenom preprečevanja širjenja virusa, je močno prizadela italijansko gospodarstvo. V letu 2020 je Italija zabeležila 8,9-% padec BDP. Poleg tega je bil odziv fiskalne politike – za razliko od dokaj nevtralne oziroma restriktivne fiskalne politike, globalne finančne krize in dolžniške krize evroobmočja – veliko bolj ekspanziven. Uvedba diskrecijskih fiskalnih ukrepov in delovanje avtomatskih stabilizatorjev sta se izrazila v visokem proračunskem primanjkljaju (Bank of Italy, 2021).

V letu 2021 so bili kot posledica uspešne omejitve širjenja virusa deloma opuščeni zdravstveni omejevalni ukrepi. To je pozitivno vplivalo na hitro okrevanje italijanskega gospodarstva. Po podatkih Svetovne banke je Italija v letu 2021 zabeležila 6,6-% rast BDP (World Bank, 2023). Visoka rast je hkrati tudi pozitivno vplivala na izboljšanje fiskalnih kazalnikov, v zadnjih dveh letih preučevanega obdobja se je javni dolg dve leti zapored

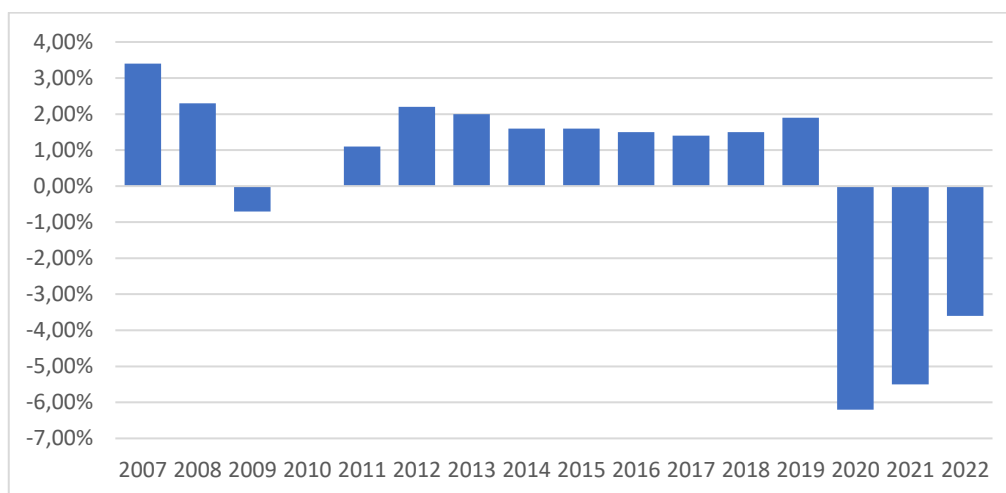
znižal in je konec leta znašal 2022 144,4 % BDP (Bank of Italy, 2023). V tem drugem delu pregleda pretekle dinamike javnega dolga Italije sem na podlagi preteklih vrednosti $r-g$ in primarnega proračunskega salda predstavil, kako sta ta ključna dejavnika vplivala na spremembo javnega dolga v preučevanem obdobju. Pretekle vrednosti gospodarske rasti in realne implicitne obrestne mere oziroma $r-g$ prikazuje slika 5. Pretekle vrednosti primarnega proračunskega salda pa so prikazane na sliki 6.

Slika 5: Italija, vrednosti r in g v obdobju 2007–2022



Vir: lastno delo na podlagi European Commission (brez datuma) in World Bank (2023).

Slika 6: Italija, primarni proračunski saldo v obdobju 2007–2022



Vir: lastno delo na podlagi Eurostat (2023c).

Ob pregledu pretekle ravni javnega dolga med letoma 2007 in 2022, ki jo prikazuje slika 4, opazimo dve obdobji rasti javnega dolga. Prvo obdobje rasti javnega dolga povezujemo z globalno finančno krizo in krizo evroobmočja. Drugo obdobje rasti javnega dolga pa je tesno povezano z izbruhom covid-19 in recesijo, ki je nastala kot posledica tega. Obe obdobji rasti javnega dolga je spremljala pozitivna razlika med realno implicitno obrestno mero in

rastjo BDP. Obdobji rasti pa se razlikujeta v vplivu primarnega proračuna na dinamiko dolga. Rast javnega dolga v prvi fazi globalne finančne krize je bila predvsem posledica daljšega obdobja negativne oziroma zelo nizke gospodarske rasti. Učinek primarnega proračunskega primanjkljaja pa je bil zaradi svoje višine omejen oziroma celo pozitiven v letu 2008. Sprejeti diskrecijski ukrepi so imeli namreč nevtralen vpliv na proračun (Bank of Italy, 2010). S poglobitvijo dolžniške krize evroobmočja oziroma v drugi fazi krize so bili pod pritiski finančnih trgov sprejeti korektivni ukrepi za konsolidacijo državnega proračuna (European Commission, 2014b), kar se je izrazilo v presežkih primarnega proračuna, ki jih prikazuje slika 6. Po drugi strani je na dinamiko javnega dolga še vedno negativno vplivala pozitivna razlika med realno implicitno obrestno mero in gospodarsko rastjo (Bank of Italy, 2014). V vmesnem obdobju, ko je javni dolg leta 2014 dosegel vrh, se je do konca leta 2019 raven javnega dolga nekoliko znižala. Čeprav je Italija skozi celotno omenjeno obdobje beležila presežke primarnega proračuna, je bilo znižanje javnega dolga precej omejeno. Razlog za to je bila pozitivna $r-g$, ki je zavirala zniževanje javnega dolga. Med letoma 2012 in 2019 se je sicer $r-g$ precej znižala, kljub temu pa je zaradi omejene gospodarske rasti ostala pozitivna (Bank of Italy, 2020). Do drugega izrazitega povečanja javnega dolga je prišlo v letu 2020. V primerjavi s prvim obdobjem rasti javnega dolga, ko je imel vpliv dejavnikov na dinamiko nasproten predznak, sta na spremembo javnega dolga v tem obdobju zaradi visoke kontrakcije gospodarstva pozitivno vplivala tako visoko pozitivna $r-g$ kot tudi visok primarni proračunski primanjkljaj (Bank of Italy, 2021). V zadnjih dveh letih preučevanega obdobja se je javni dolg ponovno nekoliko znižal, na kar je vplivalo predvsem hitro inflacijsko okrevanje gospodarstva. Kljub še vedno visokemu primarnemu proračunskemu primanjkljaju v letih 2021 in 2022 se je javni dolg kot posledica negativne $r-g$ znižal (Bank of Italy, 2023).

3.3 Analiza pretekle dinamike javnega dolga Slovenije

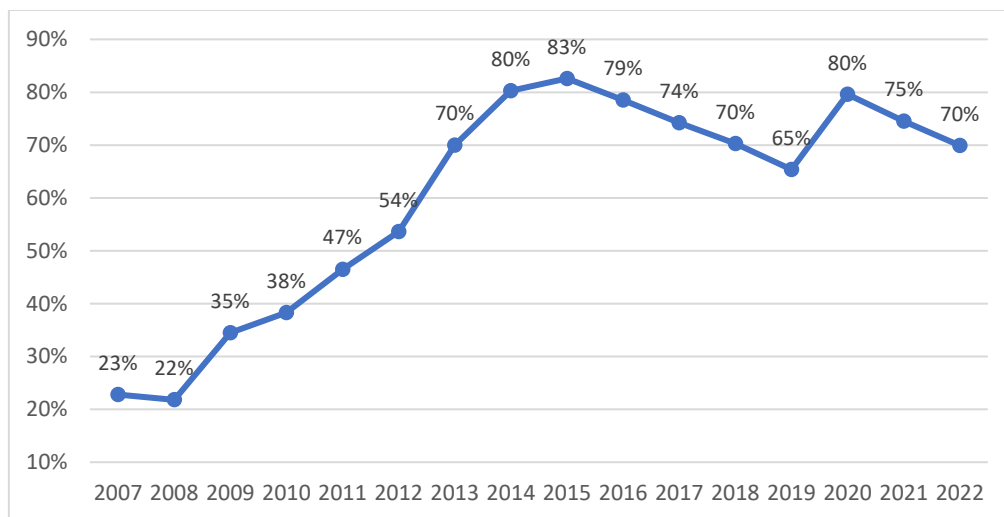
Slovenija je imela v začetku preučevanega obdobja v primerjavi z Belgijo in Italijo ter hkrati tudi v primerjavi s povprečjem EU relativno nizek javni dolg, ki je v letu 2007 znašal 23 % BDP (Eurostat, 2023c). Pomembno pa je omeniti, da so se v času gospodarske ekspanzije, ki je sledila vstopu Slovenije v EU v letu 2004, razvila tako zunanja kot notranja neravnovesja, ki so prišla do izraza ob izbruhu globalne finančne krize in ki so negativno vplivala na javne finance (European Commission, 2012C). Z vstopom Slovenije v EU in prevzemom evra v letu 2007 se je kot posledica ugodnih gospodarskih razmer, stabilnega deviznega tečaja in nižjih obrestnih mer, ki so bile posledica nižjih kreditnih pribitkov na deželno tveganje, izrazilo povišalo zadolževanje podjetij, nedenarnih finančnih institucij in prebivalstva. Hkrati pa so slovenske banke povečano posojilno aktivnost večinoma financirale z zadolževanjem v tujini (Simoneti in drugi, 2019). Gospodarsko ekspanzijo je prekinil izbruh globalne finančne krize, ki je preko vpliva gospodarskega šoka na mednarodne trgovinske tokove in upad tujega povpraševanja vplival na visok upad gospodarske aktivnosti (Simoneti in drugi, 2019).

Kot posledica gospodarskega šoka se je, po podatkih Svetovne banke, slovenski BDP v letu 2009 skrčil za 7,5 % (World Bank, 2023). Z namenom omilitve negativnih učinkov gospodarskega šoka so bili sprejeti različni diskrecijski fiskalni ukrepi z namenom spodbujanja gospodarske aktivnosti (Banka Slovenije, 2010). Po dvoletnem omejenem okrevanju gospodarske aktivnosti je v luči širjenja negotovosti zaradi krize javnega dolga v evroobmočju sledil še drugi padec gospodarske aktivnosti v letu 2012 in 2013 (Simoneti in drugi, 2019). Nizko oziroma negativno gospodarsko rast je spremljal tudi dvig stroškov zadolževanja, in sicer zaradi rasti zahtevane donosnosti na novo izdani dolg kot posledice poglobljanja dolžniške krize evroobmočja (Banka Slovenije, 2013). Na veliko poslabšanje javnofinančnega položaja Slovenije v tem obdobju so vplivali tudi visoki proračunski primanjkljaji, ki so bili posledica diskrecijskih spodbujevalnih ukrepov v prvih letih krize ter neugodnih gospodarskih razmer (Banka Slovenije, 2011). Pomembno pa je na proračunski saldo vplivala tudi dokapitalizacija bančnega sistema. Kot posledica krize se je močno otežil dostop slovenskih bank do tujega financiranja, hkrati pa je visoka zadolženost podjetij v kombinaciji z zaostrenimi kreditnimi pogoji vplivala na visok porast slabih posojil, kar je močno prizadelo bančni sektor (Simoneti in drugi, 2019). Za stabilizacijo bančnega sektorja je bila zato potrebna dokapitalizacija bančnega sistema (Rant in drugi, 2022). Kapitalska pomoč bankam je leta 2013 znašala 10,7 % BDP, leta 2014 pa 1,5 % BDP (Ministrstvo za finance, 2023). Kot posledica omenjenih ukrepov se je med letoma 2007 in 2014 javni dolg izrazito povečal in sicer iz 22 % BDP v letu 2008 na 80 % BDP konec leta 2014 (Eurostat, 2023c).

V obdobju med letoma 2016 in 2019 je sledilo obdobje postopnega zmanjševanja ravni javnega dolga (Eurostat, 2023c). Trend upadanja ravni dolga pa je prekinil izbruh epidemije bolezni covid-19. Izbruh epidemije in z njim povezani ukrepi za omejitev širjenja virusa so močno prizadeli gospodarsko aktivnost. Za omilitve hujših gospodarskih posledic so bili sprejeti diskrecijski fiskalni ukrepi za spodbujanje gospodarstva (Rant in drugi, 2022). Kljub temu pa se je po podatkih Svetovne banke BDP v letu 2020 skrčil za 4,3 %. Upad davčnih prihodkov in povečanih proračunskih izdatkov sta vplivala na akumulacijo visokega proračunskega primanjkljaja (IMF, 2023), ki je v letu 2020 znašal 7,7 % (Eurostat, 2023c). V letu 2021 je kot posledica opuščanja zdravstvenih ukrepov za omejitev širjenja virusa gospodarstvo močno okrevalo. Po podatkih Banke Slovenije je slovensko gospodarstvo v letu 2021 zabeležilo rast v višini 8,1 % BDP (Banka Slovenije, 2022). Visoka rast je kljub proračunskemu primanjkljaju v višini 5,2 % vplivala na znižanje dolga iz 79,6 % v letu 2020 na 74,5 % v letu 2021 (Banka Slovenije, 2022). V letu 2022 se je nadaljevalo okrevanje gospodarstva z visoko gospodarsko rastjo. Poleg tega so bili v letu 2022 deloma opuščeni diskrecijski fiskalni ukrepi, namenjeni blažitvi posledic epidemije, zaradi porasta cen energentov pa so bili sprejeti novi ukrepi za blaženje visokih cen energentov. Kljub temu se je proračunski primanjkljaj v letu 2022 še dodatno znižal in znašal 3,0 % BDP (Banka Slovenije, 2023). Zaradi hitrega okrevanja gospodarstva, v smislu visoke nominalne gospodarske rasti, se je javni dolg med letoma 2020 in 2022 precej zmanjšal (Banka Slovenije, 2023).

Poleg tega so na znižanje javnega dolga v obdobju 21–22 pozitivno vplivali nižji stroški zadolževanja, ki so bili posledica bolj ohlapne monetarne politike in ugodnejših bonitetnih ocen za Slovenijo (Rant in drugi, 2022). Dinamiko javnega dolga v obdobju med letoma 2007 in 2022 prikazuje slika 7.

Slika 7: Pretekla dinamika javnega dolga Slovenije v obdobju 2008–2022 (v % BDP)

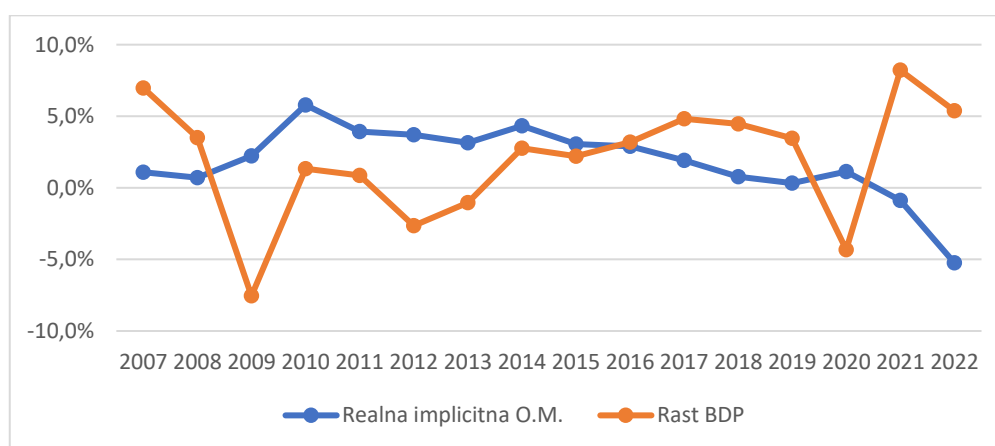


Vir: lastno delo na podlagi Eurostat (2023c).

Za lažje razumevanje pretekle dinamike javnega dolga je potrebna natančnejša analiza za dinamiko ključnih spremenljivk, in sicer preteklih vrednosti $r-g$ in primarnih proračunskih saldov. Iz analize pretekle višine javnega dolga, ki jo prikazuje slika 7, vidimo, da je Slovenija v preučevanem obdobju zabeležila dve obdobji izrazite rasti javnega dolga, ki jima je sledilo znižanje javnega dolga v prihodnjih letih.

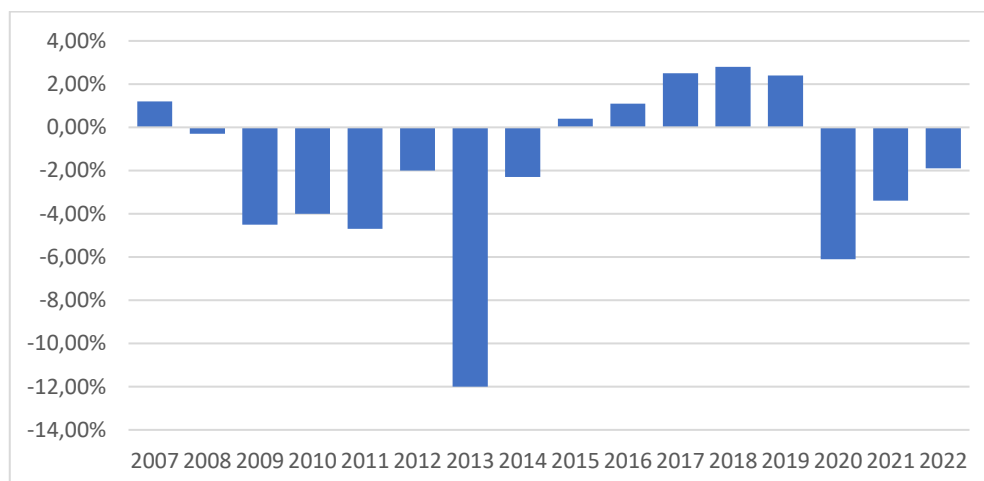
Prvo obdobje rasti javnega dolga je močno zaznamovala visoko pozitivna $r-g$, na kar sta vplivala tako naraščajoča realna implicitna obrestna mera kot tudi daljše obdobje negativne gospodarske rasti in omejenega okrevanja gospodarstva. Povečanje realne implicitne obrestne mere zaradi naraščajoče zahtevane donosnosti na novo izdani javni dolg je bila posledica zaostritve dolžniške krize v nekaterih perifernih državah evroobmočja in splošne negotovosti v mednarodnem finančnem okolju, hkrati pa tudi posledica neugodnih pričakovanj glede prihodnje gospodarske rasti in odsotnosti verodostojne fiskalne konsolidacije (Banka Slovenije, 2012). Visoko pozitivna $r-g$ pa je močno pritiskala na rast javnega dolga. Poleg neugodne velikosti $r-g$ so na višino javnega dolga negativno vplivali tudi ponavljajoči se primarni proračunski primanjkljaji. Pretekle vrednosti $r-g$ ter višino preteklih zabeleženih primarnih proračunskih saldov natančneje prikazujeta sliki 8 in 9.

Slika 8: Slovenija, vrednosti r in g v obdobju 2007–2022



Vir: lastno delo na podlagi European Commission (brez datuma) in World Bank (2023).

Slika 9: Slovenija, primarni proračunski saldo v obdobju 2007–2022



Vir: lastno delo na podlagi Eurostat (2023c).

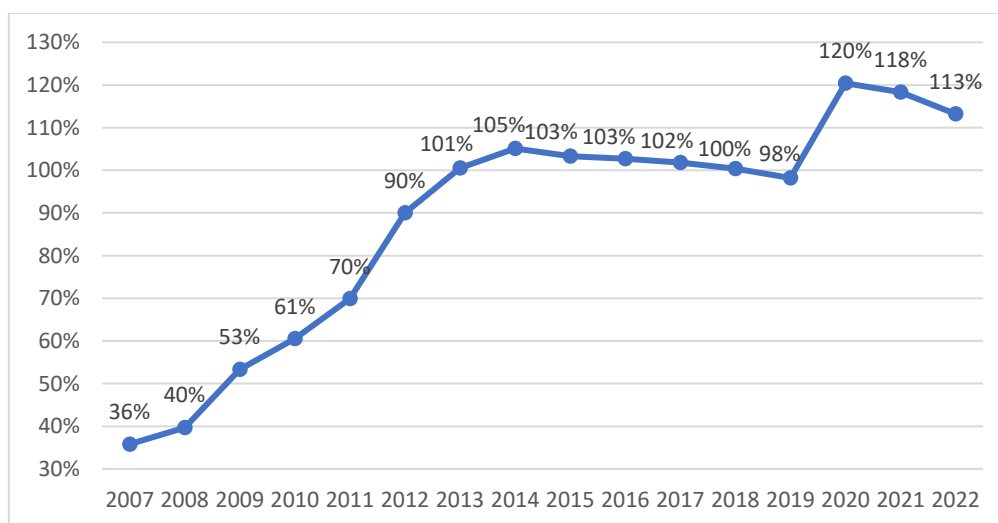
Pomembno je omeniti, da je na visok primarni proračunski primanjkljaj v letu 2013 in posledično na visoko povečanje ravni javnega dolga v tem letu vplivalo izvajanje ukrepov za stabilizacijo bančnega sistema (Banka Slovenije, 2014). Sledilo je obdobje gospodarskega okrevanja in zniževanja realne implicitne obrestne mere. Ohlapna monetarna politika ECB in izvajanje ukrepov za stabilizacijo bančnega sistema sta vplivala na bistveno znižanje obrestnih mer na novo izdani javni dolg (Banka Slovenije, 2015), s čimer se je postopoma zniževala tudi realna implicitna obrestna mera, ki jo je Slovenija plačevala na svoj dolg. Poleg tega je Slovenija v tem obdobju beležila presežke primarnega proračuna (Eurostat, 2023c). Na doseganje primarnih proračunskih presežkov je pomembno vplivalo splošno okrevanje gospodarstva (Banka Slovenije, 2018). Kot posledica hkratnega delovanja dveh za dinamiko ugodnih dejavnikov se je po podatkih Eurostata (Eurostat, 2023c) višina javnega dolga med letoma 2015 in 2019 bistveno znižala, kot to prikazuje slika 7.

Drugo obdobje kratkoročne in izrazite rasti javnega dolga je povezano z izbruhom covid-19. Veliko povečanje javnega dolga je bilo predvsem posledica padca gospodarske aktivnosti in visokega primarnega proračunskega primanjkljaja, ki je nastal kot posledica uvajanja diskrecijskih ukrepov za blaženje posledic epidemije ob hkratnem upadu davčnih prihodkov. Letu 2020 sta sledili dve leti intenzivnega inflacijskega gospodarskega okrevanja, kar je pozitivno vplivalo na znižanje $r-g$. Poleg tega so se v letu 2021 in 2022 kot posledica opuščanja diskrecijskih fiskalnih ukrepov in rasti davčnih prihodkov zaradi visoke gospodarske rasti postopoma zniževali tudi primarni proračunski primanjkljaji (Banka Slovenije, 2023). Ugodna sprememba teh dveh spremenljivk je vplivala na bistveno zmanjšanje višine javnega dolga v BDP v zadnjih dveh letih.

