

Koncept rizika defaultu na dlhodobé záväzky na príklade Slovenska v scenári nezmenených politík

(Otázky a odpovede k analytickému komentáru)

1. **Rada pre rozpočtovú zodpovednosť (RRZ) pravidelne vyhodnocuje na základe ústavného zákona dlhodobú udržateľnosť verejných financií na horizonte 50 rokov. V čom je pohľad cez optiku konceptu pravdepodobnosti defaultu odlišný?**

Aktuálne hodnotenie udržateľnosti verejných financií je od vzniku Rady jedným z najhorších, dlhodobá udržateľnosť sa ocitla hlboko v pásme vysokého rizika. Je dôležité si uvedomiť, že očakávania o budúcej schopnosti vlády udržovať verejné financie v dobrej kondícii zohľadňujú investori financujúci verejný dlh s časovým predstihom. **Zjednodušene sa dá povedať, že táto optika je optikou investorov, ktorí by prestali veriť, že krajina pristúpi k nejakému typu konsolidácie verejných financií (napr. pod tlakom domáceho či európskeho fiškálneho rámca).** Táto analýza ukazuje, kedy sa začne strácať ich dôvera, resp. kedy stúpne riziko, že odmietnu financovať náš dlh alebo budú ochotní ho financovať len za prísnejších podmienok.

Na vyhodnotenie solventnosti používa RRZ primárne ukazovateľ dlhodobej udržateľnosti (UDU), ktorý vyjadruje, o koľko je potrebné okamžite a trvalo zvýšiť verejné príjmy a/alebo znížiť verejné výdavky, aby hrubý verejný dlh v päťdesiatročnom horizonte nepresiahol 50 % HDP. Koncept pravdepodobnosti defaultu na dlhodobé záväzky, využívaný RRZ ako alternatívny prístup, ide nad rámec UDU. Zreálňuje pohľad na udržateľnosť verejných financií, nakoľko znižuje váhu úspor realizovaných vo vzdialenej budúcnosti a viac zvyrazňuje negatívny vplyv dnes realizovaných výdavkov. Tiež – na rozdiel od UDU – umožňuje vyhodnotiť vývoj rizika defaultu v čase a prepojiť ho s reálnymi nákladmi, čiže rizikovými prírážkami.

Vychádzame pri ňom z konceptu fiškálneho limitu, ktorý predstavuje maximálnu úroveň čistého dlhu, ktorú ešte vie vláda dlhodobo obslúžiť. To znamená, **že vláda sa v súčasnosti môže zadlžiť len do tej úrovne, ktorú bude vedieť vykryť budúcimi primárnymi prebytkami tak, aby riziko defaultu bolo nízke.** Vyhodnocujeme ho efektívne na horizonte do konca priemernej splatnosti, čo je dnes približne 10 rokov pri novoemitovaných dlhopisoch, pričom požadujeme, aby boli rovnaké podmienky prefinancovania aj na konci doby splatnosti a berieme do úvahy aj problém tzv. riedenia dlhu, teda každoročné emisie dlhopisov, čo je v prostredí rastúcich verejných výdavkov súvisiacich so starnutím populácie mimoriadne dôležité.

2. **Čo hovorí pohľad cez túto metódu, aké sú vyhliadky pre verejné financie (udržateľnosť)?**

V prípade neprijatia ozdravných opatrení môžeme očakávať, že už o dekádu, čiže po roku 2032, budeme čeliť dôsledkom problémov súvisiacich s rastúcou zadlženosťou štátu, najskôr vysokým rizikovým prírážkam sťažujúcim refinancovanie sa, nižšiemu rastu ekonomiky, a následne aj problémov so solventnosťou, teda nárastu rizika defaultu na dlhodobé záväzky do ich splatnosti.