3.4 Analiza pretekle dinamike javnega dolga Španije

Višino ravni javnega dolga, izraženo v BDP v obdobju med letoma 2007 in 2022, prikazuje slika 10. V začetku preučevanega obdobja v primerjavi z Belgijo in Italijo je imela Španija bistveno nižji javni dolg. Leta 2007 je namreč javni dolg Španije znašal le 36 % BDP (Eurostat, 2023c).

Slika 10: Pretekla dinamika javnega dolga Španije v obdobju 2008–2022 (v % BDP)



Vir: lastno delo na podlagi Eurostat (2023c).

Za razumevanje visokega porasta javnega dolga po letu 2007 je treba predstaviti splošno gospodarsko okolje v Španiji v obdobju od vstopa države v evroobmočje do leta 2007. V obdobju nekaj let pred vstopom Španije v evroobmočje do leta 2007 je Španija beležila visoko gospodarsko rast (European Commission, 2012d).

Med letoma 1996 in 2007 je špansko gospodarstvo v povprečju raslo za 3,7 % letno. Visoka rast v tem obdobju pa je bila v veliki meri posledica prevzema evra, ki je namreč pozitivno vplival na znižanje obrestnih mer in posledično visok priliv kapitala v Španijo in višjo

zaposlenost. Kot posledica visokih prilivov tujega kapitala in hitre neuravnotežene rasti so se v gospodarstvu razvila tako zunanja kot notranja neravnovesja. Nizke obrestne mere so v kombinaciji s politiko spodbujanja lastništva stanovanj in demografskimi pritiski povzročile oblikovanje nepremičninskega balona. Hkrati se je kot posledica razcveta gradenj močno povečala tudi zadolženost zasebnega sektorja. Zaradi neravnovesja med investicijami in varčevanjem je visoko rast gospodarstva spremljal visok primanjkljaj tekočega računa plačilne bilance (European Commission, 2012d).

Nastala neravnovesja je razkril izbruh globalne finančne krize, ki je hkrati sprožila tudi proces zmanjševanja teh neravnovesij, s čimer se je začelo postopno razdolževanje zasebnega sektorja, v smislu poka nepremičninskega balona in splošnim znižanjem ravni zadolženosti zasebnega sektorja. Obstoj in začetek odpravljanja obstoječih ravnovesij sta bila razloga za počasnejše okrevanje španskega gospodarstva, obenem pa tudi razlog za nastanek novih neravnovesij v gospodarstvu na področju javnih financ (European Commission, 2012d). Globalna finančna kriza in dolžniška kriza evroobmočja sta močno prizadeli špansko gospodarstvo. Od izbruha globalne finančne krize leta 2008 q3 do 2011 q4 se je kot posledica zunanjih dejavnikov in tudi domačih neravnovesij špansko gospodarstvo kumulativno skrčilo za več kot 3 % (European Commission, 2012d). V začetni fazi gospodarske krize so španske oblasti z namenom omejitve negativnega učinka krize na povpraševanje uvedle različne diskrecijske fiskalne ukrepe. Hkrati je državni proračun utrpel velik upad davčnih prihodkov iz naslova pred krizo hitro rastočega nepremičninskega trga. Učinek omenjenih dveh dejavnikov in delovanja avtomatskih stabilizatorjev je vplival na visoko proračunsko neravnovesje. V letu 2008 je proračunski primanjkljaj tako znašal 4,1 % BDP, v letu 2009 pa kar 11,2 % BDP (Bank of Spain, 2010). Prva faza globalne finančne krize je razkrila ranljivost evroobmočja, zaradi česar se je v drugi fazi krize pod vprašaj postavil obstoj evroobmočja (Simoneti in drugi, 2019). Strah pred propadom evra oziroma dvom o vzdržnosti javnih financ se je iz Grčije in Irske preselil tudi v Španijo. Poleg tega je skrb investorjev vzbujala tudi stabilnost španskega bančnega sektorja, zaradi česar se je bistveno povečal kreditni pribitek španskih obveznic nad nemškimi. Prizadevanje za ponovno vzpostavitev zaupanja v vzdržnost javnih financ je državo prisililo v fiskalno konsolidacijo (Bank of Spain, 2011). V drugi polovici leta 2013 se je po več kot dveh letih negativne rasti začelo postopno okrevanje španskega gospodarstva. Oblastem je uspelo z uvedbo različnih strukturnih ukrepov uspešno prestrukturirati bančni sistem in zmanjšati konkurenčnostni zaostanek. Kriza z dvojnim dnom je pustila hude posledice na javnih financah (European Commission, 2014c).

Sledilo je obdobje gospodarske okrevanja, postopnega zniževanja proračunskih primanjkljajev in posledično postopnega zniževanja ravni javnega dolga. Pomembno je omeniti, da je bilo znižanje proračunskih primanjkljajev predvsem posledica cikličnih dejavnikov in nižjih stroškov financiranja in ne posledica fiskalne konsolidacije (Bank of Spain, 2021). Petletno ekspanzijo španskega gospodarstva je prekinil izbruh covid-19, s tem pa se je prekinil tudi trend zniževanja ravni javnega dolga. Zaradi visokega števila okužb

in vpliva epidemije na turizem, ki je ena ključnih panog španskega gospodarstva, je kot posledica ukrepov za preprečitev širjenja virusa Španija utrpela največji padec gospodarske aktivnosti med večjimi razvitimi gospodarstvi (IMF, 2022). Z namenom omilitve kratkoročnih posledic gospodarskega šoka, hkrati pa tudi preprečitev škode za dolgo ročno rast gospodarstva, so bili v Španiji sprejeti različni diskrecijski fiskalni ukrepi, namenjeni spodbujanju gospodarske aktivnosti (Bank of Spain, 2021). Kljub temu se je po podatkih Svetovne banke španski BDP v letu 2020 skrčil za kar 11,3 % (World Bank, 2023). Visok upad gospodarske aktivnosti v kombinaciji z visokim proračunskim primanjkljajem sta vplivala na visok porast ravni javnega dolga v letu 2020 (Bank of Spain, 2021).

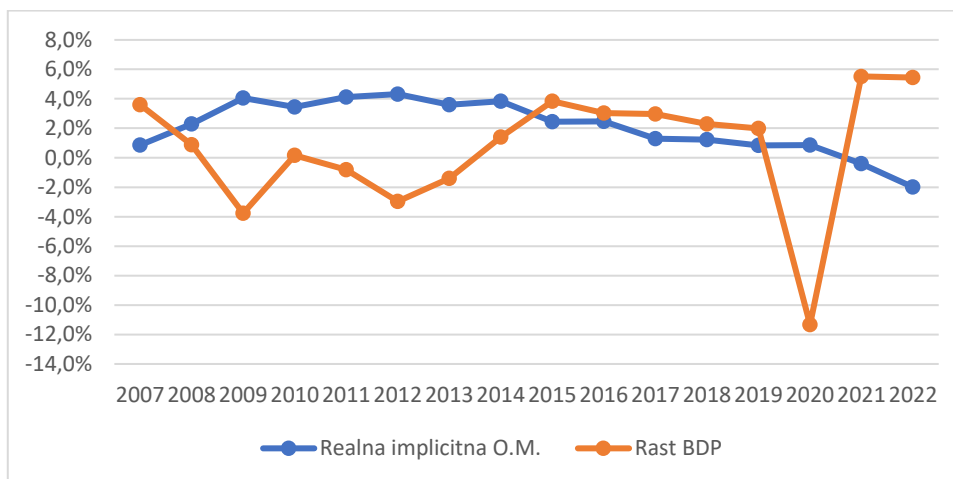
Z razvojem cepiv in precepljenostjo prebivalstva, ki sta pomagala pri omejitvi širjenja virusa, se je začelo postopno odpiranje gospodarstva, kar je spodbudilo izrazito okrevanje gospodarske aktivnosti v letu 2021 (Bank of Spain, 2022). Po podatkih Svetovne banke je Španija v letu 2021 zabeležil 7,2 % rast BDP (World Bank, 2023). Zaradi tega so bili opuščeni nekateri diskrecijski fiskalni ukrepi za spodbujanje gospodarstva in reševanje zdravstvene situacije. Po ocenah Nacionalnega revizijskega urada Španije so se omenjeni ukrepi znižali za 19 %, kar je pozitivno vplivalo na znižanje proračunskega primanjkljaja, ki se je iz 10,3 % BDP v letu 2020 zmanjšal na 6,9 % BDP v letu 2021. Kljub temu pa je bilo znižanje proračunskega primanjkljaja predvsem posledica cikličnih dejavnikov (Bank of Spain, 2022).

Okrevanje španskega gospodarstva se je nadaljevalo tudi v letu 2022. Z nadaljnjim opuščanjem fiskalne podpore gospodarstvu in splošnim okrevanjem gospodarstva so se nekoliko izboljšali tudi fiskalni kazalniki. Proračunski primanjkljaj se je v letu 2022 ponovno znižal in je znašal 4,8 % BDP. Kljub znižanju pa je le-ta za 1,7 o. t. višji od proračunskega primanjkljaja iz leta 2019. Kot posledica zmanjševanja proračunskega primanjkljaja in krepke nominalne gospodarske rasti se je raven javnega dolga v letih 2021 in 2022 nekoliko znižala (Bank of Spain, 2023). Tako je javni dolg po podatkih Eurostata konec leta 2022 znašal 113,2 % BDP (Eurostat, 2023c).

Preteklo raven javnega dolga Španije sta tako kot v primeru ostalih držav pomembno zaznamovali dve obdobji izrazite rasti javnega dolga. Prvo obdobje je povezano z globalno finančno krizo in dolžniško krizo evroobmočja, medtem ko je drugo obdobje povezano z izbruhom epidemije covid-19. V prvem obdobju sta na dinamiko javnega dolga izrazito negativno vplivala tako pozitivna $r-g$ kot tudi visoki primarni proračunski primanjkljaji. Visoko pozitivna $r-g$ je bila predvsem posledica negativne oziroma izjemno nizke gospodarske rasti med letoma 2008 in 2014. Poleg tega pa je na višino $r-g$ pozitivno vplivala tudi rast zahtevane donosnosti na novo izdani javni dolg, ki se je kazala v nizki, a kljub temu pozitivni rasti realne implicitne obrestne mere. Drugi dejavnik, ki je pomembno vplival na rast javnega dolga v tem obdobju, pa so bili visoki primarni proračunski primanjkljaji. Izbruh globalne finančne krize je namreč oklestil visoke davčne prihodke iz obdobja ekspanzije španskega gospodarstva iz naslova nepremičninskega trga in zasebne potrošnje (European Commission, 2012d). Med letoma 2014 in 2019 oziroma v vmesnem obdobju med dvema

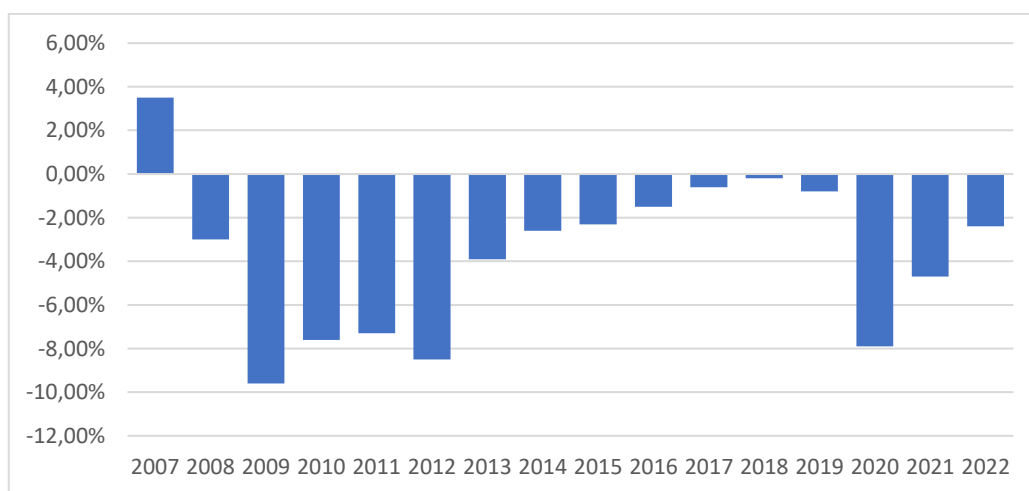
odbojema visoke rasti javnega dolga se je javni dolg kot posledica znižanja $r-g$ znižal, in sicer tako zaradi višanja gospodarske rasti kot tudi zaradi zniževanja realne implicitne obrestne mere, poleg tega pa tudi kot posledica zniževanja primarnega proračunskega primanjkljaja (Bank of Spain, 2020). Pomembno pa je omeniti, da je bilo zniževanje proračunskih primanjkljajev predvsem posledica ugodnega ekonomskega cikla in ne toliko posledica strukturnih ukrepov (Bank of Spain, 2020). Pretekle vrednosti dveh komponent dinamike javnega dolga prikazujeta sliki 11 in 12.

Slika 11: Španija, vrednosti r -in g v obdobju 2007–2022



Vir: lastno delo na podlagi European Commission (brez datuma) in World Bank (2023).

Slika 12: Španija, primarni proračunski saldo v obdobju 2007–2022



Vir: lastno delo na podlagi Eurostat (2023c).

Drugo obdobje visokega povečanja javnega dolga, kot v primeru ostalih držav, povezujemo z izbruhom pandemije covid-19. Visok primarni proračunski primanjkljaj in visoko povišanje $r-g$ zaradi izrazitega upada gospodarske aktivnosti sta bila zaslužna za visoko rast

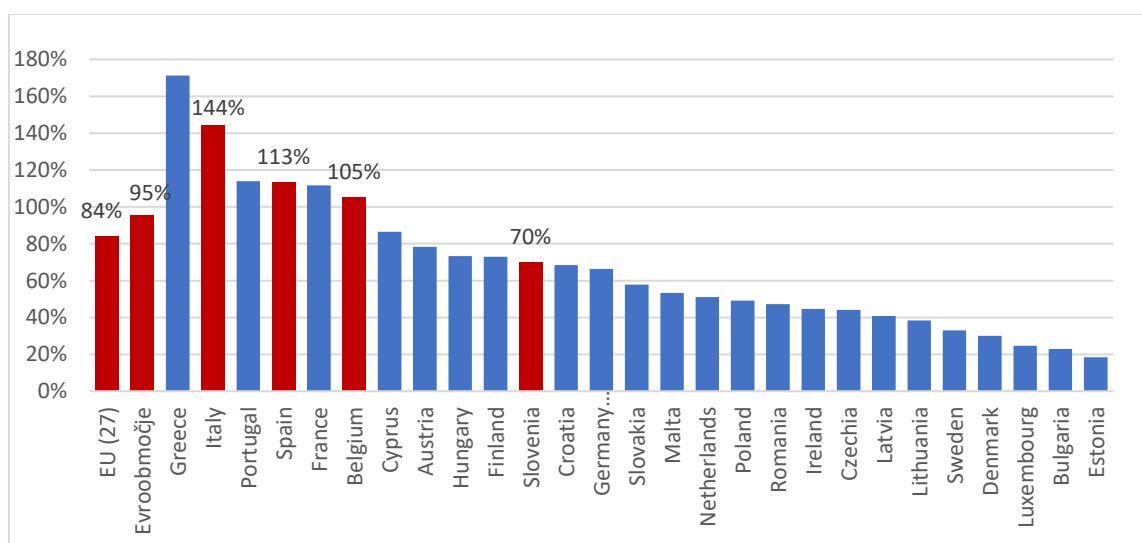
ravni javnega dolga v letu 2020 (Bank of Spain, 2021). S sprotnim opuščanjem restriktivnih ukrepov v letih 2021 in 2022 se je začelo postopno zniževanje javnega dolga.

Hitro okrevanje gospodarstva v kombinaciji z visoko inflacijo je vplivalo na padec $r-g$ in s tem na precej bolj ugodno dinamiko javnega dolga. Poleg tega se je sicer še vedno negativni vpliv primarnega proračunskega primanjkljaja med letoma 2021 in 2022 postopoma zniževal kot posledica opuščanja ukrepov in kot posledica gospodarskega okrevanja (Bank of Spain, 2023).

3.5 Primerjava višine in strukture javnega dolga izbranih držav v letu 2022

V okviru tega podpoglavja sem v prvi vrsti izbrane države primerjal s preostalimi članicami EU v okviru višine ravni javnega dolga konec leta 2022. V nadaljevanju pa sem se dodatno osredotočil še na samo strukturo javnega dolga izbranih držav ter izbrane države primerjal glede na izbrane kazalnike. Izbrane štiri države so bile konec leta 2022 relativno visoko zadolžene v primerjavi s preostalimi članicami EU in članicami evroobmočja. Zadolženost oziroma višino ravni javnega dolga držav članic EU ter povprečno višino javnega dolga v EU in evroobmočju prikazuje slika 13.

Slika 13: Zadolženost članic EU in evroobmočja leta 2022



Vir: lastno delo na podlagi Eurostat (2023c).

Kot je razvidno iz slike 13, so bile Italija, Španija in Belgija med najvišje zadolženimi državami v EU. Po drugi strani je bila Slovenija z javnim dolgom v višini 70 % BDP podpovprečno zadolžena v primerjavi s povprečjem EU in povprečjem evroobmočja. Kljub temu pa Slovenija sodi med višje zadolžene članice EU. Šestnajst izmed sedemindvajsetih članic EU je bilo namreč v letu 2022 nižje zadolženih kot Slovenija. Čeprav pri vseh štirih državah govorimo o višje zadolženih članicah EU, pa je med njimi vseeno bistvena razlika

v višini javnega dolga. Najbolj izstopata Italija z najvišjim in Slovenija z najnižjim javnim dolgom izmed štirih izbranih držav (Eurostat, 2023e).

Poleg same višine javnega dolga je za prihodnjo dinamiko in vzdržnost javnega dolga ključnega pomena tudi struktura javnega dolga (European Commission, 2023a). Pregled strukture javnega dolga izbranih držav prikazuje tabela 1, kjer sem države primerjal glede na dovzetnost za obrestno in valutno tveganje. Nizka povprečna dospelost javnega dolga in visok delež kratkoročnega dolga vplivata na povišano občutljivost implicitne obrestne mere oziroma stroška zadolževanja na spremenjene tržne razmere (European Commission, 2023a).

Poleg tega na dovzetnost za obrestno tveganje pomembno vpliva tudi delež dolga z spremenljivo obrestno mero. V zadnjih letih je uspelo večini držav EU, na krilih ugodnega učinka ekspanzivne monetarne politike ECB, bistveno podaljšati povprečno dospelost javnega dolga. Povprečna dospelost javnega dolga EU se je tako iz 5,4 leta v letu 2009 povečala na 8,5 leta v letu 2022. Podobno velja tudi za Belgijo, Španijo in Slovenijo, ki so v omenjenem obdobju uspešno podaljšale povprečno dospelost javnega dolga. Po drugi strani pa je bilo povečanje povprečne dospelosti javnega dolga Italije precej omejeno (European Commission, 2023a). Ob primerjavi povprečne dospelosti javnega dolga štirih izbranih držav opazimo, da je Italija s povprečno dospelostjo javnega dolga 7,7 leta najbolj izpostavljena učinkom spremembe obrestne mere. Hkrati je povprečna dospelost javnega dolga Italije tudi nekoliko pod povprečjem EU. Najugodnejšo strukturo javnega dolga pa je konec leta 2022 zabeležila Belgija (Eurostat, 2023b).

Tabela 1: Struktura javnega dolga izbranih držav

Država	Belgija	Italija	Slovenija	Španija
Povprečna dospelost (v letih)	10,9	7,7	9,9	8
Delež k. r. dolga ob izdaji (v %)	8,30	13,10	3,40	5,10
Delež dolga v domači valuti (v %)	100	99,90	99,90	100

Vir: lastno delo na podlagi Eurostat (2023a), Eurostat (2023b) in Eurostat (2023d).

Na izpostavljenost javnega dolga spremembi obrestne mere pomembno vpliva tudi delež kratkoročnega dolga v celotnem dolgu, ki predstavlja delež javnega dolga, izdanega z dospelostjo manj kot eno leto (European Commission, 2023a). Na podlagi deležev kratkoročnega dolga konec leta 2022 opazimo, da je tudi v okviru tega kazalnika Italija s 13,1 % kratkoročnega dolga v celotnem dolgu najbolj izpostavljena spremembi kratkoročne obrestne mere (Eurostat, 2023b). Mejno vrednost za visoko tveganje na podlagi deleža kratkoročnega javnega dolga je European Commission postavila v višini 6,57 % (European Commission, 2023a). Na podlagi predstavljenega kriterija bi zato za tveganje previsoke izpostavljenosti poleg Italije izpostavil tudi Belgijo. Izbrane štiri države sem primerjal tudi glede na valutno strukturo javnega dolga. Opazimo pa, da je valutno tveganje javnega dolga

štirih držav zanemarljivo. Konec leta 2022 je bil namreč v primeru Belgije in Španije javni dolg v celoti izdan v domači valuti oziroma je bil delež javnega dolga, izdanega v tuji valuti, minimalen in zanemarljiv v primeru Italije in Slovenije (Eurostat, 2023d).

4 METODOLOGIJA ANALIZE DINAMIKE JAVNEGA DOLGA

Za namen analize prihodnje dinamike javnega dolga štirih držav sem za vsako izmed držav izdelal projekcije prihodnje dinamike javnega dolga, projekcije primarnega proračunskega salda, ki stabilizira javni dolg (v nadaljevanju stabilizirajoči primarni saldo), in projekcije bruto potreb po financiranju. Poglavje metodologije analize dinamike javnega dolga sem razdelil v tri podpoglavja. V podpoglavju 4.1 sem predstavil izpeljavo in matematični zapis treh enačb, s pomočjo katerih sem izdelal projekcije, v podpoglavju 4.2 sem predstavil oblikovane scenarije, v podpoglavju 4.3 pa sem predstavil definirane kriterije za oceno vzdržnosti javnega dolga.

4.1 Metodologija analize dinamike javnega dolga

S pomočjo projekcij dinamike gibanja višine javnega dolga sem prikazal napovedano višino in letne spremembe javnega dolga v obdobju desetih let med letoma 2023 in 2032. Metoda, ki sem jo uporabil pri izdelavi projekcij prihodnje dinamike gibanja javnega dolga, ustreza metodologiji, predstavljeni v Escolano (2010). Za izvedbo projekcije je ključnega pomena razumevanje vpliva ekonomskih spremenljivk na dinamiko javnega dolga. Na trenutno absolutno višino javnega dolga vpliva več faktorjev, kot so višina javnega dolga v preteklem obdobju, višina obresti na pretekli dolg, primarni proračunski saldo v tekočem letu in pa prilagoditve stanja in tokov tekočega leta, ki vplivajo na višino dolga, ne vplivajo pa na primarni proračunski saldo, v kar vključujemo neto pridobitve finančnih sredstev, prevrednotenja zaradi tečajnih razlik, izven proračunske operacije in statistične napake itd. (Rant in drugi, 2022). Za namen projekcije dinamike gibanja javnega dolga v okviru magistrskega dela sem predpostavljal, da bodo prilagoditve stanja in tokov v prihodnje za dinamiko nevtralne. Zato sem jih iz analize izpustil. V skladu z Escolano (2010) in ob upoštevanju lastne predpostavke glede prilagoditve stanja in tokov višino javnega dolga v tekočem letu formalno matematično zapišemo z enačbo (1), kjer D_t predstavlja višino dolga v tekočem letu, D_{t-1} predstavlja višino dolga v preteklem letu, ii_t predstavlja nominalno implicitno obrestno mero v tekočem letu, $ii_t D_{t-1}$ predstavlja plačane obresti v tekočem letu in PB_t predstavlja primarni proračunski saldo.

$$D_t = D_{t-1} + ii_t D_{t-1} - PB_t \quad (1)$$

Ob upoštevanju Fisherjeve enačbe (2) nominalno implicitno obrestno mero (ii_t) izrazimo z realno implicitno obrestno mero (ri_t) in inflacijo oziroma deflatorjem BDP (π_t). Tako lahko višino javnega dolga v tekočem letu zapišemo tudi z enačbo (3) (Escolano, 2010).

$$(1 + ii_t) = (1 + ri_t)(1 + \pi_t) \quad (2)$$

$$D_t = D_{t-1} (1 + ri_t)(1 + \pi_t) - PB_t \quad (3)$$

Za prikaz višine javnega dolga, izraženega v razmerju do BDP, enačbo (1) preuredimo tako, da obe strani enačbe delimo z višino BDP tekočega leta in upoštevamo, da je BDP tekočega leta produkt BDP preteklega leta in nominalne rasti BDP. Matematični zapis prikazuje enačba (4), kjer spremenljivke, izražene v razmerju do BDP, zapišemo z malimi tiskanimi črkami in kjer g_t predstavlja realno stopnjo rasti BDP v tekočem letu (Escolano, 2010).

$$d_t = d_{t-1} \left(1 + \frac{ri_t - g_t}{1 + g_t} \right) - pb_t \quad (4)$$

S preureditvijo enačbe (4) lahko z enačbo (5) prikažemo spremembo razmerja dolga tekočega leta v primerjavi s preteklim letom. Razčlenitev enačbe (5), ki jo prikazuje enačba (6), na več komponent nam omogoča prikaz vpliva posamezne spremenljivke na spremembo višine stopnje dolga. Iz enačb (5) in (6) lahko opazimo, da na spremembo razmerja dolga oziroma na dinamiko javnega dolga vplivajo višina realnih obrestnih mer (oziroma višina nominalnih obrestnih mer in višina inflacije), višina realne rasti BDP, stopnja javnega dolga v preteklem letu in primarni proračunski saldo (Escolano, 2010).

$$d_t - d_{t-1} = d_{t-1} \left(\frac{ri_t - g_t}{1 + g_t} \right) - pb_t \quad (5)$$

$$d_t - d_{t-1} = d_{t-1} \left(\frac{ri_t}{1 + g_t} \right) - d_{t-1} \left(\frac{g_t}{1 + g_t} \right) - pb_t \quad (6)$$

Pri izdelavi projekcij stabilizirajočega primarnega proračunskega salda sem se, tako kot v primeru projekcij dinamike gibanja javnega dolga, zgledoval po metodologiji, predstavljeni v Escolano (2010). V tem primeru gre za izračun primarnega proračunskega salda, potrebnega za stabilizacijo javnega dolga. Do matematičnega zapisa stabilizirajočega primarnega salda pridemo s preoblikovanjem enačbe (5), na način, da predpostavimo konstantno raven javnega dolga v prihodnje. Sprememba dolga je torej enaka nič, kar lahko formalno zapišemo z enačbo (7), kjer pb^* predstavlja stabilizirajoči primarni saldo, d^* pa stabilno višino javnega dolga. Opazimo, da na višino stabilizirajočega primarnega salda pomembno vpliva vrzel med realno obrestno mero in gospodarsko rastjo, hkrati pa tudi sama višina stopnje javnega dolga (Escolano, 2010).

$$pb^* = d^* \left(\frac{ri_t - g_t}{1 + g_t} \right) \quad (7)$$

Izdelal sem tudi projekcije bruto potreb po financiranju, s čimer sem prikazal napovedane prihodnje likvidnostne potrebe posamezne države v okviru treh scenarijev in s tem prikazal potencialna likvidnostna tveganja držav. Bruto potrebe po financiranju vključujejo potrebe po refinanciranju obstoječega dolga, poplačilo obresti na obstoječi dolg, pokrivanje primarnega proračunskega primanjkljaja in prilagoditev stanja in tokov (European

Commission, 2023a). Tako kot v primeru projekcije prihodnje dinamike javnega dolga tudi v primeru projekcije predpostavljam, da bodo imela prilagoditev stanja in tokov nevtralen učinek, zato sem jih v analizi zanemaril. V skladu z zapisanim in po vzoru Rant in drugi (2022) lahko bruto potrebe po financiranju matematično zapišemo, kot to prikazuje enačba (8), v primeru, ko govorimo o nominalni vrednosti bruto potreb po financiranju. V svoji projekciji sem bruto potrebe po financiranju izrazil kot delež v BDP, ki sem jih označil s kratico gfn , katere matematični zapis prikazuje enačba (9). AM_t predstavlja povprečno dospelost javnega dolga v tekočem letu, d_{t-1}/AM_t predstavlja potrebe po refinanciranju javnega dolga v tekočem letu, $ii_t d_{t-1}$ poplačilo obresti na obstoječi dolg, pb_t pa kot že znano primarni proračunski saldo (Rant in drugi, 2022).

$$GFN_t = \frac{D_{t-1}}{AM_t} + ii_t D_{t-1} - PB_t \quad (8)$$

$$gfn_t = \frac{d_{t-1}}{AM_t} + ii_t d_{t-1} - pb_t \quad (9)$$

4.2 Oblikovanje scenarijev

V magistrskem delu sem na podlagi osnovnega, optimističnega in pesimističnega scenarija predstavil in analiziral prihodnjo dinamiko javnega dolga štirih izbranih držav. Izdelal sem projekcije dinamike javnega dolga za obdobje desetih let. Pri izbiri časovnega intervala projekcije sem se zgledoval po analizi vzdržnosti javnega dolga, ki je bila izvedena pri Rant in drugi (2022). Interval desetih let je namreč dovolj dolg za prikaz učinka spremembe oblikovanih spremenljivk in hkrati ne predolg, s čimer se omeji negotovost (European Commission, 2014a). V tem poglavju sem podrobneje predstavil tri scenarije in njihove predpostavke.

4.2.1 Osnovni scenarij

Osrednji oziroma osnovni scenarij predstavlja najbolj verjetno prihodnjo dinamiko javnega dolga v obdobju desetih let. Oblikovanje predpostavk osnovnega scenarija namreč temelji na metodah, predstavljenih v European Commission (2023a) in na metodah, uporabljenih v Rant in drugi (2022). V nadaljevanju sem ločeno predstavil izbiro in oblikovanje predpostavk posamezne spremenljivke osnovnega scenarija.

Pri napovedi višine rasti BDP v preučevanem obdobju se v celoti zanašam na napovedi Evropske komisije. V prvih dveh letih projekcije predvidevam rast v višini, ki jo napoveduje Pomladanska gospodarska napoved Evropske komisije (European Commission, 2023b). Med letoma 2025 in 2032 z namenom ohranjanja realnosti predpostavk predpostavljam nekoliko bolj konservativno napoved gospodarske rasti. Predpostavka rasti v tem obdobju temelji na napovedih dolgoročne potencialne gospodarske rasti med letoma 2019 in 2070 (European Commission, 2021). Predpostavljene vrednosti rasti BDP prikazuje tabela 2.

Tabela 2: Osnovni scenarij, napoved višine rasti BDP (v %)

Država/leto	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Belgija	1,20	1,40	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Italija	1,20	1,10	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Slovenija	1,20	2,20	1,60	1,60	1,60	1,60	1,60	1,60	1,60	1,60
Španija	1,90	2,00	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40

Vir: European Commission (2023b) in European Commission (2019).

Napoved prihodnje inflacije oziroma deflatorja BDP se tako kot predpostavka gospodarske rasti v prvih dveh letih nanaša na Pomladansko napoved Evropske komisije (European Commission, 2023b). Z letom 2025 pa predvidevam znižanje deflatorja BDP na 2 %. Predpostavljam namreč, da bo ECB do leta 2025 uspelo ponovno doseči zastavljeno ciljno raven cenovne stabilnosti, hkrati pa, da bo deflator BDP v letu 2025 konvergirala na to raven in ostala na tej ravni skozi celotno preostalo obdobje projekcije. Predpostavljene vrednosti deflatorja BDP v okviru osnovnega scenarija prikazuje tabela 3.

Tabela 3: Osnovni scenarij, napoved deflatorja BDP (v %)

Država/leto	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Belgija	3,80	2,30	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Italija	4,10	3,40	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Slovenija	7,30	4,30	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Španija	4,40	2,90	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00

Vir: lastno delo na podlagi European Commission (2023b).

Pri napovedi realne implicitne obrestne mere se ravno tako zanašam na metodologijo, ki jo je uporabila European Commission (2023a). Nominalno implicitno obrestno mero sem tako preračunal na podlagi pričakovane kratkoročne tržne obrestne mere, deleža kratkoročnega dolga v celotnem dolgu, deleža novo izdanega dolgoročnega dolga v celotnem dolgu, pričakovane dolgoročne tržne obrestne mere in pa implicitne obrestne mere v letu 2022.

Predpostavljam nekaj poenostavitev strukture javnega dolga, in sicer, da sta tako obstoječi javni dolg kot tudi novo izdani javni dolg izdana s fiksno obrestno mero. Poleg tega predpostavljam tudi, da bodo države svoje kratkoročne potrebe po financiranju izpolnjevale z izdajo dolga z ročnostjo 1 leto, dolgoročne potrebe po financiranju pa z izdajo dolga z ročnostjo 10 let. Posledično se kratkoročna tržna obrestna mera nanaša na prihodnjo donosnost enoletne državne obveznice, dolgoročna tržna obrestna mera pa na prihodnjo donosnost desetletne državne obveznice. Predpostavljam tudi, da bodo države izdajale izključno brezakuponske obveznice. Nazadnje predpostavljam še, da bodo države skozi celotno preučevano obdobje ohranjale razmerje med kratkoročnim in dolgoročnim dolgom iz leta 2022.

Pri napovedi prihodnjih tržnih obrestnih mer predpostavljam, da trenutna termimska struktura obrestnih mer hkrati prikazuje tudi tržna pričakovanja glede donosov v prihodnosti (Neely, 2023). Izračun termimskih obrestnih mer na podlagi donosnosti državnih obveznic, ki sem jih pridobil iz Bloombergove finančne podatkovne baze dne 30. 12. 2022, sem izvedel s pomočjo enačbe (10), kjer $i_{t1,t2}$ predstavlja nominalno obrestno mero obveznice v letu t1 (Neely, 2023).

$$i_{t1,t2} = \left(\frac{(1+i_{t0,t2})^{(t2-t0)}}{(1+i_{t0,t1})^{(t1-t0)}} \right)^{\frac{1}{(t2-t1)}} \quad (10)$$

Izračun nominalne implicitne obrestne mere oziroma matematični zapis izračuna implicitne obrestne mere pa prikazujeta enačbi (11) in (12), kjer ii_t predstavlja nominalno implicitno obrestno mero, a_{t-1} predstavlja delež kratkoročnega dolga v prejšnjem letu, i_t^{KR} predstavlja kratkoročno tržno obrestno mero, b_{t-1} predstavlja delež novo izdanega dolgoročnega dolga prejšnjega leta, i_t^{DR} predstavlja dolgoročno tržno obrestno mero, $1 - a_{t-1} - b_{t-1}$ predstavlja delež ne zapadlega dolgoročnega dolga v celotnem dolgu, $1 - b_{t-1}$ predstavlja delež ne zapadlega dolgoročnega dolga v dolgoročnem dolgu in iir_{t-1}^{DR} predstavlja dolgoročno nominalno implicitno obrestno mero v preteklem letu (European Commission, 2023a).

Nato sem na podlagi izračunane nominalne implicitne obrestne mere ob upoštevanju deflatorja BDP s pomočjo Fisherjeve enačbe pridobil napovedane vrednosti realne implicitne obrestne mere. Matematični zapis le-te prikazuje enačba (13), kjer ri_t predstavlja realno implicitno obrestno mero, π_t pa deflator BDP.

$$ii_t = a_{t-1} \cdot i_t^{KR} + b_{t-1} \cdot i_t^{DR} + (1 - a_{t-1} - b_{t-1}) \cdot iir_{t-1}^{DR} \quad (11)$$

$$ii_t^{DR} = b_{t-1} \cdot i_t^{DR} + (1 - b_{t-1}) \cdot iir_{t-1}^{DR} \quad (12)$$

$$ri_t = \left(\frac{1+ii_t}{1+\pi_t} \right) - 1 \quad (13)$$

Na podlagi lastnega izračuna ter omenjenih predpostavk sem napovedal višino nominalne implicitne obrestne mere skozi preučevano obdobje v okviru osnovnega scenarija. Višino napovedane implicitne obrestne mere v preučevanem obdobju prikazuje tabela 4.

Tabela 4: Osnovni scenarij, napoved nominalne implicitne obrestne mere(v %)

Država/leto	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Belgija	1,58	1,92	2,10	2,24	2,37	2,51	2,66	2,79	2,88	2,95
Italija	3,04	3,72	3,72	4,05	4,12	4,33	4,42	4,47	4,60	4,48
Slovenija	1,85	2,13	2,40	2,66	2,86	3,05	3,29	3,32	3,46	3,62
Španija	2,22	2,53	2,70	2,88	3,05	3,22	3,31	3,45	3,56	3,60

Vir: lastno delo.

Napoved primarnega proračunskega salda temelji na dveh predpostavkah. Za prvi dve leti predpostavljam, da bo primarni proračunski primanjkljaj oz. presežek tak, kot ga Evropska komisija napoveduje v Pomladanski napovedi (European Commission, 2023b). Za preostanek projekcije pa predpostavljam, da bodo države ohranjale strukturni primarni proračunski saldo, ki je bilo dosežen v letu 2024. Poleg tega predpostavljam, da bo gospodarska rast držav v tem obdobju enaka potencialnemu BDP, zaradi česar bo strukturni primarni proračunski saldo enak dejanskemu primarnemu saldu. V skladu z napovedmi v Evropske komisije (European Commission, 2021) predvidevam rast stroškov staranja v preučevanem obdobju, ki bodo vplivali na povečanje primarnega proračunskega primanjkljaja oziroma znižanje presežka držav med letoma 2024 in 2032. Letno spremembo višine stroškov staranja sem preračunal na podlagi višine stroškov staranja, izraženih v % BDP, ki so za posamezna leta navedeni v European Commission (2021), natančneje za leta 2019, 2030 in 2040. Med posameznimi leti pa predpostavljam linearno rast stroškov staranja. Pridobljene povečane stroške staranja sem prištel predpostavljenemu konstantnemu primarnemu proračunskemu saldu, s čimer sem dobil predpostavljene primarne proračunske salde držav. Napovedane vrednosti primarnega proračunskega salda prikazuje tabela 5.

Tabela 5: Osnovni scenarij, napoved primarnega proračunskega salda (v % BDP)

Država/leto	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Belgija	-3,30	-2,80	-2,88	-3,06	-3,24	-3,42	-3,60	-3,78	-3,94	-4,10
Italija	-0,50	0,50	-0,52	-0,74	-0,96	-1,18	-1,40	-1,62	-1,73	-1,84
Slovenija	-2,50	-1,60	-2,48	-2,66	-2,84	-3,02	-3,20	-3,38	-3,70	-4,02
Španija	-1,60	-0,90	-0,83	-0,85	-0,88	-0,91	-0,94	-0,96	-1,06	-1,16

Vir: lastno delo na podlagi European Commission (2023b).

Za napoved povprečne dospelosti javnega dolga se zanašam na v Eurostatovi podatkovni bazi predstavljeno strukturo javnega dolga po dospelosti iz leta 2022 (Eurostat, 2023a). Zaradi pomanjkanja podatka o popolni razčlenitvi dolga glede na leta do dospelosti predpostavljam nekoliko poenostavljeno strukturo javnega dolga. Na način, da v primeru, ko Eurostat (2023a) navaja višino dolga, ki zapade v obdobju med 5 in 7 let, predpostavljam, da v vsakem letu zapade enak delež dolga. Predpostavljam tudi, da bodo države skozi celotno obdobje ohranjale enako razmerje med kratkoročnim in dolgoročnim dolgom iz leta 2022. Predpostavljene vrednosti povprečne dospelosti javnega dolga so prikazane v tabeli 6.

Tabela 6: Osnovni scenarij, napoved povprečne dospelosti javnega dolga (v letih)

Država/leto	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Belgija	10,61	10,36	10,06	9,72	9,34	8,96	8,55	8,11	7,65	7,18
Italija	7,91	7,93	7,93	7,90	7,82	7,50	7,16	6,73	6,30	5,86
Slovenija	9,49	9,31	9,12	8,90	8,63	8,34	8,02	7,78	7,50	7,19
Španija	8,20	8,20	8,15	8,07	7,93	7,63	7,29	6,87	6,44	6,05

Vir: lastno delo.

4.2.2 Optimistični scenarij

V okviru optimističnega scenarija testiram učinek višje gospodarske rasti na napovedano dinamiko javnega dolga. Predpostavljam torej, da so napovedi gospodarske rasti, ki jih vključuje osnovni scenarij, preveč konservativne. Višja napovedana rast temelji na predpostavki, da bo prihodnja gospodarska rast enaka povprečni že doseženi pretekli rasti.

Napoved gospodarske rasti Belgije, Slovenije in Španije je enaka povprečni rasti preteklih 25 let. Pri napovedi gospodarske rasti Italije pa predpostavljam, da bo prihodnja rast enaka povprečni rasti preteklih 50 let (World Bank, 2023). Zaradi nizke rasti preteklih 25 let bi bila namreč rast v optimističnem scenariju nižja od tiste v okviru osnovnega scenarija.

Predpostavljam, da višja rast ne bo vplivala na višino deflatorja in nominalno obrestno mero. Zaradi vpliva prihodnje dinamike in strukture dolga na izračun nominalne implicitne obrestne mere pa bo nekoliko vplivala na spremembo realne in nominalne implicitne obrestne mere. Pomembneje pa bo višja napovedana gospodarska rast vplivala na višino napovedanega primarnega proračunskega salda. V okviru optimističnega scenarija sem namreč na podlagi ocene elastičnosti (angl. semi-elasticities) proračunskega salda vrednosti primarnih proračunskih saldov prilagodil višji napovedani rasti (European Commission, 2019). V okviru optimističnega scenarija sem na podlagi ocene elastičnosti proračunskega salda ocenil odstotkovno izboljšanje primarnega proračunskega salda ob 1 % povečanju gospodarske rasti nad potencialno ravnjo. Ocena elastičnosti za Belgijo znaša 0,615, za Italijo 0,544, za Slovenijo 0,468, za Španijo pa 0,597 (European Commission, 2019). V letih 2023 in 2024 predvidevam višino potencialne gospodarske rasti v višini, kot jo v Pomladanski napovedi predvideva European Commission (2023b). Hkrati predpostavljam, da bo potencialna gospodarska rast držav po letu 2025 enaka gospodarski rasti v osnovnem scenariju.

Poleg tega se bodo izključno zaradi spremenjene dinamike javnega dolga in posledično tudi strukture javnega dolga spremenile povprečne dospelosti javnega dolga. Ostale predpostavke optimističnega v povezavi s strukturo javnega dolga pa ostajajo nespremenjene. Predpostavljene vrednosti spremenljivk so prikazane v tabelah 7–11.

Tabela 7: Optimistični scenarij, napoved višine rasti BDP (v %)

Država/leto	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Belgija	1,76	1,76	1,76	1,76	1,76	1,76	1,76	1,76	1,76	1,76
Italija	1,60	1,60	1,60	1,60	1,60	1,60	1,60	1,60	1,60	1,60
Slovenija	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70	2,70
Španija	1,82	1,82	1,82	1,82	1,82	1,82	1,82	1,82	1,82	1,82

Vir: lastno delo.

Tabela 8: Optimistični scenarij, napoved deflatorja BDP (v %)

Država/leto	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Belgija	3,80	2,30	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Italija	4,10	3,40	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Slovenija	7,30	4,30	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Španija	4,40	2,90	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00

Vir: lastno delo na podlagi European Commission (2023b).

Tabela 9: Optimistični scenarij, napoved nominalne implicitne obrestne mere (v %)

Država/leto	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Belgija	1,60	1,93	2,11	2,25	2,37	2,51	2,66	2,79	2,88	2,94
Italija	3,04	3,72	3,71	4,06	4,13	4,33	4,42	4,47	4,60	4,48
Slovenija	1,85	2,14	2,41	2,66	2,85	3,03	3,27	3,30	3,44	3,60
Španija	2,19	2,50	2,67	2,85	3,02	3,19	3,29	3,43	3,54	3,58

Vir: lastno delo.

Tabela 10: Optimistični scenarij, napoved primarnega proračunskega salda (v % BDP)

Država/leto	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Belgija	-3,26	-2,64	-2,53	-2,71	-2,89	-3,07	-3,25	-3,43	-3,59	-3,75
Italija	-0,07	0,88	-0,20	-0,42	-0,64	-0,86	-1,08	-1,30	-1,41	-1,52
Slovenija	-2,64	-1,79	-1,97	-2,15	-2,33	-2,51	-2,69	-2,87	-3,19	-3,51
Španija	-1,23	-0,71	-0,58	-0,60	-0,63	-0,66	-0,68	-0,71	-0,81	-0,91

Vir: lastno delo.

Tabela 11: Optimistični scenarij, napoved povprečne dospelosti javnega dolga (v letih)

Država/leto	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Belgija	10,61	10,36	10,05	9,71	9,33	8,95	8,54	8,10	7,65	7,18
Italija	7,91	7,93	8,00	7,96	7,86	7,52	7,17	6,73	6,29	5,84
Slovenija	9,51	9,33	9,11	8,87	8,58	8,29	7,97	7,73	7,46	7,17
Španija	8,08	8,08	8,04	7,96	7,84	7,54	7,22	6,80	6,38	5,96

Vir: lastno delo.

4.2.3 Pesimistični scenarij

Pesimistični scenarij je oblikovan na podlagi postulata neoklasične ekonomske teorije oziroma tako imenovanega modificiranega zlatega pravila. V skladu z modificiranim zlatim pravilom naj bi v normalno delujočem gospodarstvu, vsaj na dolgi rok, višina obrestne mere presegala višino gospodarske rasti (Escolano, 2010). S tem scenarijem testiram vpliv višje nominalne implicitne obrestne mere na dinamiko javnega dolga.