Vplyvom fiškálnej politiky z roku 2022 a prvej polovice roka 2023 – najmä okamžitému nástupu opatrení trvalo zaťažujúcich verejné financie (rodičovský dôchodok, rodinná politika) - a bezpečnostnej a energetickej krízy a vojny na Ukrajine (ktoré ovplyvnili makroekonomické faktory, čiže zhoršili náš rastový potenciál a zvýšili náklady štátu; ale aj prijímanie jednorazových opatrení či zmeny v obrannej



politike), narástlo riziko defaultu pre rok 2023 nad hranicu 10 percent, do roku 2030 očakávame, že sa bude hýbať na porovnateľnej úrovni, resp. do úrovne 10 percent. Dočasne naň budú vplývať opatrenia s oneskoreným a postupným nábehom úspor zlepšujúcich udržateľnosť verejných financií, najmä automat dôchodkového veku a klesajúca miera náhrady novopriznaných dôchodkov.

Po roku 2030 však začína iný príbeh. V tomto čase už ani nástup prijatých opatrení zlepšujúcich dlhodobú udržateľnosť nedokáže dostatočne tlmieť zvyšovanie rizika defaultu v nasledujúcich rokoch. **Ak sa v budúcnosti neprijmú ďalšie opatrenia zlepšujúce udržateľnosť verejných financií, verejný dlh v roku 2040 prekoná 110 percent HDP. Preto môže vtedy pravdepodobnosť defaultu na dlhodobé záväzky dosahovať až 93 percent.**

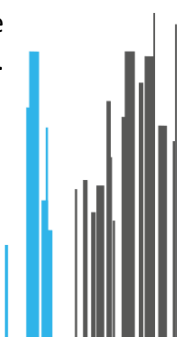
Znamená to, že z pohľadu financovania štátu opatrenia prijaté v roku 2022 v oblasti výdavkov citlivých na starnutie populácie (dôchodková reforma, rodinná politika) môžu o dve dekády výrazne znižovať šancu štátu prefinancovať svoje rýchlo rastúce dlhodobé záväzky. Čiže, schopnosť štátu splatiť v tom čase maturujúce dlhopisy emisiou nových. **Tento stav však môžu zohľadniť investori prostredníctvom prudšieho nárastu rizikových prirážok už o dekádu skôr.** Uvedný predpoklad bude platiť, ak investori stratia dôveru, že krajina dokáže tento vývoj zvrátiť, (príp. nedôjde k inému pozitívnemu externému vplyvu, ako zásah ECB, nástroje EÚ a pod.).

3. Čo sú príčiny tohto stavu?

Medzi príčiny, ktoré budú dlhodobo viesť ku zvyšovaniu úrovne zadĺženia, a tak nárastu rizikových prirážok, patria **nepripravenosť aktuálneho nastavenia verejných financií na demografické zmeny, prijímanie opatrení prakticky okamžite a trvalo zaťažujúcich verejné financie, odsúvanie nepopulárnych úsporných opatrení na neskôr a prílišný nárast výdavkov súvisiacich so starnutím populácie.** Hlavným dôvodom výrazného nárastu rizika defaultu v minulom roku sú opatrenia fiškálnej politiky prijaté v priebehu roka 2022 a prvej polovice roka 2023 – najmä tých, ktoré sú citlivé na demografické zmeny - zvyšná štvrtina je z dôvodu makroekonomických faktorov (úrokové sadzby, rast, energetická kríza). **Problematickým z pohľadu budúcich investorov je aj malá odolnosť ekonomiky voči externým šokom, nízka miera diverzifikácie, chýbajúce investície do vzdelania a výskumu, slabý ekonomický rast, pomalý rast produktivity a chýbajúce reformy zlepšujúce odolnosť a konkurencieschopnosť ekonomiky.**

Tou najdôležitejšou príčinou, prečo nám – napriek prijatej dôchodkovej reforme – narástlo riziko defaultu na horizonte najbližších dvoch dekád, je nevhodná kompozícia fiškálnej politiky v oblastiach citlivých na starnutie populácie. Čiže na jednej strane prijímanie ťažko odvolateľných opatrení, ktoré trvale a prakticky okamžite zvyšujú výdavky (rodinná politika, rodičovský bonus, možnosť odchodu do penzie po 40 odpracovaných rokoch) – a teda ihneď navyšujú dlh a zvyšujú aj tempo jeho rastu – a zároveň neskorším a len veľmi postupným nástupom opatrení zlepšujúcich udržateľnosť verejných financií. Tento dizajn bude v najbližšej budúcnosti viesť k prudkému nárastu tempa zadlžovania.