V okviru scenarija predpostavljam, da bo v celotnem preučevanem obdobju višina realne implicitne obrestne mere za 1 o. t. presegala višino gospodarske rasti v istem obdobju. To je približek vrednosti, ki jo predlaga Escolano (2010), ki navaja, da se v praktičnih izvedbah poenostavljene analize dinamike javnega dolga predpostavlja, da λ znaša 1 %. Matematični zapis λ prikazuje enačba (14), kjer r_{i_t} predstavlja realno implicitno obrestno mero in g_t predstavlja realno stopnjo rasti BDP.

$$\lambda = \frac{r_{i_t} - g_t}{1 + g_t} \quad (14)$$

Poleg tega predpostavljam, da predpostavka o veljavnosti modificiranega zlatega pravila ne vpliva na gospodarsko rast, deflator in primarni proračunski saldo. Drugačna dinamika javnega dolga pa bo vplivala na ocenjeno povprečno dospelost javnega dolga skozi preučevano obdobje. Vrednosti spremenljivk, ki so predpostavljene v okviru pesimističnega scenarija, so natančneje predstavljene v tabelah 12–16.

Tabela 12: Pesimistični scenarij, napoved višine rasti BDP (v %)

Država/leto	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Belgija	1,20	1,40	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Italija	1,20	1,10	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Slovenija	1,20	2,20	1,60	1,60	1,60	1,60	1,60	1,60	1,60	1,60
Španija	1,90	2,00	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40	1,40

Vir: lastno delo na podlagi European Commission (2023b) in European Commission (2019).

Tabela 13: Pesimistični scenarij, napoved deflatorja BDP (v %)

Država/leto	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Belgija	3,80	2,30	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Italija	4,10	3,40	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Slovenija	7,30	4,30	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Španija	4,40	2,90	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00

Vir: lastno delo na podlagi European Commission (2023b).

Tabela 14: Pesimistični scenarij, napoved nominalne implicitne obrestne mere (v %)

Država/leto	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Belgija	6,08	4,76	4,24	4,24	4,24	4,24	4,24	4,24	4,24	4,24
Italija	6,39	5,57	4,04	4,04	4,04	4,04	4,04	4,04	4,04	4,04
Slovenija	9,66	7,64	4,65	4,65	4,65	4,65	4,65	4,65	4,65	4,65
Španija	7,43	5,99	4,45	4,45	4,45	4,45	4,45	4,45	4,45	4,45

Vir: lastno delo.

Tabela 15: Pesimistični scenarij, napoved primarnega proračunskega salda (v % BDP)

Država/leto	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Belgija	-3,30	-2,80	-2,88	-3,06	-3,24	-3,42	-3,60	-3,78	-3,94	-4,10
Italija	-0,50	0,50	-0,52	-0,74	-0,96	-1,18	-1,40	-1,62	-1,73	-1,84
Slovenija	-2,50	-1,60	-2,48	-2,66	-2,84	-3,02	-3,20	-3,38	-3,70	-4,02
Španija	-1,60	-0,90	-0,83	-0,85	-0,88	-0,91	-0,94	-0,96	-1,06	-1,16

Vir: lastno delo na podlagi European Commission (2023b).

Tabela 16: Pesimistični scenarij, napoved povprečne dospelosti javnega dolga (v letih)

Država/leto	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Belgija	10,72	10,52	10,21	9,84	9,41	8,99	8,54	8,05	7,55	7,04
Italija	8,04	8,12	8,15	8,06	7,90	7,51	7,12	6,64	6,16	5,67
Slovenija	9,79	9,73	9,50	9,20	8,84	8,47	8,07	7,73	7,36	6,97
Španija	8,29	8,37	8,30	8,17	7,98	7,63	7,25	6,79	6,32	5,85

Vir: lastno delo.

4.3 Definiranje kriterijev za oceno vzdržnosti javnega dolga

V okviru magistrskega dela sem poleg izdelave projekcij prihodnje dinamike javnega dolga, stabilizirajočega primarnega proračunskega primanjkljaja in bruto potreb po financiranju ovrednotil tudi vzdržnost javnega dolga izbranih držav. S pomočjo štirih izbranih kriterijev sem na podlagi določenih mejnih vrednosti in izdelanih projekcij določil, ali obstaja tveganje za nevzdržnost javnega dolga držav oziroma ali obstaja tveganje za nezmožnost odplačila javnega dolga v okviru vsakega izmed štirih kriterijev.

Prvi kriterij, s pomočjo katerega sem ovrednotil tveganje za vzdržnost javnega dolga, je višina javnega dolga v zadnjem letu projekcije. Cottarelli in Moghadam (2011) višino javnega dolga navajata kot enega izmed ključnih kazalnikov vzdržnosti javnega dolga, hkrati pa ne podata enoznačnega odgovora glede mejne vrednosti javnega dolga, nad katero le-ta postane nevzdržen. Mejna vrednost vzdržnosti se namreč med državami razlikuje (Cottarelli in Moghadam, 2011). Preostala empirična literatura ravno tako ne ponudi enotne specifične mejne vrednosti vzdržnosti javnega dolga. Kot sem to zapisal v poglavju o problematiki vzdržnosti javnega dolga, se v literaturi v grobem pojavljata dva povezana koncepta definiranja mejne vrednosti, in sicer »dolgoročna raven dolga« z mejno vrednostjo v intervalu od 50 % do 75 % BDP in »maksimalno vzdržno raven javnega dolga« z mejno vrednostjo v intervalu od 80 % do 192 % BDP (Cottarelli in Moghadam, 2011). Za namen magistrskega dela sem se kljub dejstvu, da se mejna vrednost tveganja vzdržnosti javnega dolga med državami razlikuje, odločil za enotno mejno vrednost v višini 90 % BDP. Po vzoru kazalnika, ki ga za določanje srednjeročne tveganosti javnega dolga uporablja Evropska komisija, javni dolg v višini 90 % BDP predstavlja mejno vrednost za visoko tveganje (European Commission, 2023a).

Hkrati je definirana mejna vrednost tudi znotraj širšega združenega intervala, ki ga predvidevajo empirične raziskave glede vzdržnosti javnega dolga v okviru prvega in drugega koncepta vzdržnosti javnega dolga (Cottarelli in Moghadam, 2011).

Pomemben dejavnik vzdržnosti javnega dolga je tudi trend rasti javnega dolga znotraj projekcije (Cottarelli in Moghadam, 2011), na podlagi katerega se lahko oblikujejo pričakovanja glede dinamike javnega dolga po koncu preučevanega obdobja. Na podlagi projekcij javnega dolga sem na podlagi leta projekcije, ko javni dolg doseže maksimalno vrednost (znotraj projekcije), definiral trend rasti javnega dolga. Tudi pri definiranju mejne vrednosti v primeru tega kriterija sem se zgledoval po mejnih vrednostih, ki jih v svojih analizah uporablja Evropska komisija. V skladu z metodologijo Evropske komisije trend rasti javnega dolga predstavlja visoko tveganje v primeru, ko javni dolg doseže maksimalno vrednost po šestem letu projekcije (European Commission, 2023a). Dodatno sem sam dodal še pogoj, da se bo v preučevanem obdobju višina javnega dolga povečala. Torej v primeru, ko se je javni dolg v preučevanem obdobju povečal in hkrati, da je bila najvišja vrednost dolga dosežena po šestem letu projekcije, bo v skladu s postavljenim kriterijem trend predstavljal tveganje za vzdržnost javnega dolga.

Tretji kriterij vzdržnosti javnega dolga temelji na kvalitativni oceni zmožnosti doseganja stabilizirajočega primarnega salda. Kriterij je oblikovan na predpostavki, da je lahko visok in naraščajoč javni dolg vseeno vzdržen, če je država zmožna s fiskalnim prilagajanjem stabilizirati višino javnega dolga (Cottarelli in Moghadam, 2011). Izračun stabilizirajočega primarnega salda prikazuje enačba (7), kjer je višina javnega dolga konstantna in enaka višini javnega dolga v letu 2022. Pridobljene vrednosti stabilizirajočega primarnega salda v okviru treh projekcij sem primerjal z napovedanimi vrednostmi primarnega proračunskega salda, in sicer na način, da sem v vsakem letu projekcije izračunal vrzel med vrednostma napovedanega in stabilizirajočega primarnega salda v okviru treh scenarijev. S tem sem prikazal potrebno fiskalno prilagoditev, ki v primeru negativne vrednosti vrzeli pomeni, da je za stabilizacijo javnega dolga potrebno znižanje primarnega proračunskega primanjkljaja. V primeru pozitivne vrzeli pa da bi bila stabilizacija javnega dolga dosegljiva tudi z višjim primarnim proračunskim primanjkljajem oziroma z nižjim primarnim proračunskim presežkom. Z rastjo negativne oziroma znižanjem pozitivne vrzeli med napovedanimi primarnimi proračunskimi saldi in stabilizirajočim primarnim saldom se bo tako verjetnost stabilizacije javnega dolga s fiskalnim prilagajanjem zmanjševala.

Četrty in hkrati tudi zadnji kazalnik vzdržnosti javnega dolga pa je višina bruto potreb po financiranju v preučevanem obdobju. Gre za kazalnik likvidnostnega tveganja oz. tveganja refinanciranja javnega dolga. Višje bruto potrebe po financiranju predstavljajo višje likvidnostno tveganje ob refinanciranju dolga. Kazalnika v svojih analizah DSA uporabita tudi Evropska komisija (European Commission, 2023a) in IMF (IMF, 2023). Mejno vrednost višine bruto potreb po financiranju, ki zaradi visokega likvidnostnega tveganja predstavlja tveganje za vzdržnost javnega dolga, sem postavil v višini 20 % BDP, kar ustreza višini, ki jo kot mejno vrednost v svojih analizah uporablja IMF (IMF, 2023).

5 PREDSTAVITEV REZULTATOV

V tem poglavju sem za vsako izmed štirih izbranih držav ločeno, s pomočjo projekcij osnovnega scenarija, predstavil analizo dinamike javnega dolga. Za razširitev analize sem predstavil tudi projekcije v okviru dveh alternativnih scenarijev. Tako sem predstavil vpliv spremembe predpostavk na pričakovano prihodnjo dinamiko javnega dolga. Poleg tega sem v okviru tega poglavja predstavil tudi oceno vzdržnosti javnega dolga izbranih držav. Poglavje sem zaključil s priporočili ukrepov za omejitev rasti javnega dolga in bruto potreb po financiranju.

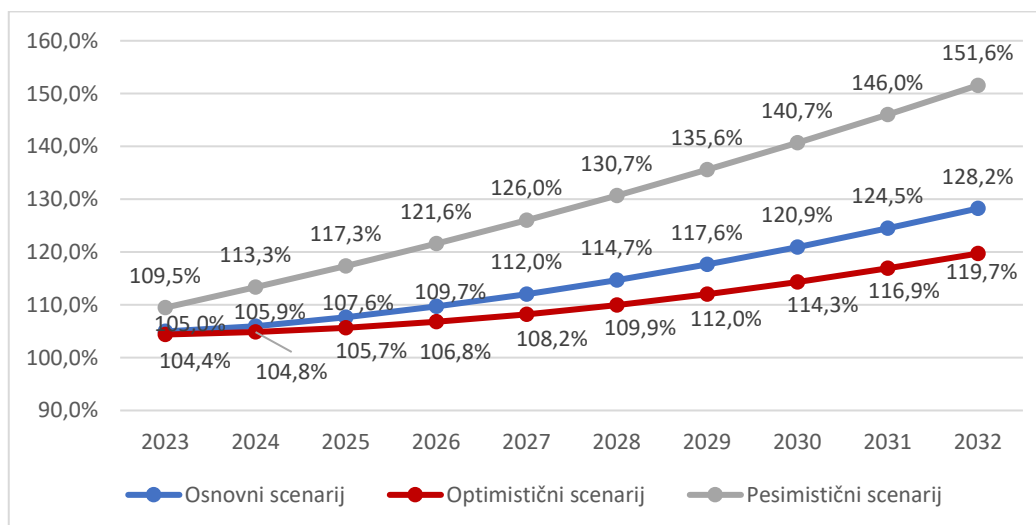
5.1 Analiza dinamike javnega dolga Belgije

Analizo dinamike javnega dolga sem začel z Belgijo. Za namen analize dinamike javnega dolga sem v prvi vrsti predstavil projekcije gibanja ravni javnega dolga ter doprinos posamezne komponente dinamike javnega dolga k letni spremembi ravni javnega dolga v okviru treh scenarijev. Kasneje pa sem v okviru treh scenarijev predstavil tudi projekcije stabilizirajočega primarnega salda in projekcije bruto potreb po financiranju.

5.1.1 Projekcija gibanja ravni javnega dolga

Projekcije javnega dolga v sklopu treh scenarijev prikazuje slika 14. V okviru osnovnega scenarija napovedujem relativno visoko povečanje ravni javnega dolga. V prvem letu projekcije napovedujem minimalno znižanje javnega dolga v primerjavi s predhodnim letom. Kasneje pa v skladu s predpostavkami osnovnega scenarija napovedujem pospešeno rast javnega dolga do konca preučevanega obdobja. Javni dolg se bo tako iz 105,13 % BDP v letu 2022 povzpел na 128,23 % BDP v letu 2032.

Slika 14: Projekcije gibanja ravni javnega dolga Belgije (v % BDP)



Vir: lastno delo.

Za podrobnejši prikaz doprinosa posamezne komponente dinamike javnega dolga na letno spremembo javnega dolga sem v tabeli 17 ločeno predstavil doprinos primarnega proračunskega salda (v tabeli kot komponenta 1) in doprinos avtomatičnega učinka dinamike javnega dolga, ki ga matematično zapišemo z enačbo (15) in ki je tesno povezan z vrzeljo med obrestno mero in gospodarsko rastjo (v tabeli kot komponenta 2).

$$\text{avtomatični učinek dinamike javnega dolga} = d_{t-1} \left(\frac{r_t - g_t}{1 + g_t} \right) \quad (15)$$

Iz prikazanega opazimo, da bodo primarni proračunski saldi oziroma primarni proračunski primanjkljaji skozi celotno preučevano obdobje pritiskali na rast javnega dolga. Poleg tega predvidevam, da se bo pritisk primarnega proračunskega salda v preučevanem obdobju še dodatno povečeval zaradi napovedane rasti stroškov staranja. Po drugi strani pa bo učinek avtomatičnega učinka dinamike javnega dolga zaviral rast javnega dolga v preučevanem obdobju. Res pa je, da se bo ta ugodni vpliv skozi preučevano obdobje vztrajno zniževal, in sicer kot posledica rasti realne implicitne obrestne mere in hkrati tudi kot posledica nižje napovedane gospodarske rasti. Zaradi tega bi lahko predvideno prihodnjo rast javnega dolga pripisali tako visokim in rastočim primarnim proračunskim primanjkljajem kot tudi zniževanju ugodnega učinka avtomatičnega učinka dinamike javnega dolga.

Tabela 17: Doprinosa posamezne komponente h gibanju javnega dolga Belgije (v o. t.)

Scenarij/leto	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Osnovni	-0,2	1,0	1,7	2,0	2,3	2,6	3,0	3,3	3,5	3,8
Komponenta 1	3,3	2,8	2,9	3,1	3,2	3,4	3,6	3,8	3,9	4,1
Komponenta 2	-3,5	-1,8	-1,2	-1,0	-0,9	-0,8	-0,6	-0,5	-0,4	-0,3
Optimistični	-0,8	0,5	0,8	1,1	1,4	1,7	2,0	2,3	2,6	2,8
Komponenta 1	3,3	2,6	2,5	2,7	2,9	3,1	3,3	3,4	3,6	3,8
Komponenta 2	-4,0	-2,2	-1,7	-1,6	-1,5	-1,3	-1,2	-1,1	-1,0	-1,0
Pesimistični	4,3	3,9	4,0	4,2	4,4	4,7	4,9	5,1	5,3	5,5
Komponenta 1	3,3	2,8	2,9	3,1	3,2	3,4	3,6	3,8	3,9	4,1
Komponenta 2	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4
Komponenta 1: doprinos primarnega proračunskega salda										
Komponenta 2: doprinos avtomatičnega učinka dinamike javnega dolga										

Vir: lastno delo.

Tako kot v primeru osnovnega scenarija tudi v okviru optimističnega scenarija predvidevam znižanje ravni javnega dolga v prvem letu projekcije, nato pa rast javnega dolga do konca preučevanega obdobja. Podrobnejšo predstavitev dinamike javnega dolga v okviru optimističnega scenarija prikazuje tabela 17. Primarni proračunski primanjkljaji (v tabeli komponenta 1) bodo tako kot v osnovnem scenariju glavno gonilo rasti javnega dolga. Vpliv primarnega proračunskega salda pa bo v primerjavi z osnovnim scenarijem nekoliko nižji

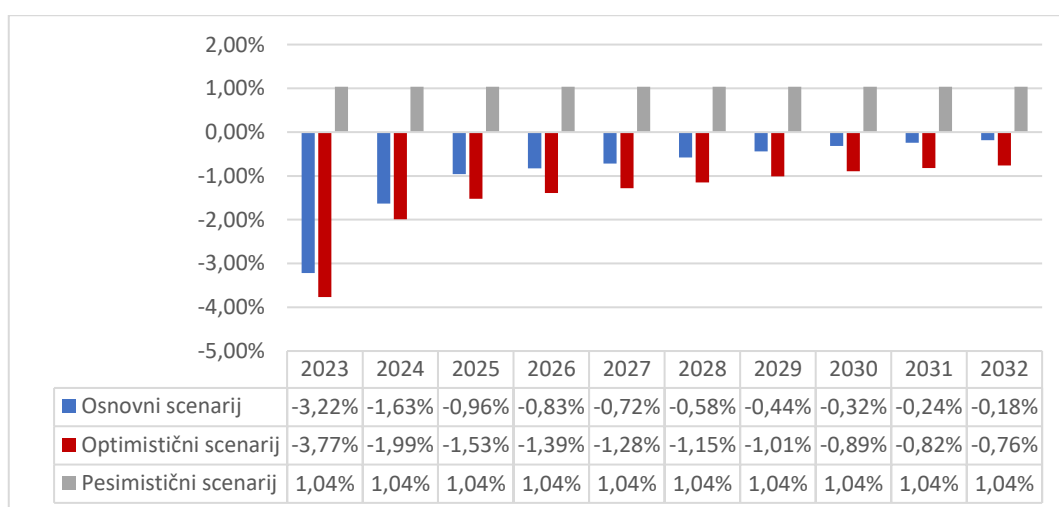
zaradi višje napovedane gospodarske rasti, kar pozitivno vpliva na znižanje primarnih proračunskih primanjkljajev. Po drugi strani pa bo vpliv avtomatičnega učinka dinamike javnega dolga (v tabeli komponenta 2) v primerjavi z osnovnim scenarijem bistveno ugodnejši, kar je ravno tako posledica višje napovedane gospodarske rasti. Iz predstavljenega lahko zaključimo, da je nižja rast javnega dolga v okviru optimističnega scenarija posledica ugodne spremembe obeh komponent dinamike javnega dolga.

V okviru pesimističnega scenarija je predvideno izrazito povečanje javnega dolga. Napovedujem namreč visoke letne rasti javnega dolga skozi celotno preučevano obdobje. Ob izpolnitvi predpostavk pesimističnega scenarija bi javni dolg leta 2032 znašal kar 151,4 % BDP, kar je približno 23 o. t. višja raven javnega dolga v letu 2032, kot jo predvidevam v okviru osnovnega scenarija. Višino letne rasti javnega dolga ter doprinos posamezne komponente prikazuje tabela 17. Opazimo, da je višja predvidena rast javnega dolga v pesimističnem scenariju izključno posledica predpostavke pozitivne vrzeli med obrestno mero in gospodarsko rastjo, ki vpliva na spremembo predznaka doprinosa avtomatičnega učinka dinamike javnega dolga (v tabeli komponenta 2). V okviru pesimističnega scenarija bi tako na rast javnega dolga pozitivno vplivali obe komponenti dinamike javnega dolga. Kljub temu primarni proračunski saldo ostaja glavno gonilo rasti javnega dolga.

5.1.2 Projekcija stabilizirajočega primarnega salda

Za namen ovrednotenja vzdržnosti javnega dolga Belgije sem izdelal tudi projekcije stabilizirajočega primarnega salda, s katerim sem prikazal primarni proračunski saldo, ki je potreben za stabilizacijo javnega dolga. Projekcije stabilizirajočega primarnega salda v okviru treh scenarijev prikazuje slika 15.

Slika 15: Projekcije stabilizirajočega primarnega salda Belgije (v % BDP)



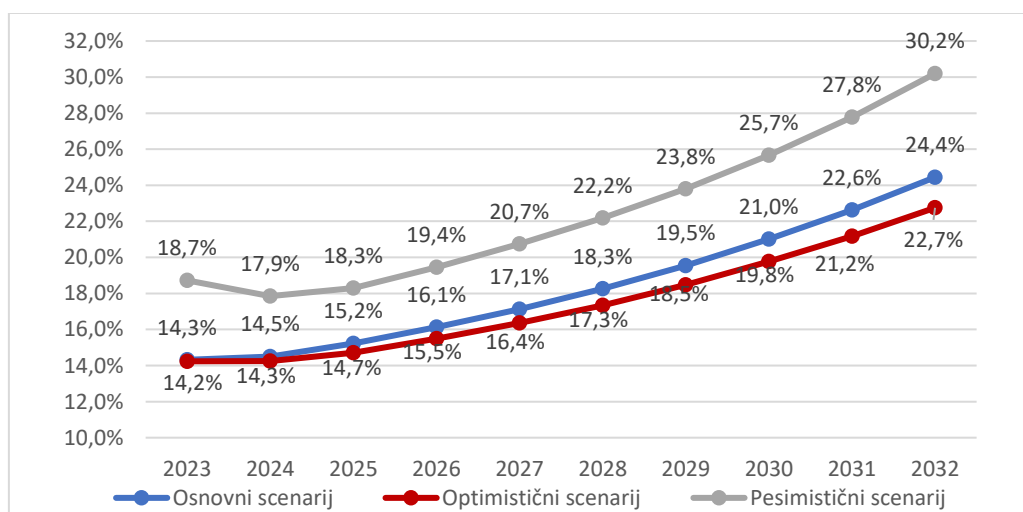
Vir: lastno delo.

V okviru optimističnega scenarija je projekcija še nekoliko bolj ugodna. Zaradi ugodnejše $r-g$ bi bil za stabilizacijo javnega dolga potreben višji primarni proračunski primanjkljaji, ki bi v letu 2023 znašal $-3,7\%$ BDP. Hkrati pa, kot v primeru osnovnega scenarija, opazimo negativen trend potrebnih primarnih proračunskih primanjkljajev. Višina stabilizirajočega primarnega proračunskega primanjkljaja bi v letu 2032 znašala približno $-0,8\%$ BDP. V okviru pesimističnega scenarija, kjer predpostavljam pozitivno vrzel med obrestno mero in gospodarsko rastjo, bi bil zaradi pesimistične predpostavke za stabilizacijo javnega dolga potreben primarni presežek v proračunu, ki bi skozi celotno obdobje projekcije znašal približno $+1,0\%$ BDP.

5.1.3 Projekcija bruto potrebe po financiranju

Z namenom prikaza tveganja financiranja javnega dolga sem izdelal tudi projekcije ravnih bruto potreb po financiranju v % do BDP, ki jih prikazuje slika 16. V okviru osnovnega (najbolj verjetnega) scenarija predvidevam rast bruto potreb po financiranju skozi preučevano obdobje. Napovedujem namreč, da se bodo bruto potrebe po financiranju iz približno 14% BDP v letu 2023 povečale na $24,4\%$ BDP v letu 2032.

Slika 16: Projekcije gibanja bruto potreb po financiranju Belgije (v % BDP)



Vir: lastno delo.

Na povečanje kazalnika so v preučevanem obdobju pomembno vplivali tako povečanje potrebe po refinanciranju obstoječega zapadlega dolga kot tudi višanje nominalne implicitne obrestne mere na obstoječi dolg ter primarni proračunski primanjkljaji. Pomembno pa je poudariti, da na povečanje potrebe po refinanciranju obstoječega dolga pomembno vplivata moji predpostavki glede dospelosti novo izdanega dolga, ki vplivata na skrajšanje povprečne dospelosti javnega dolga v preučevanem obdobju. Povprečna dospelost javnega dolga, ki je leta 2022 znašala 10,9 leta, se bo v skladu z mojo napovedjo do leta 2032 znižala na 7,18 leta. Nekoliko ugodnejšo dinamiko bruto potreb po financiranju napovedujem v primeru

optimističnega scenarija. Ob uresničitvi predpostavk scenarija bi se v letu 2032 bruto potrebe po financiranju znašale približno za 22,8 %. Nižja napovedana raven bruto potreb po financiranju bi bila predvsem posledica ugodnejše dinamike javnega dolga. V okviru pesimističnega scenarija ravno tako predvidevam rast bruto potreb po financiranju v preučevanem obdobju. Pomembno pa je poudariti, da bi bila zaradi predpostavk pesimističnega scenarija rast bruto potreb po financiranju precej bolj izrazita. Višja napovedana implicitna obrestna mera bi preko neugodnega vpliva na dinamiko javnega dolga in še dodatno na povečevanje stroška obresti na obstoječi dolg vplivala na visoko povečanje bruto potreb po financiranju skozi preučevano obdobje. V letu 2032 bi v skladu s predpostavkami pesimističnega scenarija bruto potrebe po financiranju znašale 30,2 % BDP.

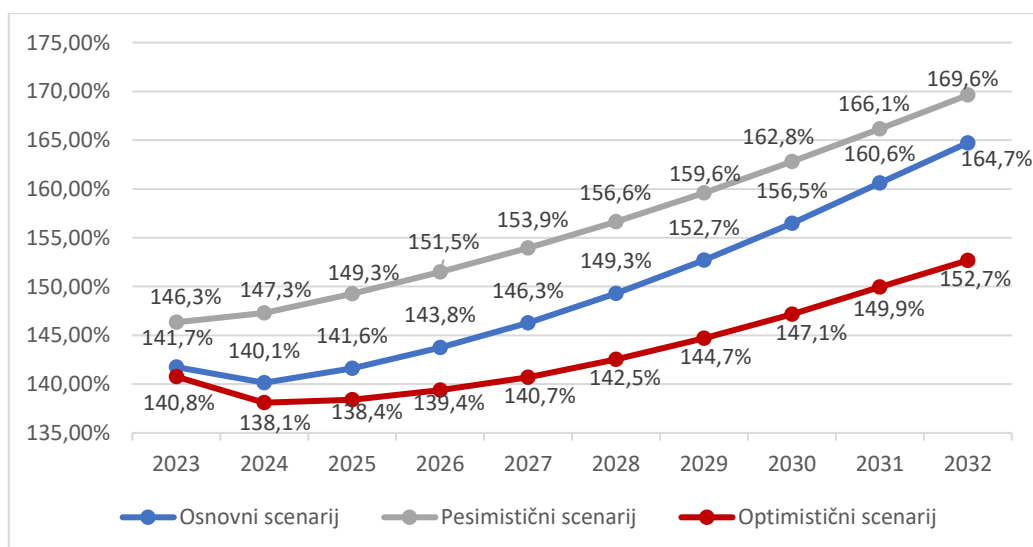
5.2 Analiza dinamike javnega dolga Italije

Analizo dinamike javnega dolga sem nadaljeval z Italijo. Tako kot na primeru Belgije sem tudi za Italijo na podlagi projekcij gibanja ravni javnega dolga, stabilizirajočega primarnega salda r in bruto potreb po financiranju predstavil dinamiko javnega dolga v okviru treh scenarijev.

5.2.1 Projekcija gibanja ravni javnega dolga

Na podlagi izdelane projekcije dinamike javnega dolga v okviru osnovnega scenarija, ki ga prikazuje slika 17, napovedujem rast ravni javnega dolga v preučevanem obdobju. Napovedujem, da se bo raven javnega dolga v prvih dveh letih projekcije nekoliko znižala, kasneje pa napovedujem pozitivni trend rasti ravni javnega dolga vse do konca preučevanega obdobja, ko bo javni dolg dosegel 164,7 % BDP.

Slika 17: Projekcije gibanja ravni javnega dolga Italije (v % BDP)



Vir: lastno delo.

Nazornejši prikaz dinamike javnega dolga prikazuje tabela 18, kjer sem letno spremembo javnega dolga predstavil glede na doprinos posamezne komponente dinamike javnega dolga. Doprinos k letni spremembi javnega dolga sem razdelil na doprinos primarnega proračunskega salda (v tabeli kot komponenta 1) in doprinos avtomatičnega učinka dinamike javnega dolga, ki ga matematično zapišemo kot to prikazuje enačba (15) (v tabeli kot komponenta 2).

Tabela 18: Doprinos posamezne komponente h gibanju javnega dolga Italije (v o. t.)

Scenarij/leto	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Osnovni	-2,7	-1,6	1,5	2,2	2,5	3,0	3,4	3,8	4,1	4,1
Komponenta 1	0,5	-0,5	0,5	0,7	1,0	1,2	1,4	1,6	1,7	1,8
Komponenta 2	-3,2	-1,1	0,9	1,4	1,5	1,9	2,0	2,1	2,4	2,3
Optimistični	-3,6	-2,7	0,3	1,0	1,3	1,8	2,2	2,5	2,8	2,7
Komponenta 1	0,1	-0,9	0,2	0,4	0,6	0,9	1,1	1,3	1,4	1,5
Komponenta 2	-3,7	-1,8	0,1	0,6	0,7	1,0	1,1	1,2	1,4	1,2
Pesimistični	1,9	0,9	2,0	2,2	2,5	2,7	3,0	3,2	3,3	3,5
Komponenta 1	0,5	-0,5	0,5	0,7	1,0	1,2	1,4	1,6	1,7	1,8
Komponenta 2	1,4	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6
Komponenta 1: doprinos primarnega proračunskega salda										
Komponenta 2: doprinos avtomatičnega učinka dinamike javnega dolga										

Vir: lastno delo.

Upad ravni javnega dolga v prvih dveh letih projekcije bo v skladu z napovedjo posledica hkratnega ugodnega učinka avtomatičnega učinka dinamike javnega dolga, in sicer kot posledica negativne $r-g$ ter nizkega primarnega proračunskega primanjkljaja v prvem oziroma primarnega proračunskega presežka v drugem letu projekcije. Po drugem letu projekcije predvidevam večanje primarnega proračunskega primanjkljaja zaradi rasti stroškov staranja. Hkrati bo na rast ravni javnega dolga po drugem letu projekcije dodatno pritiskal tudi doprinos avtomatičnega učinka dinamike javnega dolga. Visoka raven javnega dolga, v kombinaciji z rastjo obrestnih mer ter nekoliko skromnejšo gospodarsko rastjo, se bo izrazila v spremembi predznaka učinka avtomatičnega učinka dinamike javnega dolga ter rasti doprinosu učinka do konca preučevanega obdobja.

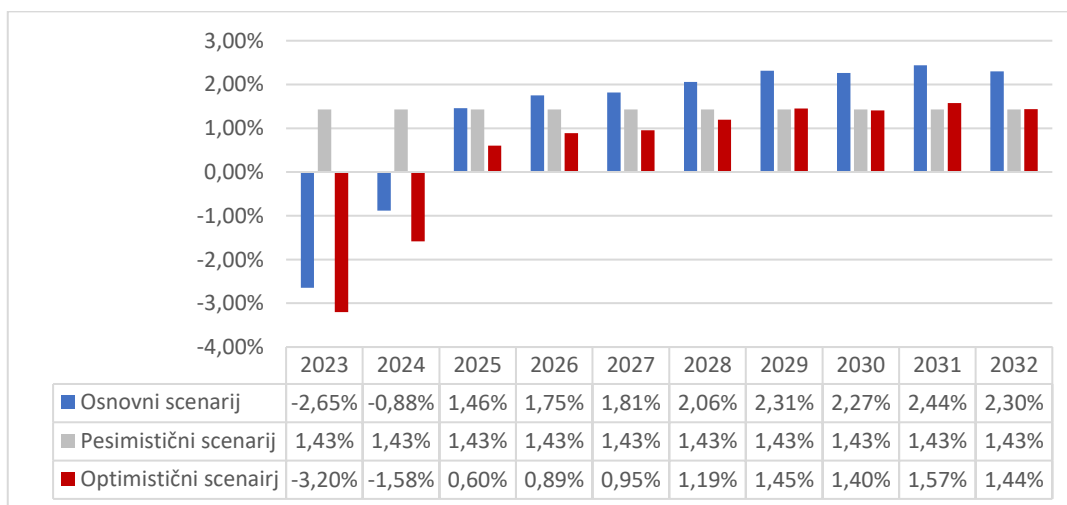
Projekcija optimističnega scenarija, ob predpostavki višje gospodarske rasti, predvideva ugodnejšo dinamiko javnega dolga v preučevanem obdobju. Kljub temu pa ob uresničitvi predpostavk scenarija predvidevam rast javnega dolga v preučevanem obdobju. Kot to prikazuje slika 17, bo javni dolg do leta 2032 dosegel 152,7 % BDP. Za obrazložitev in nazornejši prikaz razlogov za nižjo rast javnega dolga v okviru optimističnega scenarija sem pripravil tabelo 18. Na podlagi predstavljenih vrednosti v tabeli opazimo, da je na ugodnejšo dinamiko javnega dolga vplival predvsem ugodnejši doprinos avtomatičnega učinka

dinamike javnega dolga, kar lahko pripišemo višji napovedani gospodarski rasti. Višja gospodarska rast bi hkrati pozitivno vplivala tudi na znižanje primarnih proračunskih primanjkljajev. V okviru pesimističnega scenarija, ki ga prikazuje slika 17, je ravno tako predvidena rast javnega dolga v preučevanem obdobju. Za razliko od osnovnega scenarija predvidevam rast javnega dolga skozi celotno preučevano obdobje. Pomembno pa je omeniti, da je trend rasti javnega dolga po drugem letu projekcije v okviru pesimističnega scenarija počasnejši, zaradi česar predvidena raven javnega dolga v letu 2032 v okviru pesimističnega scenarija bistveno ne presega tiste, ki jo predvideva osnovni scenarij. V okviru pesimističnega scenarija bi javni dolg v letu 2032 znašal 169,6 % BDP. Kot to prikazuje tabela 18, gre višjo raven javnega dolga v letu 2032, kar lahko pripišemo predvsem doprinosu avtomatičnega učinka dinamike javnega dolga k rasti javnega dolga v prvih dveh letih projekcije. Med tretjim in desetim letom projekcije pesimističnega scenarija namreč predvidevam nižji doprinos avtomatičnega učinka dinamike javnega dolga, kot jo predvideva osnovni scenarij. Sicer pa sta na rast javnega dolga v okviru pesimističnega scenarija pritiskali obe komponenti dinamike javnega dolga.

5.2.2 Projekcija stabilizirajočega primarnega salda

Na podlagi predpostavk treh scenarijev sem izdelal tudi projekcije stabilizirajočega primarnega salda, ki jih prikazuje slika 18. Za stabilizacijo javnega dolga na ravni iz leta 2022 bi bil v okviru osnovnega scenarija v prvih dveh letih potreben primarni proračunski primanjkljaj v višini $-2,6\%$ BDP v prvem letu ter $-0,9\%$ BDP v drugem letu. Med drugim in desetim letom projekcije pa bi bil za stabilizacijo javnega dolga potreben primarni presežek, ki bi se med letoma 2025 in 2032 gibal v intervalu med $+1,4\%$ BDP in $+2,3\%$ BDP.

Slika 18: Projekcije stabilizirajočega primarnega salda Italije (v % BDP)



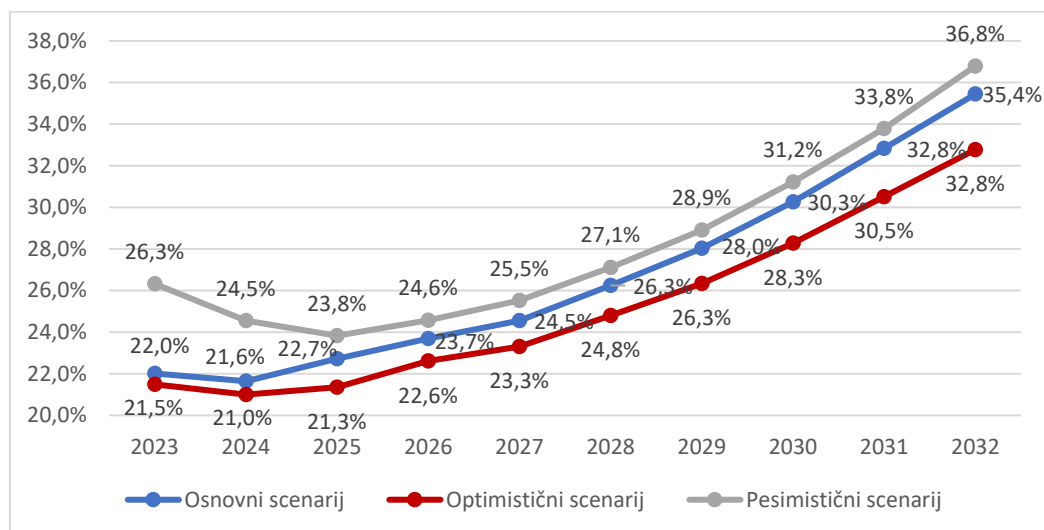
Vir: lastno delo.

Podobno velja tudi za projekcijo stabilizirajočega primarnega primanjkljaja v okviru optimističnega scenarija, le da bi bila stabilizacija javnega dolga v okviru optimističnega scenarija možna z nekoliko manjšim fiskalnim naporom, in sicer kot posledica višje gospodarske rasti in zaradi tega ugodnejše vrednosti $r-g$. Za stabilizacijo javnega dolga v okviru pesimističnega scenarija pa bi bilo potrebno vzdrževanje primarnega proračunskega presežka v višini +1,4 % BDP skozi celotno obdobje projekcije. Pomembno pa je omeniti, da bi bila zaradi ugodnejše vrednosti $r-g$ stabilizacija javnega dolga v okviru pesimističnega scenarija dosegljiva z nižjim fiskalnim naporom v primerjavi z osnovnim scenarijem.

5.2.3 Projekcija bruto potrebe po financiranju

Projekcije bruto potreb po financiranju, ki jih prikazuje slika 19, kažejo na povečanje likvidnostnih tveganj v preučevanem obdobju v okviru vseh treh scenarijev. V okviru osnovnega scenarija napovedujem rast bruto potreb po financiranju iz 22 % BDP v letu 2023 na 36 % BDP v letu 2032.

Slika 19: Projekcije gibanja bruto potreb po financiranju Italije (v % BDP)



Vir: lastno delo.

Na rast bruto potreb po financiranju bo ključno vplivalo povečanje potreb po refinanciranju javnega dolga, ki je posledica rasti javnega dolga, hkrati pa tudi kot posledica napovedane krajše dospelosti javnega dolga. Pomembno pa je poudariti, da je krajša dospelost javnega dolga predvsem posledica moje lastne predpostavke oziroma poenostavitve glede izdaje javnega dolga z le določeno dospelostjo. Povprečna dospelost javnega dolga bi se v skladu z mojimi predpostavkami v preučevanem obdobju znižala iz 7,7 leta v letu 2022 na 5,8 leta v letu 2032. Kljub temu pa bi se tudi ob predpostavki nespremenljive dospelosti javnega dolga potrebe po financiranju obstoječega dolga povečevale zaradi samega večanja ravni javnega dolga.

Poleg rasti potrebe po refinanciranju obstoječega dolga sta na povečanje bruto potreb po financiranju pomembno vplivala tudi rast nominalne implicitne obrestne mere in ponavljajoči se primarni proračunski primanjkljaji.

V okviru optimističnega scenarija, predvsem zaradi ugodnejše napovedane dinamike javnega dolga, predvidevam tudi nekoliko ugodnejšo dinamiko bruto potreb po financiranju. V letu 2032 bi ob uresničitvi predpostavk optimističnega scenarija bruto potrebe po financiranju znašale 32,8 % BDP. Predpostavka višjih nominalnih implicitnih obrestnih mer v okviru pesimističnega scenarija bi negativno vplivala na bruto potrebe po financiranju javnega dolga. Višja raven javnega dolga bi namreč vplivala na višje potrebe po refinanciranju obstoječega dolga, hkrati pa tudi na višje poplačilo obresti. Še dodatno bi na višje potrebe po financiranju obresti vplivala predvidena rast nominalne implicitne obrestne mere.

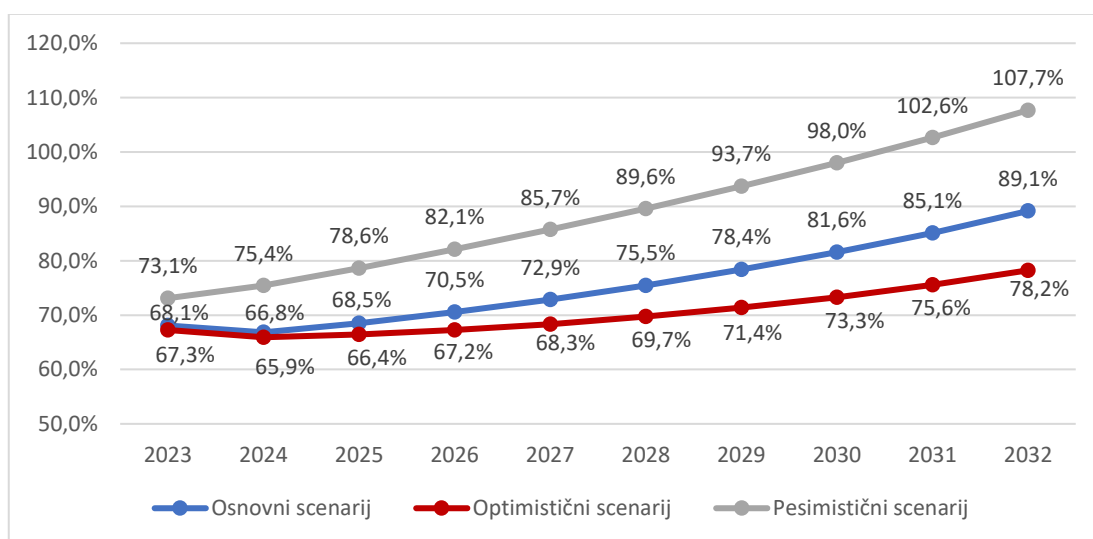
5.3 Analiza dinamike javnega dolga Slovenije

Na enak način, kot sem to naredil v primeru Belgije in Italije, sem tudi za Slovenijo na podlagi projekcij gibanja ravni javnega dolga, stabilizirajočega primarnega salda in bruto potreb po financiranju predstavil dinamiko javnega dolga Slovenije v okviru treh scenarijev.

5.3.1 Projekcija gibanja ravni javnega dolga

V okviru projekcije osnovnega scenarija, predvidevam znižanje ravni javnega dolga v prvih dveh letih nato pa pozitivno rast ravni javnega dolga med tretjim in desetim letom projekcije. Projekcije osnovnega ter dveh alternativnih scenarijev nazorneje prikazuje slika 20.

Slika 20: Projekcije gibanja ravni javnega dolga Slovenije (v % BDP)



Vir: lastno delo.

Za podrobnejši prikaz dinamike javnega dolga sem v tabeli 19 predstavil letne spremembe višine javnega dolga v okviru treh scenarijev in hkrati letno spremembo razčlenil na doprinos dveh ključnih komponent dinamike javnega dolga, in sicer primarnega proračunskega salda (v tabeli kot komponenta 1) ter avtomatičnega učinka dinamike javnega dolga, ki ga matematično zapišemo z enačbo (15) (v tabeli kot komponenta 2). Iz prikazanega opazimo dvoje. V prvi vrsti v prvih dveh letih napovedujem znižanje, nato pa povečevanje doprinosa primarnega proračunskega salda (oziroma primarnih proračunskih primanjkljajev) k rasti javnega dolga, predvsem kot posledica predvidene rasti stroškov staranja. Po drugi strani pa opazimo negativen trend rasti ugodnega oz. zavirajočega doprinosa avtomatičnega učinka dinamike javnega dolga skozi preučevano obdobje. Leta 2032 pa bo ta postal nevtralen, kar lahko pripišemo tako napovedani rasti realne implicitne obrestne mere kot tudi nižji napovedani gospodarski rasti. V okviru predstavljenega bosta v preučevanem obdobju na povečanje javnega dolga neugodno vplivala tako višanje primarnih proračunskih primanjkljajev kot tudi rast pozitivnega doprinosa »snežene krogle«. Javni dolg se bo tako v skladu z mojo napovedjo osnovnega scenarija povišal iz 69,9 % BDP v letu 2022 na 89,1 % v letu 2032.

Tabela 19: Doprinos posamezne komponente h gibanju javnega dolga Slovenije (v o. t.)

Scenarij/leto	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Osnovni	-1,8	-1,3	1,7	2,0	2,3	2,6	3,0	3,1	3,6	4,0
Komponenta 1	2,5	1,6	2,5	2,7	2,8	3,0	3,2	3,4	3,7	4,0
Komponenta 2	-4,3	-2,9	-0,8	-0,6	-0,5	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1	0,0
Optimistični	-2,7	-1,3	0,5	0,8	1,1	1,4	1,7	1,9	2,3	2,7
Komponenta 1	2,6	1,8	2,0	2,1	2,3	2,5	2,7	2,9	3,2	3,5
Komponenta 2	-5,3	-3,1	-1,5	-1,3	-1,2	-1,1	-1,0	-1,0	-0,9	-0,8
Pesimistični	3,2	2,3	3,2	3,4	3,6	3,9	4,1	4,3	4,7	5,0
Komponenta 1	2,5	1,6	2,5	2,7	2,8	3,0	3,2	3,4	3,7	4,0
Komponenta 2	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	1,0
Komponenta 1: doprinos primarnega proračunskega salda										
Komponenta 2: doprinos avtomatičnega učinka dinamike javnega dolga										

Vir: lastno delo.