Z pohľadu financovania štátu to znamená, že už o dve dekády môže čeliť problémom s prefinancovaním svojich rýchlo rastúcich dlhodobých záväzkov. S prudším rastom rizikových prirážok však musíme rátať už o desať rokov. Štát má dnes priestor len dve volebné obdobia, aby prijal vhodné opatrenia a zastavil neúmerne nárast rizikových prirážok a v konečnom dôsledku aj nárast rizika defaultu. Prijatá legislatíva a udalosti (bezpečnostná a energetická kríza) z roku 2022 a prvej polovice roka 2023 znamenajú stratu jedného volebného obdobia na prijatie takýchto ozdravných opatrení. Časovanie a dizajn reforiem sú preto kľúčové.



4. Máme predsa A-čkový rating, nízke úroky a ani vývoj na trhu CDSiek (poistenie proti defaultu) v súčasnosti neukazuje na nejaké problémy. Nie je to v rozpore?

Naše súčasné hodnotenia sú horšie, než tomu bolo pred rokom 2020: aktuálne hodnotenia sú na úrovni A+ so stabilným výhľadom (S&P) resp. o stupeň horšie a s negatívnym výhľadom (Fitch, Moody's). V priebehu roku 2022 nám postupne tri najväčšie ratingové agentúry zhoršili ratingové výhľady na negatívne. Hoci S&P svoje rozhodnutie neskôr revidovala, ostatné dve agentúry ho potvrdili, a to aj kvôli politickej nestabilite a nedôvere v schopnosti budúcej vlády okresať deficit pod deklarované 2 percentá HDP do roku 2026. Ratingové agentúry postupovali podobne aj v prípade iných krajín v regióne (Česká republika, pobaltie), avšak ich reakcie boli menej výrazné.

Stále však platí, že finančné trhy aj ratingové agentúry vo svojich hodnoteniach počítajú s tým, že budúca vláda sa zachová zodpovedne a racionálne a pristúpi k razantnejšej konsolidácii. V opačnom prípade môžu finančné trhy veľmi rýchlo reagovať nárastom rizikových prirážok a ratingové agentúry zhoršením hodnotenia krajiny.

Na vyhodnocovanie dlhodobého kreditného rizika nie je v prípade Slovenska najvhodnejšie používať ani údaje z trhu credit default swapov (ďalej CDS), poisťok na emitované štátne dlhopisy. Ich schopnosť predikovať vznikajúce problémy so solventnosťou danej krajiny vo veľkej miere závisí na veľkosti trhu, či miery likvidity, čo je v prípade malých ekonomík s nerozvinutým kapitálovým trhom problematické. Navyše vďaka množstvu trhového šumu, forme obchodovania, nedostatku regulácií je náročné vyhodnotiť ich informačnú hodnotu a skutočnú úroveň kreditného rizika. Príklady z nedávnej minulosti (európska dlhová kríza) nám však ukazujú, že ani ratingové agentúry, ani údaje z trhu credit default swapov, nevedeli včas zachytiť vznikajúce problémy so solventnosťou hodnotených subjektov a indikovať možný kolaps verejných financií v dostatočnom predstihu.

Dôležitým indikátorom sú najmä úrokové sadzby. V kontexte minuloročnej zmeny politiky ECB a zvýšenej opatrnosti finančných trhov sa ukazuje slovenská ekonomika ako jedna z najzraniteľnejších krajín eurozóny. Medziročný nárast rizikových prirážok na 10-ročné štátne dlhopisy, vyše 350 bázických bodov – a to nielen z dôvodu zvýšenia kreditného rizika, ale aj ako dôsledok prebiehajúcej ruskej agresie na Ukrajine - je tretí najvyšší spomedzi krajín Eurozóny.

5. Aktuálna výška verejného dlhu je pod priemerom EÚ. V čom je teda problém, keď v minulosti sme z dlhov vždy „vyrástli“?