Projekcija optimističnega scenarija predvideva ugodnejšo dinamiko rasti javnega dolga. Kljub optimistični predpostavki o bistveno višji gospodarski rasti napovedujem povečanje ravni javnega dolga v preučevanem obdobju. Tako kot v okviru osnovnega scenarija v prvih dveh letih projekcije predvidevam znižanje ravni javnega dolga, kasneje pa, tako kot v osnovnem scenariju, napovedujem pozitivno rast javnega dolga do konca projekcije, le da je rast v okviru optimističnega scenarija nižja. Podrobnejšo predstavitev dinamike javnega dolga v okviru optimističnega scenarija prikazuje tabela 19. Opazimo, da je na ugodnejšo dinamiko javnega dolga ključno vplival ugodnejši (nižji) doprinos avtomatičnega učinka

dinamike javnega dolga. Zaradi višje napovedane gospodarske rasti in posledično bolj negativne vrednosti vrzeli med obrestno mero in gospodarsko rastjo je bil doprinos avtomatičnega učinka dinamike javnega dolga precej bolj negativen kot v osnovnem scenariju, kar velja za celotno preučevano obdobje. Hkrati napovedujem, da bo ob upoštevanju ocene elastičnosti primarnega proračuna (European Commission, 2019) višja gospodarska rast vplivala na zmanjšanje primarnega proračunskega primanjkljaja, kar se odraža v nižjem doprinosu učinka primarnega proračunskega salda k letni rasti ravni javnega dolga. Nižja rast javnega dolga v okviru optimističnega scenarija je bila tako posledica ugodnejšega učinka obeh komponent dinamike javnega dolga. V skladu z mojo napovedjo bo javni dolg v okviru optimističnega scenarija v letu 2032 dosegel 78,2 % BDP, kar je približno 11 o. t. nižja raven javnega dolga od napovedane ravni v okviru osnovnega scenarija.

Ob predpostavki glede višine $r-g$ v pesimističnem scenariju predvidevam bistveno bolj neugodno dinamiko javnega dolga kot v primeru osnovnega scenarija. Za razliko od osnovnega in optimističnega scenarija predvidevam rast javnega dolga skozi celotno preučevano obdobje. Iz prikaza vpliva posamezne komponente na dinamiko javnega dolga v tabeli 19 opazimo, da je na višjo rast v primerjavi z osnovnim scenarijem vplival izključno višji doprinos avtomatičnega učinka dinamike javnega dolga, ki je posledica pozitivne $r-g$.

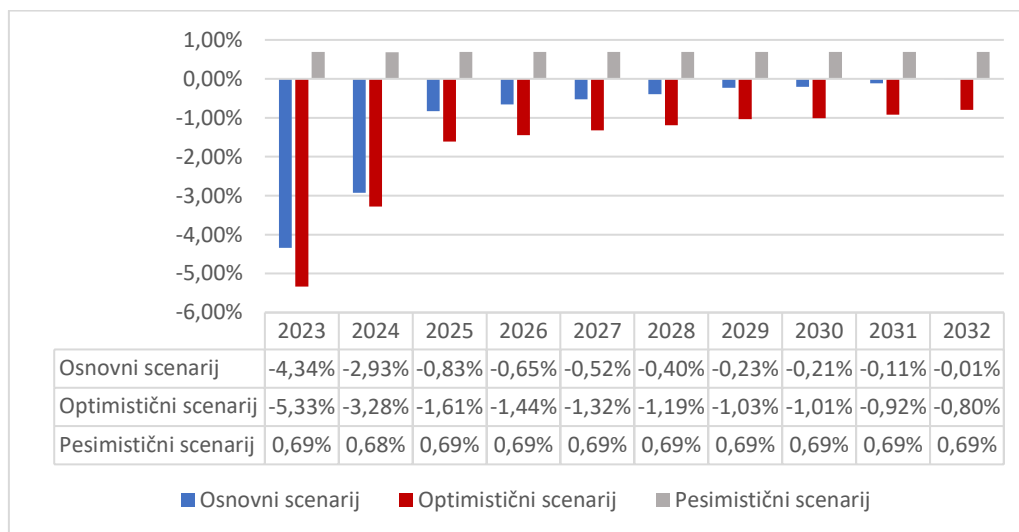
Za razliko od preostalih dveh preučevanih scenarijev v pesimističnem scenariju skozi celotno preučevano obdobje predvidevam pozitiven doprinos avtomatičnega učinka dinamike javnega dolga na dinamiko. Kljub pesimistični predpostavki glede višine $r-g$ pa bo primarni proračunski saldo vseeno glavno gonilo rasti javnega dolga v preučevanem obdobju. Zaradi hkratnega pozitivnega doprinosu obeh komponent dinamike javnega dolga pa bo rast javnega dolga v okviru pesimističnega scenarija bolj izrazita kot v primeru osnovnega scenarija. V skladu z mojo napovedjo bi javni dolg v okviru pesimističnega scenarija v letu 2032 dosegel raven v višini 107,7 %, kar je približno 18,5 o. t. višja raven, kot jo predvideva osnovni scenarij.

5.3.2 Projekcija stabilizirajočega primarnega salda

Kot na primeru ostalih izbranih držav sem tudi za Slovenijo izdelal projekcije stabilizirajočega primarnega salda za tri scenarije. V okviru osnovnega scenarija bi bila zaradi negativne $r-g$ stabilizacija dolga na ravni iz leta 2022 možna s primarnimi proračunskimi primanjkljaji. Pomembno je sicer poudariti, da se bo »dovoljeni« primarni proračunski primanjkljaj z leti zniževal zaradi zmanjševanja negativne $r-g$. Stabilizirajoči primarni primanjkljaj bi v letu 2023 znašal približno $-4,3$ % BDP, v letu 2032 pa bi bil za stabilizacijo javnega dolga potreben skoraj usklajen primarni proračunski saldo oziroma primarni proračunski primanjkljaj v višini $-0,1$ % BDP. V okviru optimističnega scenarija je zaradi višje rasti in posledično ugodnejše vrednosti $r-g$ možna stabilizacija javnega dolga z višjim primarnim proračunskim primanjkljajem, kot ga predvideva osnovni scenarij.

Kljub temu pa bi se zaradi znižanja absolutne vrednosti $r-g$ stabilizirajoči primarni primanjkljaj v preučevanem obdobju letno zniževal. V preučevanem obdobju bi se tako stabilizirajoči primarni primanjkljaj gibal med $-5,3\%$ BDP in $-0,8\%$ BDP. Projekcije višine predvidenega stabilizirajočega primarnega proračunskega salda prikazuje slika 21. Za razliko od ostalih dveh scenarijev pa je zaradi pozitivne $r-g$ za stabilizacijo ravni javnega dolga nujno potreben presežek primarnega proračuna, ki bi se v primeru uresničitve predpostavk pesimističnega scenarija gibal v višini približno $+0,7\%$ BDP.

Slika 21: Projekcije stabilizirajočega primarnega salda Slovenije (v % BDP)



Vir: lastno delo.

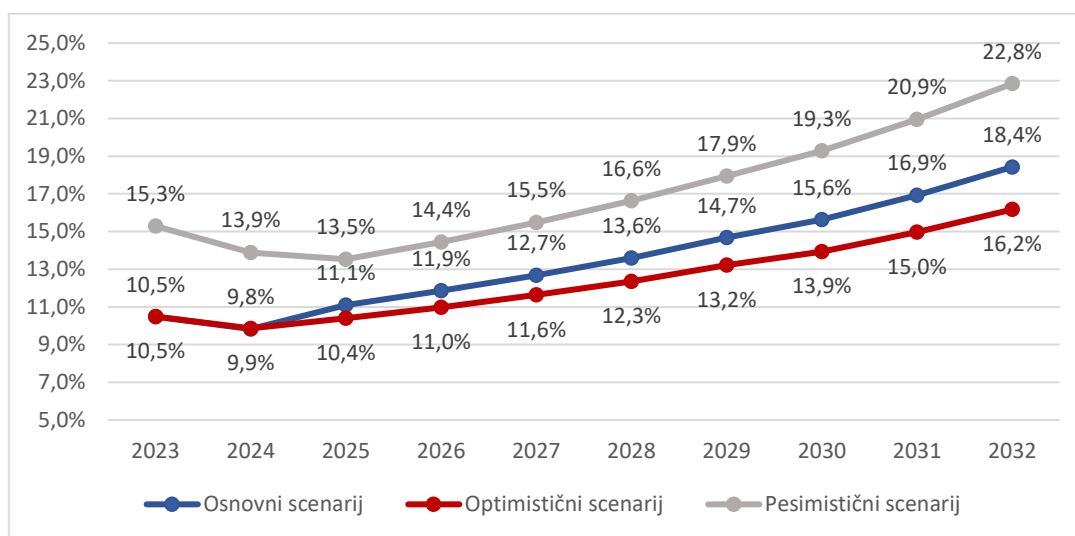
5.3.3 Projekcija bruto potrebe po financiranju

Z namenom prikaza prihodnjih likvidnostnih tveganj sem izdelal tudi projekcije bruto potreb po financiranju. V okviru osnovnega scenarija predvidevam visoko rast višine bruto potreb po financiranju skozi preučevano obdobje. Bruto potrebe po financiranju bodo v skladu z mojo projekcijo v prvem letu projekcije leta 2023 znašale približno $10,5\%$ BDP, v zadnjem letu projekcije pa $18,5\%$ BDP. Na visoko rast bruto potreb po financiranju skozi preučevano obdobje pomembno vplivata moji predpostavki glede dospelosti novo izdanega dolga, ki pomembno vplivata na skrajšanje povprečne dospelosti javnega dolga. Povprečna dospelost, ki je konec leta 2022 znašala 9,9 leta, se je do leta 2032 znižala na 7,2 leta. Kljub temu pa sta na predvideno povečanje bruto potreb po financiranju pomembno vplivala tudi višja nominalna implicitna obrestna mera in rast javnega dolga v preučevanem obdobju.

V primeru uresničitve predpostavk optimističnega scenarija predvidevam nekoliko ugodnejšo dinamiko bruto potreb po financiranju. V letu 2032 bi v okviru optimističnega scenarija le-te znašale $16,2\%$ BDP. Nižja predvidena rast bi bila predvsem posledica nižje predvidene rasti javnega dolga. Kljub temu pa predvidevam relativno visoko povečanje bruto potreb po financiranju v preučevanem obdobju.

V okviru pesimističnega scenarija predvidevam izrazito povečanje bruto potreb po financiranju v preučevanem obdobju. Kot posledica višje rasti javnega dolga, nižje povprečne dospelosti in višje predvidene implicitne obrestne mere bi bruto potrebe po financiranju v letu 2032 znašale kar 22,84 % BDP. Podrobnejši prikaz predvidene višine bruto potreb po financiranju v preučevanem obdobju prikazuje slika 22. V sklopu poglavja Ocena vzdržnosti javnega dolga sem napovedane vrednosti bruto potreb po financiranju postavil v kontekst s primerjavo s preostalimi izbranimi državami ter s postavljenjo mejno vrednostjo

Slika 22: Projekcije gibanja bruto potreb po financiranju Slovenije (v % BDP)



Vir: lastno delo.

5.4 Analiza dinamike javnega dolga Španije

Kot zadnje sem predstavil tudi dinamiko javnega dolga Španije. V okviru osnovnega in dveh alternativnih scenarijev sem, kot sem to storil pri ostalih treh izbranih državah, s pomočjo izdelanih projekcij predstavil napovedano dinamiko javnega dolga.

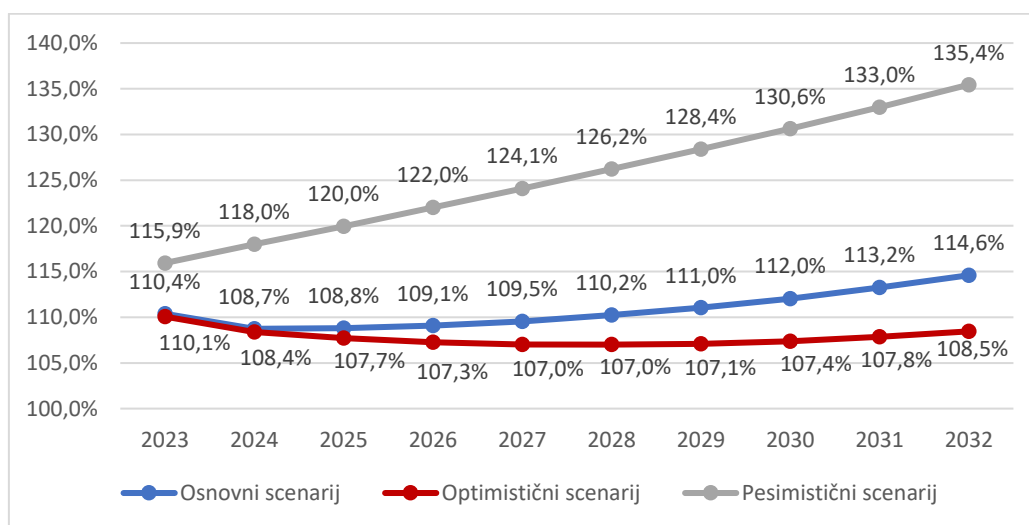
5.4.1 Projekcija gibanja ravni javnega dolga

Projekcije javnega dolga Španije kažejo na bistveno bolj ugodno dinamiko javnega dolga Španije v primerjavi s preostalimi izbranimi državami. V okviru osnovnega scenarija v prvih dveh letih preučevanega obdobja predvidevam znižanje ravni javnega dolga, nato pa relativno nizko rast ravni javnega dolga do konca preučevanega obdobja. Javni dolg bi se tako v skladu z mojo projekcijo osnovnega scenarija iz 113,2 % BDP v letu 2022 povečal na 114,5 % BDP v letu 2032 kot to prikazuje slika 23.

Podrobnejši prikaz dinamike javnega dolga v preučevanem obdobju prikazuje tabela 20, kjer sem letno spremembo javnega dolga razčlenil na doprinos primarnega proračunskega

ravnotežja (v tabeli kot komponenta 1) in doprinos avtomatičnega učinka dinamike javnega dolga, ki ga matematično zapišemo z enačbo (15) (v tabeli kot komponenta 2). Opazimo, da bo na upad javnega dolga v prvih dveh letih projekcije pomembno vplival ugoden doprinos avtomatičnega učinka dinamike javnega dolga. Zaradi rasti javnega dolga in zlasti zaradi kombinacije hkratne predvidene rasti realne implicitne obrestne mere ob skromnejši napovedani gospodarski rasti se bo ugoden doprinos avtomatičnega učinka dinamike javnega dolga zniževal in z letom 2031 spremenil predznak. Na rast javnega dolga pa bo v preučevanem obdobju pomembneje vplival doprinos primarnega proračunskega salda.

Slika 23: Projekcije gibanja ravni javnega dolga Španije (v % BDP)



Vir: lastno delo.

Tabela 20: Doprinos posamezne komponente h gibanju javnega dolga Španije (v o. t.)

Scenarij/leto	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Osnovni	-2,8	-1,7	0,1	0,3	0,5	0,7	0,8	1,0	1,2	1,4
Komponenta 1	1,6	0,9	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,1	1,2
Komponenta 2	-4,4	-2,6	-0,8	-0,6	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,2
Optimistični	-3,2	-1,7	-0,7	-0,4	-0,2	0,0	0,1	0,3	0,5	0,6
Komponenta 1	1,2	0,7	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8	0,9
Komponenta 2	-4,4	-2,4	-1,2	-1,0	-0,9	-0,7	-0,6	-0,4	-0,3	-0,3
Pesimistični	2,7	2,0	2,0	2,0	2,1	2,1	2,2	2,2	2,4	2,5
Komponenta 1	1,6	0,9	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,1	1,2
Komponenta 2	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3
Komponenta 1: doprinos primarnega proračunskega salda										
Komponenta 2: doprinos avtomatičnega učinka dinamike javnega dolga										

Vir: lastno delo.

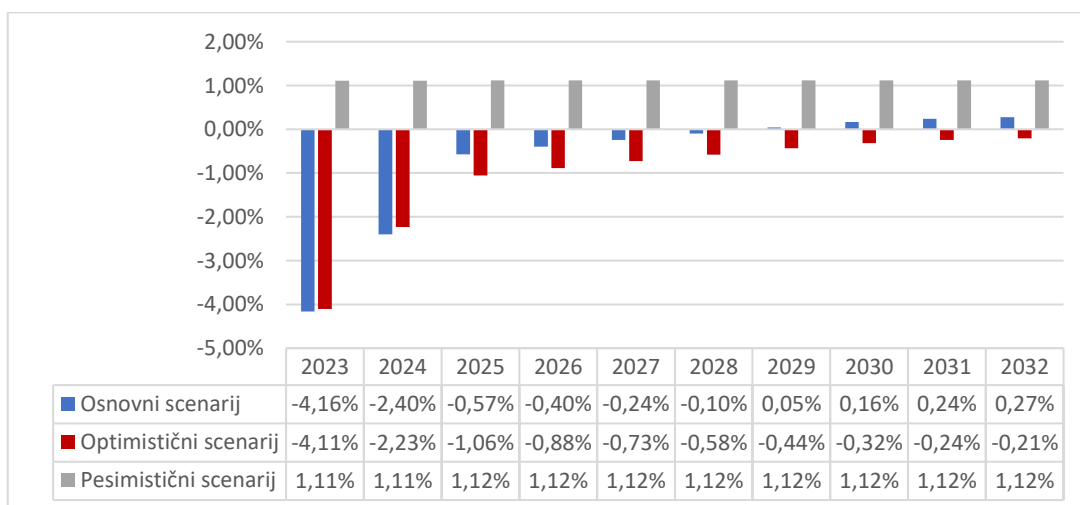
Ob uresničitvi predpostavk optimističnega scenarija predvidevam znižanje ravni javnega dolga v preučevanem obdobju. Javni dolg bi se v skladu s predpostavkami optimističnega scenarija do leta 2032 znižal na 108,5 % BDP. Kot to prikazuje tabela 20, bi se javni dolg v prvih petih letih projekcije postopoma zniževal, kasneje pa nadaljeval s pozitivno rastjo vse do konca preučevanega obdobja. Ključnega pomena za ugodnejšo dinamiko v okviru optimističnega scenarija je ugodnejši doprinos avtomatičnega učinka dinamike javnega dolga kot posledica bolj negativne vrzeli med obrestno mero in gospodarsko rastjo. Hkrati bi na ugodnejšo dinamiko javnega dolga vplival tudi nekoliko nižji predvideni primarni proračunski primanjkljaj, ki je posledica višje napovedane gospodarske rasti.

V skladu s projekcijo pesimističnega scenarija, ki jo prikazuje slika 23, napovedujem približno konstantno rast javnega dolga skozi preučevano obdobje. Do leta 2032 bi se javni dolg povečal na približno 135,5 % BDP. Bistveno višja rast javnega dolga, kot jo predvideva osnovni scenarij, je predvsem posledica pozitivnega doprinosa avtomatičnega učinka dinamike javnega dolga, ki bi skozi celotno obdobje pritiskal na rast javnega dolga. Doprinos primarnega proračunskega salda pa bi bil v primeru pesimističnega scenarija enak, kot ga napovedujem v osnovnem scenariju. Visoka napovedana rast javnega dolga bi bila tako v okviru pesimističnega scenarija rezultat hkratnega pozitivnega doprinosa obeh komponent dinamike javnega dolga na spremembo javnega dolga.

5.4.2 Projekcija stabilizirajočega primarnega salda

Na podlagi predpostavk dinamike javnega dolga sem izdelal tudi projekcije primarnega proračunskega primanjkljaja, ki bi bil potreben za stabilizacijo javnega dolga na ravni iz leta 2022. Projekcije stabilizirajočega primarnega salda v okviru treh scenarijev prikazuje slika 24.

Slika 24: Projekcije stabilizirajočega primarnega salda Španije (v % BDP)



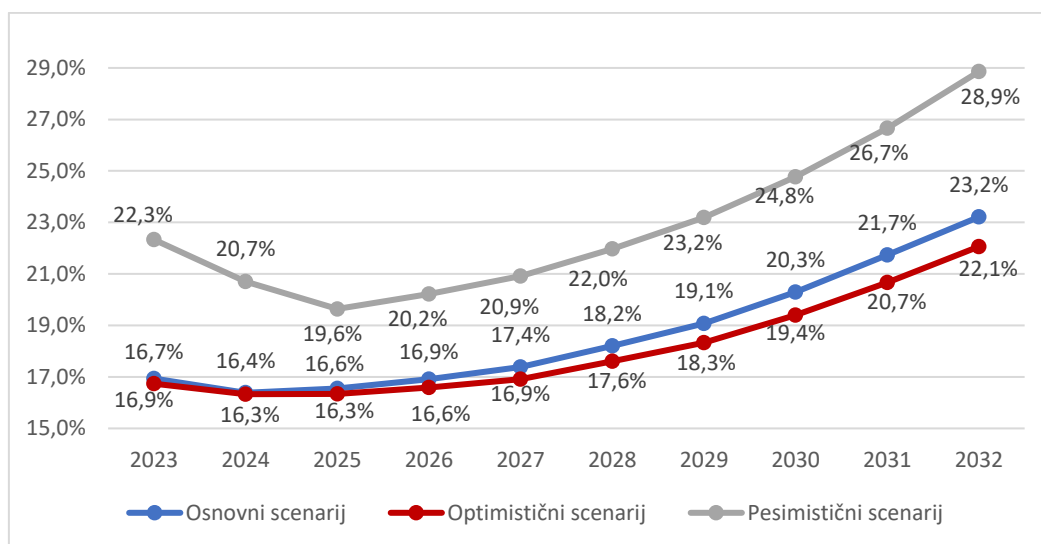
Vir: lastno delo.

V okviru osnovnega scenarija bi bila v prvih šestih letih projekcije zaradi negativne $r-g$ stabilizacija javnega dolga dosegljiva kljub primarnim primanjkljajem. Res pa je, da se bo stabilizirajoči primarni primanjkljaj v omenjenem obdobju letno zniževal, in sicer kot posledica rasti višine $r-g$. Potrebni primarni proračunski primanjkljaj, ki bi leta 2023 znašal $-4,2\%$ BDP, bi se do leta 2028 znižal na $-0,1\%$ BDP. Po šestem letu projekcije pa bi bilo za stabilizacijo javnega dolga potrebno doseganje primarnega presežka, ki bi se med letoma 2029 in 2032 gibal v intervalu med $+0,05\%$ BDP in $+0,27\%$ BDP, kot to prikazuje slika 24. Za stabilizacijo javnega dolga v primeru uresničitve predpostavk optimističnega scenarija bi za razliko od osnovnega scenarija skozi celotno obdobje zadostoval primarni proračunski primanjkljaj. Zaradi rasti implicitne obrestne mere in posledično višanja $r-g$ se bo stabilizirajoči primarni primanjkljaj v preučevanem obdobju bistveno znižal. Ob predpostavki glede vrzeli med obrestno mero in gospodarsko rastjo v okviru pesimističnega scenarija pa bi bili za stabilizacijo javnega dolga skozi celotno obdobje nujno potrebni presežki primarnega proračuna.

5.4.3 Projekcija bruto potrebe po financiranju

Izdelal sem tudi projekcije bruto potreb po financiranju v okviru treh scenarijev, ki so prikazane na slika 25. Tako kot v primeru preostalih izbranih držav v okviru vseh treh scenarijev napovedujem rast bruto potreb po financiranju in s tem tudi rast likvidnostnih tveganj javnega dolga. Na rast bruto potreb po financiranju v preučevanem obdobju bodo pomembno vplivale vse tri komponente bruto potreb po financiranju.

Slika 25: Projekcije gibanja bruto potreb po financiranju Španije (v % BDP)



Vir: lastno delo.

V primeru Španije bo na rast potrebe po refinanciranju obstoječega dolga, ob omejeni rasti javnega dolga, vplivala predvsem krajša ročnost javnega dolga, ki je kot že omenjeno deloma posledica mojih predpostavk glede ročnosti novo izdanega javnega dolga. Na rast bruto

potreb po financiranju pa bosta vplivala tudi rast primarnega proračunskega primanjkljaja zaradi predvidene rasti stroškov staranja in pa višja potreba po financiranju obresti zaradi predvidene rasti implicitne obrestne mere. V okviru optimističnega scenarija predvidevam nekoliko ugodnejšo dinamiko bruto potreb po financiranju v preučevanem obdobju, kar lahko pripišemo predvsem ugodnejši višji gospodarski rasti. Razlog za višje vrednosti bruto potreb po financiranju v okviru pesimističnega scenarija pa so tako višje ravni javnega dolga kot tudi višja napovedana implicitna obrestna mera v preučevanem obdobju.

5.5 Ocena vzdržnosti javnega dolga

Na podlagi izdelanih projekcij dinamike javnega dolga, stabilizirajočega primarnega salda in bruto potreb po financiranju sem v okviru tega podpoglavja s pomočjo štirih oblikovanih kriterijev ovrednotil vzdržnost javnega dolga izbranih držav v okviru posameznega kriterija.

5.5.1 Kriterij 1: Višina javnega dolga v letu 2032

Prvi oblikovani kriterij, s pomočjo katerega sem ocenil tveganje za vzdržnost javnega dolga, je višina javnega dolga v zadnjem letu projekcije. Mejna vrednost višine javnega dolga v letu 2032, na podlagi katere sem ocenil tveganje za vzdržnost, je postavljena v višini 90 % BDP, kar je v skladu z mejno vrednostjo, ki jo pri svoji analizi dinamike javnega dolga uporablja Evropska Komisija (European Commission, 2023a). Napovedano višino javnega dolga za štiri izbrane države v okviru treh scenarijev v zadnjem letu projekcije pa prikazuje tabela 21.

Tabela 21: Višina ravni javnega dolga v letu 2032 (v % BDP)

Scenarij/Država	Belgija	Italija	Slovenija	Španija
Osnovni	130,64	169,81	83,12	117,04
Optimistični	122,06	157,48	72,53	110,96
Pesimistični	152,39	171,28	101,88	136,25

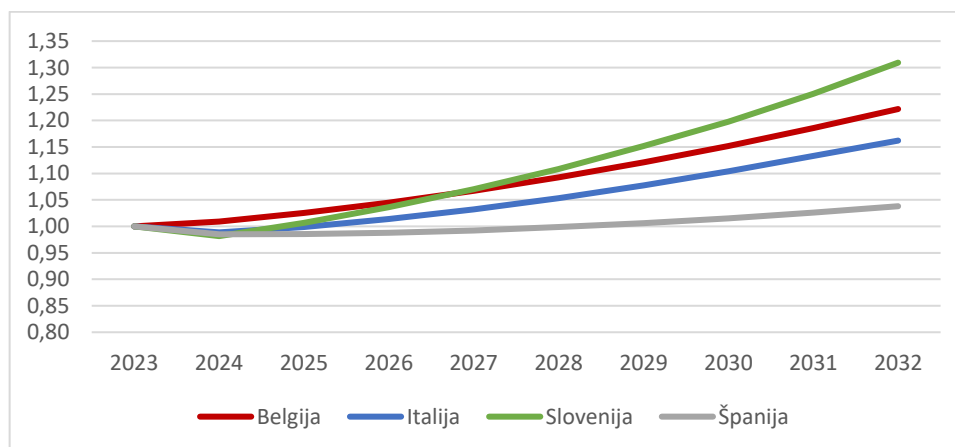
Vir: lastno delo.

Opazimo, da v okviru projekcij osnovnega scenarija napovedana raven javnega dolga Belgije, Italije in Španije bistveno presega postavljeno mejno vrednost. Zaradi tega v skladu s postavljenim kriterijem menim, da višina javnega dolga omenjenih držav predstavlja tveganje za vzdržnost v okviru prvega kriterija. Po drugi strani javni dolg Slovenije ne dosega mejne vrednosti, zaradi česar v skladu s postavljenim kriterijem raven javnega dolga ne predstavlja tveganja za vzdržnost. V primeru optimističnega scenarija velja enako kot v primeru osnovnega scenarija. To pa ne velja za raven javnega dolga v okviru pesimističnega scenarija. V okviru pesimističnega scenarija namreč javni dolg vseh štirih držav presega postavljeno mejno vrednost in s tem predstavlja tveganje za vzdržnost v okviru prvega kriterija.

5.5.2 Kriterij 2: Trend rasti javnega dolga

Na podlagi projekcije dinamike javnega dolga sem ocenil tudi tveganje za vzdržnost v okviru drugega kriterija. Trend rasti javnega dolga, v skladu s postavljenima pogoje, predstavlja tveganje za vzdržnost, če: (1.) znotraj preučevanega obdobja javni dolg doseže najvišjo vrednost po šestem letu projekcije, kar je v skladu z mejno vrednostjo za oceno tveganosti trenda rasti javnega dolga (European Commission, 2023a) in (2.) se bo v preučevanem obdobju raven javnega dolga povečala. V okviru projekcije osnovnega scenarija bo javni dolg vseh štirih držav dosegel maksimalno vrednost v desetem letu projekcije, kar lahko pripišemo tako povečevanju primarnega proračunskega salda kot tudi neugodni dinamiki *r-g*. Posledično se bo tudi raven javnega dolga vseh štirih držav v preučevanem obdobju povišala. Na podlagi drugega postavljenega kriterija zato menim, da predstavlja trend javnega dolga v okviru osnovnega scenarija tveganje za vzdržnost v primeru vseh štirih držav. Trend rasti oziroma indeks gibanja ravni javnega dolga izbranih držav v okviru osnovnega scenarija prikazuje slika 26.

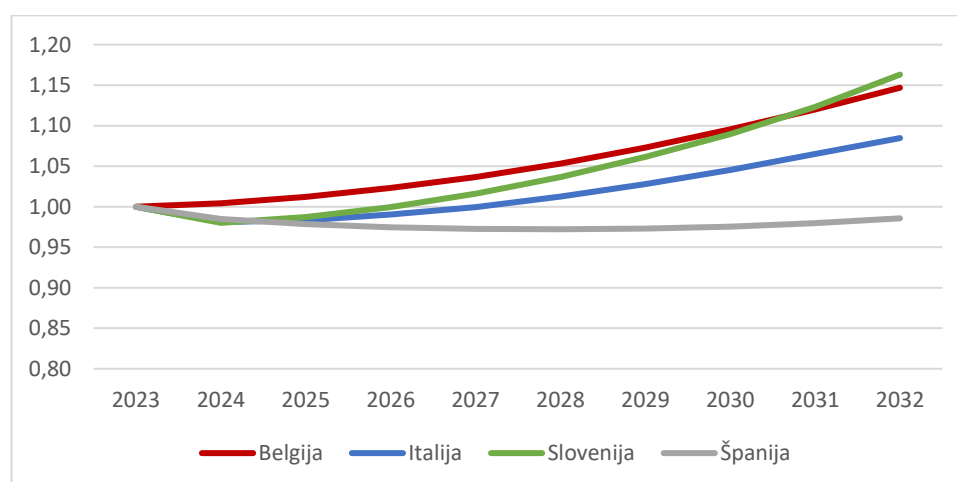
Slika 26: Indeks gibanja ravni javnega dolga v okviru osnovnega scenarija



Vir: lastno delo.

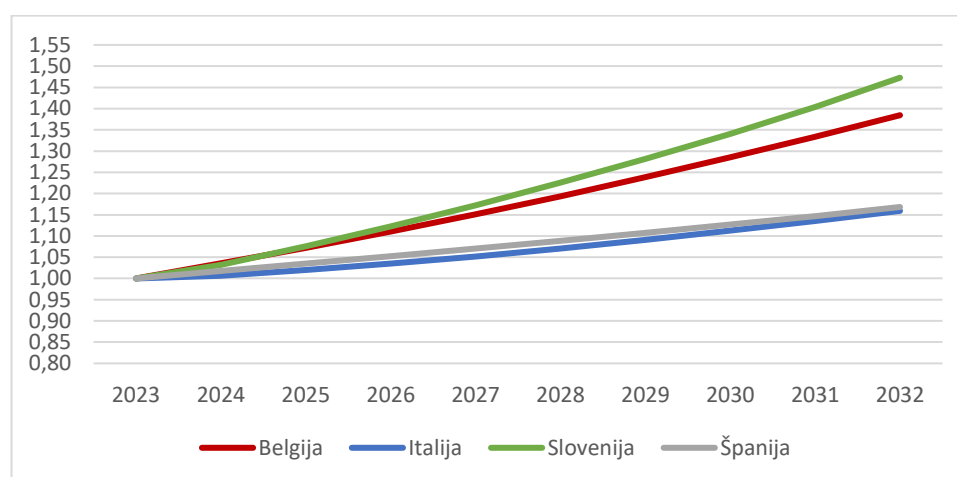
V okviru optimističnega scenarija, kljub optimistični predpostavki, za Belgijo, Italijo in Slovenijo velja enako kot v osnovnem scenariju, kar pa ne velja za Španijo. V okviru optimističnega scenarija bi namreč javni dolg Španije dosegel najvišjo vrednost že v prvem letu projekcije in se posledično v preučevanem obdobju znižal kot posledica ugodnega učinka bolj optimistične predpostavke o višji gospodarski rasti v primerjavi s preostalimi izbranimi državami, zaradi česar menim, da trend javnega dolga Španije ne bi predstavljal tveganja za vzdržnost ob predpostavkah optimističnega scenarija. V okviru pesimističnega scenarija tako kot v osnovnem scenariju predvidevam, da bo javni dolg vseh štirih izbranih držav dosegel najvišjo vrednost v zadnjem letu projekcije, zaradi česar menim, da trend javnega dolga predstavlja tveganje za vzdržnost vseh štirih izbranih držav. Trend rasti javnega dolga izbranih držav, v okviru dveh alternativnih scenarijev, prikazujeta sliki 27 in 28.

Slika 27: Indeks gibanja ravni javnega dolga v okviru optimističnega scenarija



Vir: lastno delo.

Slika 28: Indeks gibanja ravni javnega dolga v okviru pesimističnega scenarija



Vir: lastno delo.

5.5.3 Kriterij 3: Zmožnost doseganja stabilizirajočega primarnega salda

V okviru tretjega kriterija sem na podlagi kvalitativne ocene ocenil tveganje vzdržnosti fiskalne politike. Ocenil sem zmožnost doseganja stabilizirajočega primarnega salda oziroma primarnega proračunskega salda, ki zadostuje za stabilizacijo javnega dolga. Zmožnost izvedbe potrebne fiskalne prilagoditve, potrebne za stabilizacijo javnega dolga, sem ocenil na podlagi vrzeli med napovedanimi primarnimi proračunskimi saldi ter stabilizirajočimi primarnimi saldi.

Vrednost vrzeli je negativna v primeru, ko je napovedana višina primarnega proračunskega primanjkljaja višja (presežka nižja) od višine stabilizirajočega primarnega primanjkljaja (presežka). In obratno pozitivna v primeru, ko je višina stabilizirajočega primanjkljaja višja

(presežka nižja) od napovedane višine primanjkljaja (presežka). Predvideno višino vrzeli med napovedanimi in stabilizirajočimi primarnimi saldi za posamezno državo v okviru treh scenarijev prikazujejo tabele 23–26, da bi bila stabilizacija javnega dolga izbranih držav v okviru osnovnega scenarija v prvih dveh letih projekcije možna tudi z višjim primarnim proračunskim primanjkljajem. Med drugim in desetim letom projekcije bi se potrebni fiskalni napor za doseganje stabilizirajočega primarnega salda povečeval, s čimer bi se zniževala zmožnost doseganja le tega. Opaziti pa je razlike v višini vrzeli med napovedanimi in stabilizirajočimi primarnimi saldi izbranih držav. Izpostavil bi predvsem Španijo, kjer bi bila stabilizacija javnega dolga dosegljiva z bistveno nižjim potrebnim fiskalnim naporom, zaradi ugodne napovedi višine primarnih proračunskih saldov v prihodnje.

Predpostavka višje gospodarske rasti v okviru optimističnega scenarija bi pozitivno vplivala na znižanje negativne vrzeli (povečanje pozitivne) med napovedanim in stabilizirajočim proračunskim saldov, s čimer bi se povečala zmožnost doseganja stabilizirajočega primarnega salda. V okviru pesimističnega scenarija bi bili zaradi predpostavke glede višine $r-g$ za stabilizacijo javnega dolga potrebni primarni proračunski presežki. To bi negativno vplivalo na višino vrzeli med napovedanim in stabilizirajočim proračunskim saldov in posledično tudi na zmožnost stabilizacije javnega dolga.

Tabela 22: Za stabilizacijo potrebna fiskalna prilagoditev v Belgiji (v % BDP)

Scenarij/leto	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Osnovni	-0,1	-1,2	-1,9	-2,2	-2,5	-2,8	-3,2	-3,5	-3,7	-3,9
Optimistični	0,5	-0,6	-1,0	-1,3	-1,6	-1,9	-2,2	-2,5	-2,8	-3,0
Pesimistični	-4,3	-3,8	-3,9	-4,1	-4,3	-4,5	-4,6	-4,8	-5,0	-5,1

Vir: lastno delo.

Tabela 23: Za stabilizacijo potrebna fiskalna prilagoditev v Italiji (v % BDP)

Scenarij/leto	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Osnovni	2,1	1,4	-2,0	-2,5	-2,8	-3,2	-3,7	-3,9	-4,2	-4,1
Optimistični	3,1	2,5	-0,8	-1,3	-1,6	-2,1	-2,5	-2,7	-3,0	-3,0
Pesimistični	-1,9	-0,9	-1,9	-2,2	-2,4	-2,6	-2,8	-3,0	-3,2	-3,3

Vir: lastno delo.

Tabela 24: Za stabilizacijo potrebna fiskalna prilagoditev v Sloveniji (v % BDP)

Scenarij/leto	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Osnovni	1,8	1,3	-1,7	-2,0	-2,3	-2,6	-3,0	-3,2	-3,6	-4,0
Optimistični	2,7	1,5	-0,4	-0,7	-1,0	-1,3	-1,7	-1,9	-2,3	-2,7
Pesimistični	-3,2	-2,3	-3,2	-3,3	-3,5	-3,7	-3,9	-4,1	-4,4	-4,7

Vir: lastno delo.

Tabela 25: Za stabilizacijo potrebna fiskalna prilagoditev v Španiji (v % BDP)

Scenarij/leto	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Osnovni	2,6	1,5	-0,3	-0,5	-0,6	-0,8	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4
Optimistični	2,9	1,5	0,5	0,3	0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,7
Pesimistični	-2,7	-2,0	-1,9	-2,0	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	-2,3

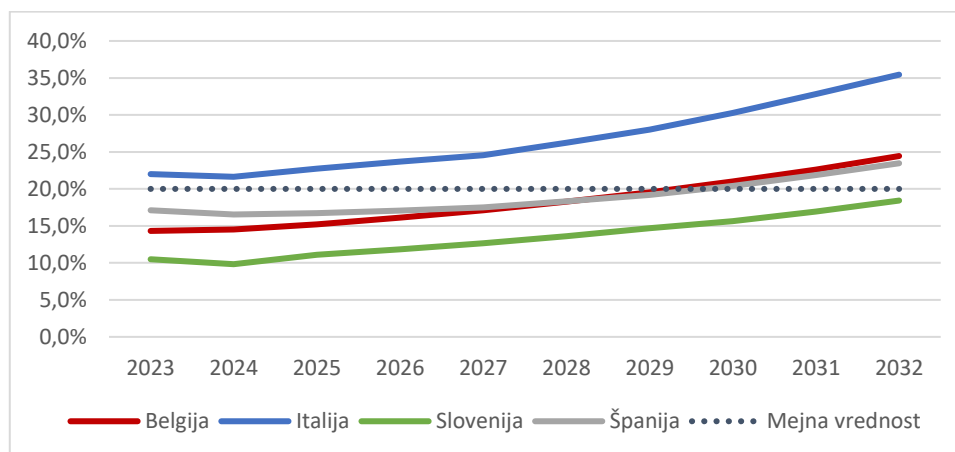
Vir: lastno delo.

Na podlagi predstavljenega menim, da je za Belgijo, Italijo in Slovenijo v okviru osnovnega scenarija zmožnost stabilizacije javnega dolga na ravni iz leta 2022 skozi celotno preučevano obdobje vprašljiva. Posledično fiskalna politika v skladu s postavljenim kriterijem predstavlja tveganje za vzdržnost javnega dolga. Zaradi precej nižje potrebne fiskalne prilagoditve, s katero bi se stabilizirala raven javnega dolga, ocenjujem, da fiskalna politika Španije ne bi predstavljal tveganja za vzdržnost javnega dolga. Kljub optimistični predpostavki v okviru optimističnega scenarija ostajajo zaključki enaki, kot jih predvidevam v okviru osnovnega scenarija. V primeru pesimističnega scenarija pa na podlagi tretjega kriterija ocenjujem, da obstaja tveganje za nezmožnost stabilizacije javnega dolga in s tem tudi tveganje za nevzdržnost le tega.

5.5.4 Kriterij 4: Višina bruto potreb po financiranju v preučevanem obdobju

V okviru zadnjega četrtega kazalnika sem s pomočjo projekcije bruto potreb po financiranju ocenil likvidnostna tveganja javnega dolga (in posledično tudi tveganost za vzdržnost le tega). Tveganje sem ocenil na podlagi doseganja oziroma preseganja postavljene mejne vrednosti ravni bruto potreb po financiranju, ki sem jo postavil v višini 20 % BDP. Postavljena mejna vrednost je v skladu z mejno vrednostjo, ki jo uporablja IMF (IMF, 2023). Slike 29-31 prikazujejo primerjavo med napovedano vrednostjo bruto potreb po financiranju v okviru treh scenarijev ter postavljeno mejno vrednostjo.

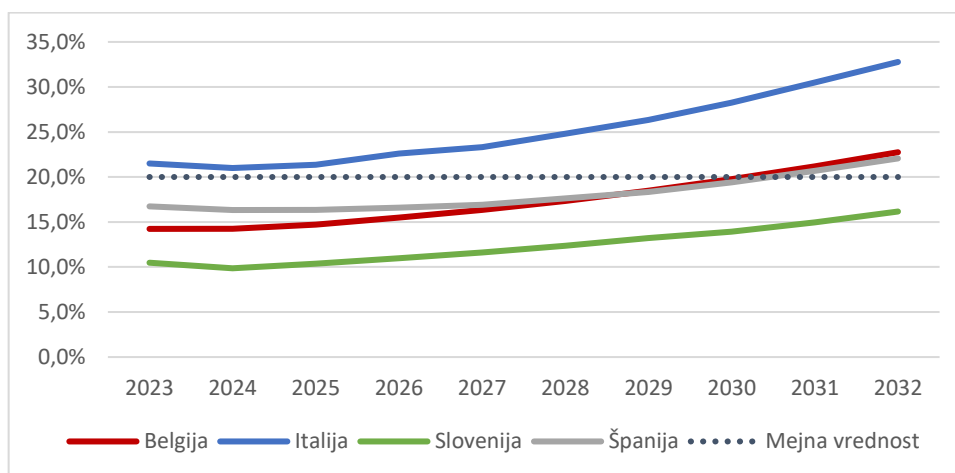
Slika 29: Osnovni scenarij, višina bruto potreb po financiranju (v % BDP)



Vir: lastno delo.

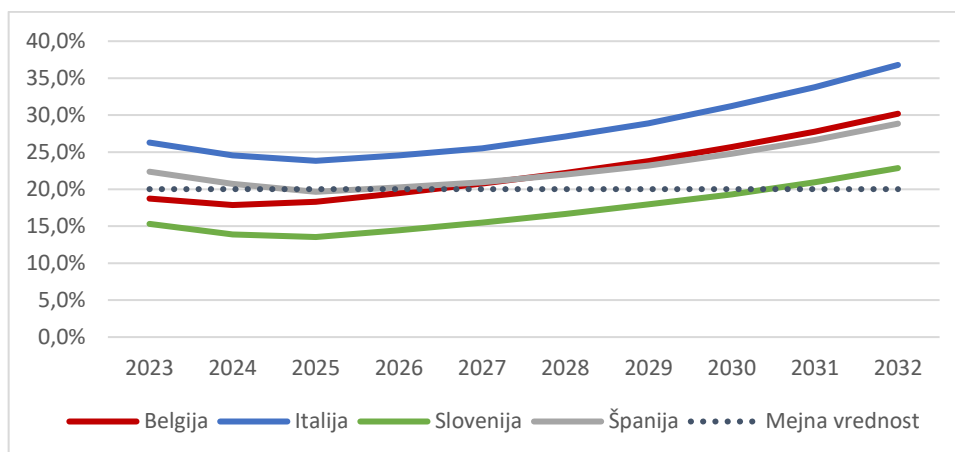
Na podlagi postavljenega kriterija menim, da so likvidnostna tveganja javnega dolga Slovenije omejena, hkrati pa so zaradi tega omejeno tudi tveganje vzdržnosti javnega dolga. V primeru Belgije in Španije predvidevam, da bodo likvidnostna tveganja do leta 2029 omejena. V zadnjih treh letih projekcije pa predvidevam ravni bruto potreb po financiranju nad mejno vrednostjo in s tem visoka likvidnostna tveganja in posledično tudi tveganje za vzdržnost javnega dolga teh dveh držav. V okviru optimističnega scenarija zaradi ugodnejših predpostavk predvidevam nekoliko nižje bruto potrebe po financiranju kot v primeru osnovnega scenarija. Kljub temu pa bodo, v skladu z izračuni, bruto potrebe po financiranju Italije skozi celotno preučevano obdobje presegale mejno vrednost. Bruto potrebe po financiranju Belgije in Španije bodo tudi v okviru optimističnega scenarija predstavljale tveganje za vzdržnost javnega dolga v zadnjih letih projekcije (mejno vrednost bi državi presegli v letu 2031). Bruto potrebe po financiranju Slovenije pa bodo tako kot v okviru osnovnega scenarija skozi celotno preučevano obdobje omejene.