Dnešná úroveň hrubého dlhu SR (približne 58 percent HDP ku koncu roka 2022) je v porovnaní s európskym priemerom (85 percent HDP) výrazne nižšia, avšak je to aj vďaka aktuálnej demografickej štruktúre slovenskej populácie, ktorá je treťou (po Írsku a Luxemburgu) z najmladších v EÚ. Kým väčšina krajín EÚ má demografické zmeny už z veľkej časti za sebou, tempo starnutia populácie Slovenska bude v nasledujúcom období jedným z najrýchlejších. Pre rýchly rast výdavkov citlivých na starnutie populácie (jeden z najvyšších v EÚ) bude aj verejný dlh SR prudko rásť. Rastúce úrokové sadzby a očakávaný slabý hospodársky rast budú podporovať zvyšovanie zadlžovania – už o dekádu dosiahne verejný dlh dnešný priemer EÚ a do roku 2040 sa oproti dnešku viac než zdvojnásobí.

Obdobia vysokých, 5- percentných rastov, sú už minulosťou, aj v tejto oblasti sa prejavuje starnutie populácie – klesajúci podiel ľudí v aktívnom veku. Už v blízkej budúcnosti môžeme preto rátať s menej než polovičným tempom rastu dosahujúcim len 2,2 percenta ročne. Preto ani verejné financie nemôžu rátať s tým, že z dlhu „vyrastíme“.

6. Ako si môžeme predstaviť taký default?

Default je neschopnosť dlžníka splatiť dlh v plnej výške – či už prostredníctvom vlastných, alebo požičaných finančných zdrojov - veriteľovi podľa vopred dohodnutého kontraktu, čiže neschopnosť dodržať podmienky zmluvného vzťahu. V kontexte tohto komentára default chápeme ako **neschopnosť vlády splatiť investorovi menovitú hodnotu práve maturujúcich dlhopisov (v prípade Slovenska približne 10 percent verejného dlhu každý rok) emitovaním nových dlhopisov na finančné trhy**. Pri defaulte je vláda, v snahe uspokojiť požiadavky veriteľov, prakticky odstrihnutá od prístupu ku finančným trhom a nútená **požiadať o financovanie prostredníctvom európskych záchranných mechanizmov**. To však bude byť podmienené výraznými fiškálnymi opatreniami smerujúcim k rýchlej a razantnej konsolidácii verejných financií, čiže redukcii výdavkov a/alebo nárastu daní.

Dôsledky defaultu na krajinu sú zásadné, v praxi to pre krajinu znamená neschopnosť emitovať nové dlhopisy za prijateľných podmienok a teda nemožnosť splatiť veriteľom pohľadávky (maturujúce dlhopisy) – v tomto ohľade je jedným z najlepších príkladov Grécko počas európskej dlhovej krízy.

Default má však dopady aj na celú reálnu ekonomiku. Vysoké úrokové sadzby znižujú investičnú aktivitu krajiny z pohľadu zahraničných investorov a majú negatívne dopady na trh práce, čiže znižujú ekonomický rast a spolu redukciami výdavkov verejnej správy (prebiehajúcou konsolidáciou) znižujú disponibilné príjmy domácností, a teda aj ich spotrebu. V neposlednom rade default krajiny je skoro vždy spojený aj s krízou finančného sektora - a zo skúseností vieme, že takéto krízy zvyknú byť obzvlášť dlhé a hlboké.

7. Ako je možné znížiť riziko defaultu?

Konsolidáciou verejných financií, trvalým znižovaním deficitov a prijímaním reforiem dlhodobo zlepšujúcich hospodársky rast a udržateľnosť verejných financií – to sú nevyhnutné predpoklady udržania nízkych úrokových sadzieb a dobrého ratingového hodnotenia. Dôveryhodné ozdravovanie verejných financií tak z pohľadu vývoja verejného dlhu funguje vo dvoch rovinách – znižuje deficit (istina) a znižuje rizikové prirážky (úrokové náklady). Vďaka tomu je možné udržať zadĺženie na prijateľných úrovniach a v budúcnosti a aj mať nízke riziko defaultu.

Ozdravovanie verejných financií je nutné naštartovať čo najskôr, lebo včasnejšia konsolidácia bude menšia a v spojení s prorastovými zmenami aj s ohľadom na prebiehajúce demografické zmeny ľahšie presaditeľná. Navyše vďaka rýchlej a kredibilnej konsolidácii budú môcť vláda aj reálna ekonomika skôr a vo väčšej miere čerpať benefit v podobe nižších úrokových sadzieb.