Slika 30: Optimistični scenarij, višina bruto potreb po financiranju (v % BDP)



Vir: lastno delo.

Slika 31: Pesimistični scenarij, višina bruto potreb po financiranju (v % BDP)



Vir: lastno delo.

V okviru pesimističnega scenarija za vse štiri države napovedujem izrazito povečanje ravni bruto potreb po financiranju. Na podlagi izračunov opazimo, da bi se podaljšalo obdobje preseganja mejne vrednosti za Belgijo in Španijo. Hkrati bi višina ravni bruto potreb po financiranju vseh štirih držav predstavljala tveganje za vzdržnost javnega dolga v zadnjih dveh letih projekcije.

5.6 Priporočila za izboljšanje fiskalne pozicije držav

Zaradi predvidenega poslabšanja fiskalne pozicije držav sem za vsako izmed izbranih držav oblikoval priporočila ukrepov za omejitev rasti javnega dolga in bruto potreb po financiranju. Izbrane države, njihovi sistemi javnih financ, gospodarski obeti in stroški financiranja javnega dolga se med seboj nekoliko razlikujejo. Kljub temu pa menim, da se razlogi za poslabšanje fiskalne pozicije med državami bistveno ne razlikujejo. Vsem štirim državam je namreč skupno to, da bosta na poslabšanje fiskalne pozicije vplivala tako neugodna sprememba višine $r-g$, kot tudi rastoči primarni proračunski primanjkljaji. Za učinkovito omejitev rasti javnega dolga so zato potrebni ukrepi, ki bi omejili neugodno spremembo teh dveh spremenljivk. Na visoko povišanje primarnih primanjkljajev bo pomembno vplivala rast proračunskih izdatkov iz naslova staranja prebivalstva (European Commission, 2023a). Za omejitev rasti primarnih primanjkljajev je zato nujno potrebna omejitev rasti omenjenih izdatkov. Kar bi lahko države dosegle z reformami pokojninskega in zdravstvenega sistema (Rant in drugi, 2022). Po drugi strani je za omejitev rasti javnega dolga potrebno znižanje rasti $r-g$. Kljub temu, da gre sicer v tem primeru za učinek makroekonomskega okolja na dinamiko javnega dolga, menim, da bi lahko države do neke mere vplivale na manj izrazito rast $r-g$ v preučevanem obdobju. Za zagotovitev višje gospodarske rasti bi bile v preučevanih državah potrebne strukturne reforme na trgu dela (IMF, 2023). Po drugi strani bi se s konsolidacijo javnega proračuna omejila rast javnega dolga. Nižje ravni javnega dolga pa ugodno vplivajo na stroške zadolževanja države oziroma na realno implicitno obrestno mero (Cottarelli in Moghadam, 2011). Na višino realne implicitne obrestne mere bi vplivalo tudi učinkovitejše upravljanje z javnim dolgom, v smislu znižanja deleža kratkoročnega dolga in podaljšanja povprečne ročnosti javnega dolga v primeru nadaljevanja rasti obrestnih mer. Omenjeni ukrepi bi ugodno vplivali tudi na znižanje bruto potreb po financiranju.

6 SKLEP

V magistrskem delu sem s pomočjo analize scenarijev izvedel analizo dinamike javnega dolga štirih izbranih članic evroobmočja. V skladu s svojimi napovedmi osnovnega scenarija predvidevam rast javnega dolga vseh štirih držav, predvsem kot posledica bolj neugodne $r-g$ kot tudi zaradi naraščanja proračunskih potreb, ki so v veliki meri posledica staranja prebivalstva (European Commission, 2021). S tem sem odgovoril na prvo zastavljeno raziskovalno vprašanje.

Hkrati v povezavi z napovedano rastjo javnega dolga napovedujem tudi rast likvidnostnih potreb po financiranju javnega dolga oziroma bruto potreb po financiranju v preučevanem obdobju. Poleg same rasti ravni javnega dolga pa bosta na rast bruto potreb po financiranju pomembno vplivala tudi rast nominalne implicitne obrestne mere ter krajšanje povprečne dospelosti javnega dolga držav, ki je predvsem posledica moje predpostavke glede ročnosti novo izdanega javnega dolga. S slednjim sem odgovoril na drugo raziskovalno vprašanje.

V odgovor na tretje zastavljeno vprašanje sem ocenil tudi tveganje za nevzdržnost javnega dolga posamezne države v okviru posameznega izmed štirih oblikovanih kriterijev, in sicer: (1) višine javnega dolga v zadnjem letu projekcije (oz. v letu 2032), (2) trenda rasti javnega dolga, (3) zmožnosti doseganja stabilizirajočega primarnega salda in (4) višine bruto potreb po financiranju. V okviru osnovnega scenarija ocenjujem, da napovedana višina javnega dolga konec leta 2032 predstavlja tveganje za vzdržnost za Belgijo, Italijo in Španijo.

Zaradi predvidene rasti javnega dolga v preučevanem obdobju predstavlja trend gibanja javnega dolga v preučevanem obdobju tveganje za vzdržnost javnega dolga vseh štirih držav v okviru osnovnega scenarija.

S prikazom višine vrzeli med napovedanim in stabilizirajočim primarnim proračunskim saldonom sem ocenil tudi zmožnost stabilizacije javnega dolga na višini iz leta 2022. Na podlagi kvalitativne ocene zmožnosti potrebne fiskalne prilagoditve in ob predpostavkah osnovnega scenarija ocenjujem, da je stabilizacija javnega dolga skozi celotno obdobje projekcije za Belgijo, Italijo in Slovenijo vprašljiva zaradi same višine potrebne fiskalne prilagoditve. Po drugi strani ocenjujem, da je stabilizacija javnega dolga Španije bolj verjetna. Zaradi bistveno nižje vrzeli med napovedanim in stabilizirajočim primarnim proračunskim saldonom bi bila stabilizacija dosegljiva z bistveno nižjim fiskalnim prilagajanjem. Zaradi tega menim, da napovedani primarni proračunski saldi ne predstavljajo tveganja za vzdržnost javnega dolga v okviru tega kriterija.

Poleg tega sem vzdržnost ocenil tudi na podlagi potencialnih likvidnostnih tveganj. Višina bruto potrebe po financiranju bo v skladu s postavljenim kriterijem predstavljala tveganje za vzdržnost javnega dolga Italije skozi celotno preučevano obdobje ter Belgije in Španije v zadnjih treh letih projekcije.

V magistrsko delo sem poleg osnovnega uvedel tudi dva alternativna scenarija, s čimer sem prikazal vpliv dveh alternativnih scenarijev na dinamiko, likvidnostne potrebe financiranja in vzdržnost javnega dolga in s tem odgovoril na četrto zastavljeno raziskovalno vprašanje. V okviru optimističnega scenarija sem prikazal vpliv višje napovedane gospodarske rasti na projekcije in vzdržnost javnega dolga. Višja gospodarska rast je pozitivno vplivala na ugodnejšo dinamiko javnega dolga, nižje potrebe po financiranju in tudi na nižje tveganje za vzdržnost javnega dolga. Kljub temu ocenjujem, da bi tudi v okviru optimističnega scenarija višina javnega dolga in višina bruto potreb po financiranju predstavljali tveganje za vzdržnost javnega dolga Belgije, Italije in Španije. Glede zmožnosti doseganja

stabilizirajočega primarnega salda ostajajo zaključki enaki kot v osnovnem scenariju. Zaradi znižanja ravni javnega dolga v preučevanem obdobju ocenjujem, da trend rasti javnega dolga ne predstavlja tveganja za vzdržnost javnega dolga Španije v okviru optimističnega scenarija. Za preostale države pa predvidevam enako kot v okviru osnovnega scenarija.

V okviru pesimističnega scenarija pa sem s predpostavko o $r-g$ (oziroma vrzeli med realno implicitno obrestno mero ter gospodarsko rastjo) v višini 1 odstotne točke predstavil vpliv še dodatnega zaostrovanja pogojev financiranja javnega dolga. Kot posledico te pesimistične predpostavke sem v okviru pesimističnega scenarija napovedal višjo rast javnega dolga preučevanih držav, višje bruto potrebe po financiranju in s tem višja likvidnostna tveganja. Predpostavka je negativno vplivala tudi na oceno vzdržnosti javnega dolga zaradi višje rasti javnega dolga, višjega potrebnega fiskalnega navora za stabilizacijo javnega dolga in bruto potreb po financiranju. Pomembno se mi zdi poudariti, da je zaradi enake predpostavke glede $r-g$ za vse štiri države izrazitost učinka pesimističnega scenarija odvisna od predpostavke $r-g$ v okviru osnovnega scenarija. Kljub temu pa menim, da sem v okviru projekcij in ocene vzdržnosti nazorno prikazal negativen vpliv rasti stroškov zadolževanja oziroma povečanja $r-g$.

V magistrskem delu tako napovedujem poslabšanje fiskalne pozicije držav. Rast realnih obrestnih mer in naraščanje proračunskih potreb bosta v skladu z mojimi napovedmi v naslednjih desetih letih pomembno prispevala k rasti ravni javnega dolga izbranih držav. V skladu s postavljenimi kriteriji in ob uresničitvi predpostavk oblikovanih scenarijev menim, da je tveganje za nevzdržnost javnega dolga izbranih držav prisotno v vseh štirih izbranih držav članicah evroobmočja.

LITERATURA IN VIRI

1. Bank of Italy. (2010). *Annual Report, Abridged Version*. Printing Office of the Bank of Italy.
2. Bank of Italy. (2014, 30. maj). *Annual Report, Abridged Version*. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2013/en_rel_2013.pdf?language_id=1
3. Bank of Italy. (2020, 29. maj). *Annual Report*. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2019/en_rel_2019.pdf?language_id=1
4. Bank of Italy. (2021, 31. maj). *Annual Report, 2020*. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2020/en_rel_2020.pdf?language_id=1
5. Bank of Italy. (2022, 31. maj). *Relazione annuale, anno 2021*. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2021/rel_2021.pdf

6. Bank of Italy. (2023, 31. maj). *Relazione annuale, anno 2022 – centoventinovesimo esercizio*. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2022/rel_2022.pdf
7. Bank of Spain. (2010, 16. junij). *Annual report 2009*. <https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformeAnual/inf2009e.pdf>
8. Bank of Spain. (2011, 15. junij). *Annual report 2010*. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/10/Fich/inf2010e.pdf>
9. Bank of Spain. (2020, 30. junij). *Annual Report 2019*. <https://www.bde.es/wbe/en/publicaciones/informes-memorias-anales/informe-anual/informe-anual-2019.html>
10. Bank of Spain. (2021, 13. maj). *Annual Report 2020*. https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/20/Files/InfAnual_Ing_2020.pdf
11. Bank of Spain. (2022, 18. maj). *Annual Report 2021*. https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/21/Files/InfAnual_2021_En.pdf
12. Bank of Spain. (2023, 10. maj). *Annual Report 2022*. https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/22/Files/InfAnual_2022_En.pdf
13. Banka Slovenije. (2010, 11. maj). *Letno poročilo za leto 2009*. https://bankaslovenije.blob.core.windows.net/publication-files/Letno_porocilo_2009.pdf
14. Banka Slovenije. (2011, 31. maj). *Letno poročilo za leto 2010*. https://bankaslovenije.blob.core.windows.net/publication-files/BS_Letno_porocilo_2010.pdf
15. Banka Slovenije. (2012, 26. april). *Letno poročilo 2011*. https://bankaslovenije.blob.core.windows.net/publication-files/Letno_poro%c4%8dilo_BS_za_leto_2011.pdf
16. Banka Slovenije. (2013, 25. april). *Letno poročilo za leto 2012*. https://bankaslovenije.blob.core.windows.net/publication-files/gdggjerWfjjighf_letno_porocilo_2012.pdf
17. Banka Slovenije. (2014, 27. maj). *Letno poročilo 2013*. https://bankaslovenije.blob.core.windows.net/publication-files/Letno_porocilo_2013_SI_WEB.pdf
18. Banka Slovenije. (2015, 20. maj). *Letno poročilo 2014*. https://bankaslovenije.blob.core.windows.net/publication-files/Letno_porocilo_2014.pdf
19. Banka Slovenije. (2018, 10. april). *Letno poročilo 2017*. https://bankaslovenije.blob.core.windows.net/publication-files/gdggpNIGHhfdw_letno_porocilo_2017-19-sl.pdf

20. Banka Slovenije. (2022, 23. junij). *Letno poročilo 2021*.
https://bankaslovenije.blob.core.windows.net/publication-files/letno-porocilo_2021.pdf
21. Banka Slovenije. (2023, 9. junij). *Letno poročilo 2022*.
<https://bankaslovenije.blob.core.windows.net/publication-files/letno-porocilo-2022.pdf>
22. Bernheim, B. D. (1989). A Neoclassical Perspective on Budget Deficits. *Journal of Economic Perspective*, 3(2), 55–72.
23. Blanchard, J. (2019, 25. februar). *Public Debt and Low Interest Rates*.
https://www.nber.org/system/files/working_papers/w25621/w25621.pdf
24. Bouabdallah, O., Checherita-Westphal, C., Warmedinger, T., De Stefani, R., Drudi, F., Setzer, R. in Westphal, A. (2017, april). *Debt sustainability analysis for euro area sovereigns: a methodological framework*.
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbop185.en.pdf>
25. Brand, C., Bielecki, M. in Penalver, A. (2018, december). *The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy*.
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op217.en.pdf>
26. Cerra, V. in Saxena, S. C. (2005, 1. julij). *Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery*.
<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Growth-Dynamics-The-Myth-of-Economic-Recovery-18392>
27. Checherita, C. in Rother, P. (2010, avgust). *The impact of high and growing government debt on economic growth an empirical investigation for the euro area*.
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1237.pdf>
28. Cottarelli, C. in Moghadam, R. (2011, 5. avgust). *Modernizing the Framework for Fiscal Policy and Public Debt Sustainability Analysis*.
<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/080511.pdf>
29. De Grauwe, P. in Ji, Y. (2012, junij). *Self-Fulfilling Crises in the Eurozone: An Empirical Test*.
<https://cdn.ceps.eu/wp-content/uploads/2012/06/WD%20No%20367%20Empirical%20Test%20Fragility%20Eurozone.pdf>
30. Elmendorf, D. W. in Mankiw, N. G. (1998). *Government Debt*. National Bureau of Economic Research.
31. Escolano, J. (2010, 27. januar). *A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability, and Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates*.
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/tnm/2010/tnm1002.pdf>
32. Escolano, J., Shabunina, A. in Woo, J. (2011, 1. november). *The Puzzle of Persistently Negative Interest Rate-Growth Differentials: Financial Repression or Income Catch-Up?* <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11260.pdf>
33. Eurostat. (2023a, 19. junij). *Data Browser, Average remaining maturity of general government gross debt*. Pridobljeno 10. julija 2023 s
https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/GOV_10DD_RMD__custom_6689610/default/table
34. Eurostat. (2023b, 19. junij). *Data Browser, General government debt*. Pridobljeno 10. julija 2023 s

- https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/GOV_10DD_GGD__custom_6698720/default/table
35. Eurostat. (2023c, 19. junij). *Data Browser, Government deficit/surplus, debt and associated data*. Pridobljeno 10. julija 2023 s https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/GOV_10DD_EDPT1__custom_6594517/default/table
 36. Eurostat. (2023d, 19. junij). *Structure of government debt*. https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Structure_of_government_debt#Breakdown_by_currency_of_denomination
 37. Eurostat. (2023e, 20. oktober). *Government finance statistics*. https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Government_finance_statistics
 38. European Central Bank – ECB. (2019, 21. marec). *Economic bulletin*. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201902~a070c3a338.en.pdf>
 39. European Commission. (2012a, julij). *Macroeconomic imbalances – Belgium*. <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/ab2d76c9-4cc2-46c1-940b-e7eaf9ddf177/language-en>
 40. European Commission. (2012b, julij). *Macroeconomic imbalances – Italy*. https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2012/pdf/ocp107_en.pdf
 41. European Commission. (2012c, julij). *Macroeconomic imbalances – Slovenia*. https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2012/pdf/ocp109_en.pdf
 42. European Commission. (2012d, julij). *Macroeconomic imbalances – Spain*. https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2012/pdf/ocp103_en.pdf
 43. European Commission. (2013a, april). *Macroeconomic Imbalances, Belgium 2013*. <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/84277579-984c-4a89-b964-d2061956c23f/language-en>
 44. European Commission. (2013b, april). *Macroeconomic Imbalances Italy 2013*. https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2013/pdf/ocp138_en.pdf
 45. European Commission. (2014a, september). *European Economy: Assessing Public Debt Sustainability in EU Member States: A Guide*. https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2014/pdf/ocp200_en.pdf
 46. European Commission. (2014b, marec). *Macroeconomic Imbalances - Italy 2014*. https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2014/pdf/ocp182_en.pdf

47. European Commission. (2014c, marec). *Macroeconomic Imbalances Spain 2014*. https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2014/pdf/ocp176_en.pdf
48. European Commission. (2019, 17. maj). *The Semi-Elasticities Underlying the Cyclically-Adjusted Budget Balance: An Update and Further Analysis*. https://economy-finance.ec.europa.eu/publications/semi-elasticities-underlying-cyclically-adjusted-budget-balance-update-and-further-analysis_en
49. European Commission. (2021, 7. maj). *The 2021 Ageing Report: Economic and Budgetary Projections for the EU Member States (2019–2070)*. https://economy-finance.ec.europa.eu/system/files/2021-10/ip148_en.pdf
50. European Commission. (2022, 25. april). *Fiscal Sustainability Report 2021 Volume 1*. https://economy-finance.ec.europa.eu/system/files/2022-05/dp171_en_vol1.pdf
51. European Commission. (2023a, 14. april). *Debt Sustainability Monitor 2022*. https://economy-finance.ec.europa.eu/system/files/2023-06/ip199_en_UPD.pdf
52. European Commission. (2023b, 15. maj). *European Economic Forecast: Spring 2023*. https://economy-finance.ec.europa.eu/system/files/2023-05/ip200_en_1.pdf
53. European Commission. (brez datuma). *AMECO database*. Pridobljeno dne 10. julija 2023 [s \[https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-research-and-databases/economic-databases/ameco-database_en\]\(https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-research-and-databases/economic-databases/ameco-database_en\)](https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-research-and-databases/economic-databases/ameco-database_en)
54. Gaspar, V., Poplawski R., M. in Yoo, J. (2023, 13. september). *Global Debt Is Returning to its Rising Trend* [objava na blogu]. <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2023/09/13/global-debt-is-returning-to-its-rising-trend>
55. International Monetary Fund – IMF. (2013, 9. maj). *Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in market-access countries*. <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf>
56. International Monetary Fund – IMF. (2022, 16. februar). *IMF staff country report*. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2022/02/15/Spain-2021-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-513178>
57. International Monetary Fund – IMF. (2023, 18. januar). *IMF staff country report*. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/01/17/Republic-of-Slovenia-2022-Article-IV-Consultation-Press-Release-and-Staff-Report-528232>
58. Lian, W., Presbitero, A. F. in Wiriadinata, U. (2020). Public Debt and r - g at Risk. *IMF working paper 20*(137).
59. Lunsford, K. G. in West, K. D. (2018, november). *Some evidence on secular drivers of U.S. safe real rates*. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w25288/w25288.pdf
60. Mauro, P. in Zhou, J. (2020). r-g<0: Can We Sleep More Soundly? *IMF Working Paper No. 2020*(52).
61. Ministrstvo za finance. (2023, oktober). *Republic of Slovenia, Investor presentation*. <https://www.gov.si/assets/ministrstva/MF/Zakladnistvo/Dolg-RS/Slovenia-Investor-Presentation-October-2023.pdf>

62. National Bank of Belgium. (2010, 1. marec). *Report 2009 - Economic and financial developments*.
<https://www.nbb.be/doc/ts/publications/nbbreport/archives/nbb2009art1.pdf>
63. National Bank of Belgium. (2011, 1. marec). *Report 2010 - Economic and financial developments*.
<https://www.nbb.be/doc/ts/publications/nbbreport/archives/nbb2010art1.pdf>
64. National Bank of Belgium. (2013, 1. marec). *Report 2012 - Economic and Financial developments*.
https://www.nbb.be/doc/ts/publications/nbbreport/2012/en/t1/report2012_tii.pdf
65. National Bank of Belgium. (2015, 25. marec). *Report 2014 - Economic and financial developments*.
https://www.nbb.be/doc/ts/publications/nbbreport/2014/en/t1/report2014_tii.pdf
66. National Bank of Belgium. (2020, 23. marec). *Report 2019 - Economic and financial developments*.
https://www.nbb.be/doc/ts/publications/nbbreport/2019/en/t1/report2019_complet.pdf
67. National Bank of Belgium. (2021, 12. februar). *Report 2020 - Economic and financial developments*.
https://www.nbb.be/doc/ts/publications/nbbreport/2020/en/t1/report_2020_t1_complet.pdf
68. National Bank of Belgium. (2022, 16. februar). *Report 2021 - Economic and financial developments*.
https://www.nbb.be/doc/ts/publications/nbbreport/2021/en/t1/report_2021_t1_complet.pdf
69. National Bank of Belgium. (2023, 3. marec). *Report 2022 - Economic and financial developments*.
https://www.nbb.be/doc/ts/publications/nbbreport/2022/en/t1/report_2022_t1_complet.pdf
70. Neely, C. (2023, 1. maj). *Constructing forward interest rates in FRED* [objava na blogu].
<https://fredblog.stlouisfed.org/2023/05/constructing-forward-interest-rates-in-fred/>
71. Panizza, U. in Presbitero, A. F. (2013). Public Debt and Economic Growth in Advanced Economies: A Survey. *Swiss Society of Economics and Statistics*, 149(2), 175–204.
72. Rant, V., Čok, M. in Jazbec, S. (2022). Slovenian public debt in a changing macroeconomic environment. *Bančni vestnik : revija za denarništvo in bančništvo*, 71(11), 25–36.
73. Reinhart, C. M. in Rogoff, K. S. (2010). Growth in a Time of Debt. *American Economic Review*, 100(2), 573–578.
74. Simoneti, M., Dolenc, P., Jašovič, B., Košak, M. in Arhar, F. (2019). *Bančno poslovanje : "European Foundation Certificate in Banking - EFCB"*. Združenje bank Slovenije - GIZ, Ljubljana Izobraževalni center.
75. Stanovnik, T. (2008). *Javne finance* (4. izd.). Ekonomska fakulteta Univerze v Ljubljani.
76. Summers, L. H. (2015). Demand Side Secular Stagnation. *American Economic Review*, 105(5), 60–65.

77. Turner, D. in Spinelli, F. (2021). Interest-rate-growth differentials. *OECD Journal: Economic Studies* 2012(1).
78. Willems, T. in Zettelmeyer, J. (2022). Sovereign Debt Sustainability and Central Bank Credibility. *IMF Working paper* 22(16).
79. World bank. (2023, brez datuma). *World Bank Open Data*.
<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG>