

Najprv sa stratí dôvera

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

Zuzana Múčka

Komentár 02/2023

14. 08. 2023

Dátum: 14. August 2023

Téma: Najprv sa stratí dôvera (Koncept rizika defaultu na dlhodobé záväzky na príklade Slovenska v scenári nezmenených politík)

Autor: Zuzana Múčka¹

Rada pre rozpočtovú zodpovednosť (RRZ) pravidelne vyhodnocuje na základe [ústavného zákona](#) dlhodobú udržateľnosť verejných financií na horizonte 50 rokov. Napriek tomu, že tohtoročné hodnotenie udržateľnosti verejných financií bolo od vzniku rady (rok 2012) jedným z najhorších, neznamená to, že naše verejné financie budú pod výrazným tlakom až o 50 rokov. Očakávania o budúcej schopnosti vlády udržiavať verejné financie v dobrej kondícii totiž zohľadňujú investori financujúci verejný dlh s časovým predstihom. V scenári nezmenených politík, teda bez prijatia konsolidačných opatrení, môžeme očakávať, že už o dekádu, čiže po roku 2032, budeme čeliť dôsledkom problémov súvisiacich s rastúcou zadlženosťou štátu, najskôr vysokým rizikovým prirážkam sťažujúcim prefinancovanie sa za rozumných podmienok, nižšiemu rastu ekonomiky, a následne aj problémom so solventnosťou, teda nárastu rizika defaultu na dlhodobé záväzky do ich splatnosti. Navyše, za týchto predpokladov budú rastúce výdavky na obsluhu dlhu čoraz viac odčerpávať zdroje štátneho rozpočtu potrebné na financovanie iných politík.

Rozpočtové rozhodnutia prijaté v roku 2022 a časti roka 2023 boli hlavným dôvodom skokového nárastu pravdepodobnosti defaultu na dlhodobé záväzky na 18 percent z predchádzajúcich 6 percent odhadovaných ku koncu roka 2021. Pokiaľ vlády nebudú zohľadňovať platné domáce a európske fiškálne pravidlá, mohli by byť v roku 2040 emisie dlhodobých štátnych dlhopisov poznamenané vyše 90 percentným rizikom defaultu, čo vo výraznej miere ohrozí možnosti vyplatenia v tom čase splatných dlhopisov bez využitia záchranných mechanizmov. Dôvodom je - najmä z pohľadu financovania štátu - menej vhodný dizajn opatrení, čiže okamžité a trvalé navýšenie verejných výdavkov (rodinný balíček, rodičovský dôchodok, možnosť predčasného dôchodku po 40 odpracovaných rokoch) s oneskoreným a veľmi postupným nábehom úspor zlepšujúcich udržateľnosť verejných financií (naviazanie dôchodkového veku na očakávanú dĺžku života, tzv. automat dôchodkového veku, či postupné znižovanie novopriznaných dôchodkov). Takýto dizajn bude hlavným dôvodom predpokladaného nárastu verejného dlhu výrazne nad 100 percent HDP v roku 2040. Časovanie a dizajn reforiem, ktoré pomôžu zamedziť tomuto scenáru, sú preto kľúčové.

Riziko defaultu očami investora

Pri financovaní verejného dlhu platia, zjednodušene povedané, podobné princípy ako v retaile či financovaní biznisu. Veriteľ, napríklad banka, zvažuje nielen vašu aktuálnu, resp. predchádzajúcu bonitu, ale aj jej vyhladky. Minulé príjmy, zadlženie a objem existujúcich záväzkov sú len časťou celkového hodnotenia. Berie do úvahy aj perspektívu vývoja firmy, predložený podnikateľský plán, stabilitu odvetvia, v ktorom pracujete, istotu príjmov a pod. Inými slovami, robí si obraz o budúcnosti a vašej schopnosti odolávať možným externým šokom. Otestuje vašu odolnosť aj v predpokladaných scenároch budúceho nastavenia ekonomiky, finančných trhov a menovej politiky a následne vám ponúkne úrokovú sadzbu, za ktorú vám je ochotný požičať. Tá sa môže líšiť od vami očakávanej sadzby či priemernej sadzby na trhu. Alebo vám oznámi, že vás neprefinancuje v požadovanej výške, lebo je vysoko pravdepodobné, že v budúcnosti by ste nevedeli splácať svoje záväzky.

Príklad so schvaľovaním pôžičky a vyhodnocovaním rizika jej nesplatenia v budúcnosti ilustruje proces financovania sa štátu na finančných trhoch. Základnou požiadavkou je, aby štát dlhodobo vedel udržať dlh na primerane nízkej úrovni tak, aby sa minimalizovala pravdepodobnosť jeho defaultu, ktorá závisí

¹ Korešpondenčný autor: zuzana.mucka@rrz.sk

od ceny financovania, teda úrokových sadzieb. Trhy pri ich určovaní berú do úvahy nielen aktuálny stav verejných financií, úrovne zadĺženia a aktuálnych makroekonomických ukazovateľov, ale aj očakávania o budúcich príjmoch a výdavkoch vlády, raste ekonomiky, lebo od nich sa odvíja aj to, ako budú investori oceňovať dlhopisy až do doby ich splatnosti a aké rizikové prirážky si budú účtovať za ich kúpu.

Na vyhodnotenie solventnosti používa RRZ primárne [ukazovateľ dlhodobej udržateľnosti](#)² (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 % HDP³. Koncept pravdepodobnosti defaultu na dlhodobé záväzky, využívaný RRZ ako alternatívny prístup, ide nad rámec UDU. Zreálňuje⁴ pohľad na udržateľnosť verejných financií, nakoľko minimalizuje riziká nadhodnocovania benefitov plynúcich z úspor realizovaných vo vzdialenej budúcnosti a podceňovania negatívneho vplyvu dnes realizovaných výdavkov, a – na rozdiel od UDU - umožňuje vyhodnotiť veľkosť rizika defaultu v čase a prepojiť ho s reálnymi sankciami, čiže rizikovými prirážkami.

Pri určovaní pravdepodobnosti defaultu na dlhodobé záväzky vychádzame z konceptu [fiškálneho limitu](#), ktorý predstavuje maximálnu úroveň čistého dlhu, ktorú ešte vie vláda dlhodobo obslúžiť. To znamená, že vláda sa v súčasnosti môže zadĺžiť len do tej úrovne, ktorú bude vedieť vykryť budúcimi primárnymi prebytkami⁵ 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 splatnosti⁶. V kontexte tohto komentára default chápeme ako neschopnosť⁷ vlády splatiť investorovi menovitú hodnotu práve maturujúcich dlhopisov umiestnením novej emisie dlhopisov na finančné trhy. Vláda je tak nútená požiadať o financovanie prostredníctvom európskych záchranných mechanizmov. Prístup k nim však môže byť podmienený výraznými fiškálnymi opatreniami smerujúcim k urýchlenej a razantnej konsolidácii verejných financií.

Finančné trhy očakávajú, že budúca vláda bude konsolidovať a dodržiadať domáce aj európske fiškálne pravidlá – a tieto očakávania premietajú do aktuálnych rizikových prirážok⁸. Avšak v prípade, že sa tak nestane, môžu finančné trhy veľmi rýchlo reagovať nárastom rizikových prirážok a ratingové agentúry zhoršením hodnotenia krajiny, čo výrazne sťaží možnosti štátu prefinancovať sa. Preto je dôležité poznať veľkosť a časovanie možných rizík vyplývajúcich pre verejné financie v prípade neprijímania ďalších opatrení (tzv. scenár nezmenených politík, NPC) – čo je aj cieľom tohto komentára.

Ako sme videli riziko defaultu v roku 2021

Keby sa nás niekto posledný deň roka 2021 opýtal, ako sa bude vyvíjať pravdepodobnosť defaultu a prípadné dôsledky pre úročenie štátnych dlhopisov, pokiaľ vláda nepodnikne žiadne ďalšie opatrenia, odpoveď by znela takto: Do roku 2032 nebude úroveň čistého dlhu presahovať hornú hranicu

² UDU predpokladá schopnosť štátu prefinancovať na finančných trhoch akokoľvek veľké záväzky v plnej miere (bez možnosti defaultu) pri bezrizikovej úrokovej sadzbe (4 percentá nominálne) bez ohľadu na výšku dlhu v danom čase.

³ Ide o hornú hranicu stanovenú zákonom (viď [Správa o udržateľnosti verejných financií za rok 2022](#)).

⁴ Tento prístup ([Múčka, 2016](#)) vnáša do hodnotenia solventnosti časovú dimenziu a dynamický prvok v podobe reakcie rizikovej prirážky. Vďaka tejto previazanosti majú značne väčší vplyv trvalé opatrenia s okamžitým nástupom (napr. balíček opatrení na podporu rodín s deťmi, či rodičovský bonus) než tie s postupným nábehom neskôr v budúcnosti (automat dôchodkového veku, postupné znižovanie novopriznaných dôchodkov, povinný vstup do druhého piliera), ktorých prínos bude v dôsledku výrazne vyššej rizikovej prirážky minimálny (pozri metodické poznámky v závere). Vďaka tomu 50-ročný horizont prestáva hrať úlohu, keďže vidíme, ako rizikové prirážky a následne aj riziko defaultu rastú výrazne už o 10 rokov.

⁵ Ide o rozdiel medzi príjmami a výdavkami verejnej správy, očistenými o úrokové náklady.

⁶ Zohľadňujeme tzv. problém riedenia dlhu, na ktorého dôsledky RRZ upozorňuje ([Múčka a Ódor, 2017](#)), teda každoročné emisie dlhopisov, čo je v prostredí rastúcich verejných výdavkov súvisiacich so starnutím populácie mimoriadne dôležité. V tom prípade je realizovaný čiastočný default na približne 10 percent záväzkov (objem problematického dlhu).

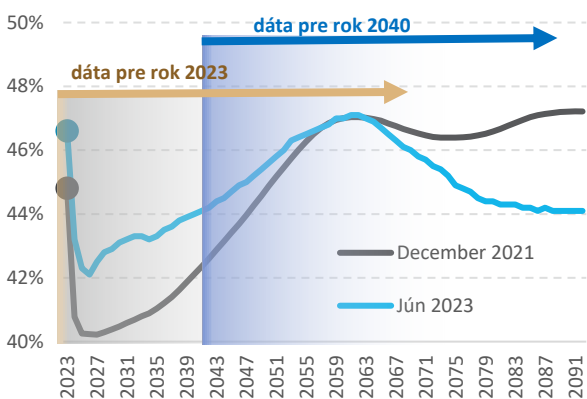
⁸ Existencia domácich a európskych fiškálnych pravidiel ako aj európsky záchranný mechanizmus sú ďalšími dôležitými faktormi znižujúcimi rizikové prirážky jednotlivým krajinám eurozóny.

bezpečnej úrovne dlhu⁹, teda úroveň zadlženia, pri ktorej nie je hrozbou prepád krajiny do neinvestičného pásma s ratingom horším ako BBB (**Graf 3**). So zhoršením však treba rátať po roku 2032, kedy vzrastie riziko defaultu, a teda príde aj k očakávanému nárastu úrokových sadzieb.

Tých 10 pokojných rokov do roku 2033, v ktorých nebude hrozba defaultu presahovať 10 percent, by preto bolo najlepšie využiť na konsolidáciu verejných financií, a to aj v kontexte domácich a európskych fiškálnych pravidiel, a prijímanie reforiem dlhodobo zlepšujúcich hospodársky rast a udržateľnosť verejných financií. Tak by sa podarilo zlepšiť aj perspektívu po roku 2033.

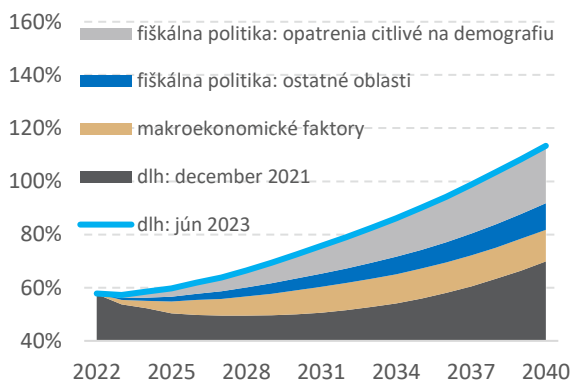
Hoci úroveň zadlženia (**Graf 2- scenár december 2021**) v roku 2032 by bola v porovnaní s rokom 2021 nižšia¹⁰ o viac ako 8 percentuálnych bodov, riziko defaultu by mierne vzrástlo – zo 6 percent postupne na približne 10 percent (**Graf 3**). Dôvodom tohto nárastu je zlé nastavenie v tom čase platných výdavkových politík, najmä prudko rastúce výdavky súvisiace so starnutím populácie (**Graf 1**), ktoré v tom čase začnú výraznejšie zaťažovať verejné financie a tiež aj v dôsledku starnutia populácie o tretinu pomalšie rastúca ekonomika. Čiže očakávanie investorov o zhoršovaní udržateľnosti verejných financií, teda aj schopnosti vlády splácať svoje záväzky pri znižujúcich sa zdrojoch v ďalších dekádach.

Graf 1: Primárne výdavky verejnej správy (% HDP), december 2021 a jún 2023



Zdroj: RRZ

Graf 2: Vývoj verejného dlhu (% HDP), december 2021 a jún 2023, vrátane príspevkov



Prepočty nezohľadňujú rizikovú prirážku

Zdroj: RRZ

Po roku 2030 dôjde k prudkému zvýšeniu rastúcich výdavkov¹¹, ktoré nebudú kryté rozpočtovými príjmami¹². Preto aj napriek relatívne nízkej úrovni zadlženia v roku 2040 (približne 70 percent HDP, **Graf 2**) by riziko defaultu na dlhodobé záväzky dosiahla 60 percent (**Graf 3**), pretože dlh už bude nabrať exponenciálnu trajektóriu (**Graf 2**). To by malo rozhodujúci vplyv na investorov. Očakávanie investorov sa potom môžu premietnuť do zhoršenia ratingového hodnotenia krajiny, vyšších úrokových sadzieb, čo by roztočilo špirálu prudšieho tempa zadlžovania sa za výrazne horších podmienok. Dopad na ekonomický rast v podobe nižšej investičnej aktivity, zamestnanosti a spotreby by bol zásadný.

Hranica desiatich percent¹³ nie je v súvislosti s rizikom defaultu na dlhodobé záväzky spomínaná náhodne. Z pohľadu ratingových agentúr je spájaná s hranicou investičného ratingu. Približne pri tejto úrovni pravdepodobnosti defaultu začínajú rizikové prirážky postupne predražovať obsluhu dlhu (viď **Graf 11** a **Graf 12**) a znižujú rastový potenciál krajiny, čím zásadne obmedzujú možnosti fiškálnej politiky a redukovávajú priestor potrebný na absorpciu negatívnych šokov. Zároveň táto úroveň rizika

⁹ RRZ považuje za hornú hranicu bezpečnej úrovne dlhu úroveň, pri ktorej je pravdepodobnosť defaultu vo výške najviac 10 % v štandardných ekonomických časoch.

¹⁰ Z dôvodu rozpúšťania likvidných finančných aktív a rastu prevyšujúceho reálne úrokové sadzby, tzv. r-g diferenciálu.

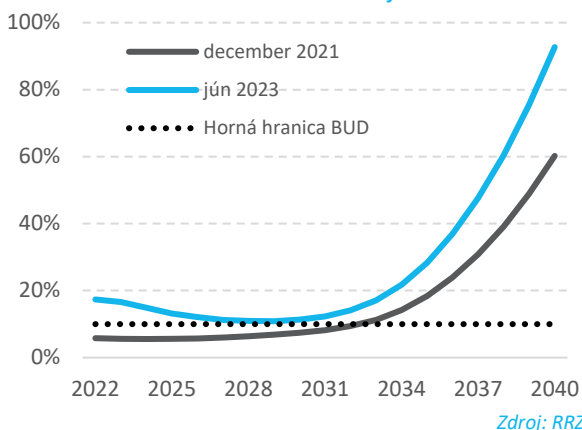
¹¹ Medzi rokmi 2030 a 2060 až o 6,5 % HDP (**Graf 1**).

¹² Očakávame menej než polovičné tempo ekonomického rastu, a teda aj rýchly nárast zadlženia (% HDP) v ďalšom období.

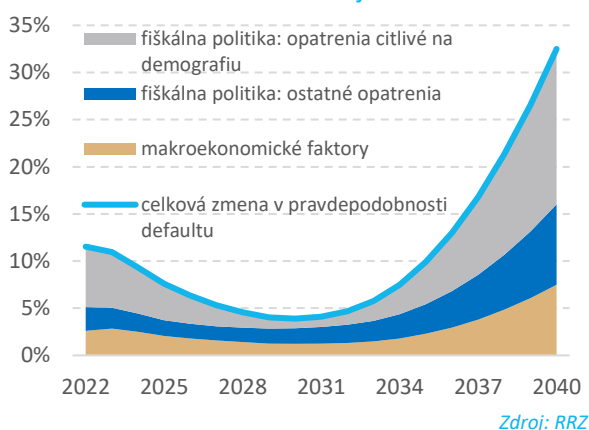
¹³ RRZ ju definuje ako hornú hranicu bezpečnej úrovne dlhu (**Graf 3**).

defaultu definuje tzv. bod zlomu – po jeho prekročení prudko narastá¹⁴ pravdepodobnosť defaultu. [Prehodnotenie fiškálnych politík](#) ešte pred dosiahnutím tejto úrovne je preto lacnejšie.

Graf 3: Riziko defaultu na dlhodobé záväzky v scenároch z decembra 2021 a júna 2023



Graf 4: Faktory zmeny rizika defaultu medzi scenármi z decembra 2021 a júna 2023



Súčasný pohľad na pravdepodobnosť defaultu

Medzi decembrom 2021 a júnom 2023 sa vplyvom zmien v nastavení fiškálnej politiky a zmenou makroekonomického výhľadu výrazne zmenil očakávaný vývoj pravdepodobnosti defaultu na dlhodobé záväzky do doby ich splatnosti.

Zmena nastala v dvoch ohľadoch: počiatočnej úrovni pravdepodobnosti defaultu v roku 2023 a dynamike jeho vývoja na horizonte rokov 2023 až 2040 (Graf 3). Vývoj v tomto horizonte v sebe skrýva dva odlišné príbehy. Prvý sa odohráva do roku 2030, druhý po roku 2030. Tak, ako sa bude v čase posúvať sledovaný investičný horizont, bude sa meniť aj riziko defaultu bez toho, aby sa zásadne zmenil už dnes známy scenár budúceho vývoja verejného dlhu. Zjednodušene povedané, ani známa a neudržateľná perspektíva vývoja dlhu nepodnieti trhy pýtať si už dnes výrazne zvýšenú rizikovou prirážku, ak sa očakávané riziká materializujú nie skôr než o dve dekády, v horizonte, ktorý berieme do úvahy, pokiaľ požadujeme rovnaké podmienky financovania počas celej doby do splatnosti práve emitovaných dlhopisov.

Počas prvých rokov tohto horizontu, teda približne do roku 2030, preto pri dnes platnom nastavení politík dokonca možno čakať pokles rizika defaultu v porovnaní s aktuálnou úrovňou¹⁵, prakticky na úroveň scenára nastavenia politík z roku 2021, a to aj napriek tomu, že prognóza miery zadĺženia pre samotný rok 2023 sa nezmenila. Dôvodom zvýšenia rizika defaultu je nielen makroekonomická situácia¹⁶ (3 percentuálne body; Graf 4), ale hlavne legislatívne zmeny prijaté v roku 2022 a 2023 (8 percentuálnych bodov), najmä opatrenia trvale zvyšujúce výdavky¹⁷ s rýchlym nástupom¹⁸ (viac ako 6 percentuálnych bodov, Graf 4). S postupujúcim časom sa do očakávaného rizika defaultu začnú viac premietiť aj pozitívne vplyvy opatrení s oneskoreným a postupným nábehom úspor zlepšujúcich

¹⁴ Znamená to, že akékoľvek fiškálne opatrenia zavádzané v snahe zlepšiť dlhodobú udržateľnosť verejných financií budú musieť byť zavádzané s veľkou razanciou a okamžitým a trvalým ozdravným účinkom.

¹⁵ Z úrovne 18 % na 11 % (Graf 3).

¹⁶ Čiže vyššie úrokové sadzby, slabší hospodársky rast, prebiehajúcu vojnu na Ukrajine, inflačnú a energetickú krízu.

¹⁷ Ide o opatrenia citlivé na demografické zmeny. Zaraďujeme sem zmeny v nákladoch na sociálnu politiku štátu (dôchodky vrátane penzií ozbrojených zložiek, dávky v nezamestnanosti, nemocenské a úrazové dávky a ostatné sociálne transfery vrátane rodinnej politiky), nákladoch na zdravotnú starostlivosť, dlhodobú starostlivosť a školstvo.

¹⁸ Medzi opatrenia trvalého charakteru s okamžitým nástupom, a teda aj negatívnym vplyvom na verejné financie, zaraďujeme rodinný balíček a rodičovský dôchodok. Negatívny dopad na verejné financie, avšak s postupným nábehom, majú aj zavedenie možnosti odchodu do dôchodku po odpracovaní 40 rokov a povinný vstup mladých ľudí do druhého piliera, ktorého priame fiškálne prínosy očakávame až po roku 2080 (Graf 4).

udržateľnosť verejných financií, najmä automat dôchodkového veku a klesajúca miera náhrady novopriznaných dôchodkov.

Po roku 2030 však začína druhý príbeh. V tomto čase už ani nástup prijatých opatrení zlepšujúcich dlhodobú udržateľnosť¹⁹ nedokáže dostatočne tmiť zvyšovanie rizika defaultu v nasledujúcich rokoch²⁰. Dôvodom je, že v tomto čase už bude do investičného horizontu spadať obdobie, v ktorom začne zadlženosť dosahovať kritické úrovne – priblíži sa ku 70 percentám HDP ([Graf 2](#) a [Graf 11](#)).

V prípade, ak sa v budúcnosti neprijmú ďalšie opatrenia zlepšujúce udržateľnosť verejných financií²¹, verejný dlh v roku 2040 prekoná 110 percent HDP²². V dôsledku toho môže v tom čase pravdepodobnosť defaultu na dlhodobé záväzky do doby ich splatnosti dosahovať až 93 percent ([Graf 3](#)), o polovicu viac (33 percentuálnych bodov), než sme očakávali na základe scenára politik z roku 2021. Tri štvrtiny z nárastu nad úroveň scenára z roku 2021 sú práve dôsledkom fiškálnej politiky. A to najmä opatrení zavedených v oblastiach citlivých na starnutie populácie - tie sú zodpovedné za polovicu zvýšenia odhadovaného rizika defaultu.

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 za akceptovateľných podmienok. Tento stav však môžu zohľadniť investori prostredníctvom prudšieho nárastu rizikových prirážok už o dekádu skôr²³. Časovanie a dizajn reforiem sú preto kľúčové.

Za predpokladu legislatívneho nastavenia z konca roka 2021 má štát priestor troch volebných období na implementáciu vhodných opatrení, ktoré by zamedzili neúmernému nárastu rizikových prirážok a v konečnom dôsledku aj nárastu 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.

Čo to znamená v praxi

Úročenie štátnych dlhopisov je vo veľkej miere ovplyvnené hodnotením krajiny zo strany ratingových agentúr. Vysoký rating zvyšuje dôveru investorov voči krajine, čo sa odzrkadľuje v ochote požičiavať štátu za nižší úrok. Nižšie úroky pre krajinu sa premietajú do nižšieho úročenia domácností a firiem, vyššej atraktivity krajiny, čím zásadným spôsobom prispievajú k rastu ekonomiky. Citlivosť rizikových prirážok na ratingové hodnotenia zo strany agentúr je nesymetrická, zlé správy sú vnímané [horšie](#).

Medzinárodný menový fond [poukazuje](#) na dominantný vplyv nadmernej zadlženosti na kreditný rating krajiny a nelineárny vzťah medzi mierou zadlženosti a ratingom, ktorý [závisí](#) nielen od dlhu samotného, ale aj ekonomickej vyspelosti krajiny, odolnosti voči externým šokom a jej inštitucionálnej a politickej stability²⁴. Príklady z nedávnej minulosti²⁵ nám však ukazujú, že ratingové agentúry, hodnotiace v

¹⁹ Automat dôchodkového veku, nižšie novopriznané dôchodky ([Graf 1](#)).

²⁰ Dôvodom tak výrazného zvýšenia rizika defaultu je vyššia predpokladaná úroveň verejného dlhu v roku 2040 - bez zohľadnenia rizikových prirážok až 113 percent HDP. Prijatie trvalých opatrení zapríčinilo až polovičný nárast zadlženia v porovnaní s odhadom z roku 2021 ([Graf 2](#)).

²¹ Nebudú sa dodržiavať domáce ani európske fiškálne pravidlá.

²² Po zohľadnení rizikovej prirážky účtovanej investormi by úroveň zadlženia mohla v tom čase prekonať 130 percent HDP.

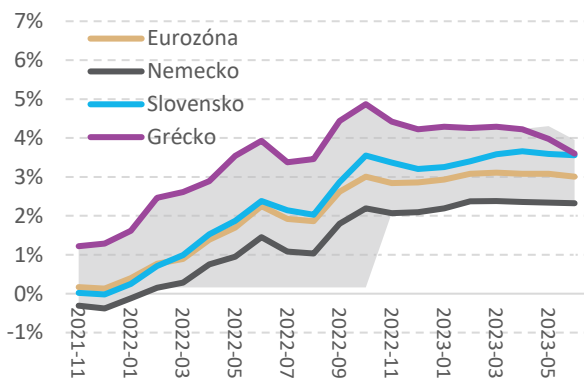
²³ Rýchly nárast pravdepodobnosti defaultu by sa tak mohol odraziť v zhoršení ratingového hodnotenia až smerom k neinvestičnému pásmu, v raste rizikových prirážok, následne aj v slabšom raste ekonomiky a prudšiemu rastúcemu zadlžovaniu štátu (efekt snehovej gule), výrazne nad dnešné očakávania ([Graf 11](#)).

²⁴ Citlivosť ratingu na nadmernú zadlženosť je v prípade malých otvorených ekonomík v prebiehajúcom konvergenčnom procese vyššia v porovnaní s veľkými a stabilnými ekonomikami. Marginálna cena dlhu je totiž [vyššia](#) ako úroková sadzba ponúkaná na finančných trhoch, a to [najmä v prípade vysokého dlhu](#).

²⁵ Napríklad finančná kríza, európska dlhová kríza.

pravidelných intervaloch, nevedeli včas zachytiť vznikajúce problémy so solventnosťou hodnotených subjektov, a to aj napriek evidentným signálom z finančných trhov²⁶. Navyše ich [hodnotenia dlhodobých záväzkov](#) (10 a viac rokov) sa opierajú o strednodobé predikcie (horizont do 3 rokov), vrátane očakávaného vývoja zadlženosti. Avšak horizont, ktorý musí zohľadňovať vláda každoročne emitujúca 10-ročné dlhopisy s ambíciou opätovného zvolenia a udržania si rovnakých podmienok financovania sa, je dlhší. Najmä, pokiaľ si je vedomá dôsledkov rastúceho rizika defaultu – zvyšujúcich sa rizikových prirážok – a ich negatívnych dopadov na reálnu ekonomiku.

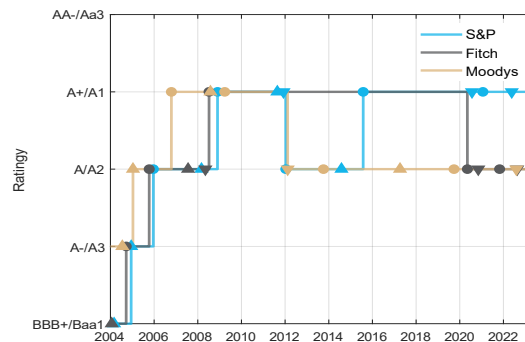
Graf 5: Výnosy 10-ročných dlhopisov, krajiny Eurozóny



Šedá plocha ilustruje rozptyl výnosov 10 ročných dlhopisov krajín Eurozóny

Zdroj: Eurostat, ARDAL

Graf 6: Vývoj ratingového hodnotenia Slovenska, dlhodobé záväzky



Šípka nahor (nadol) znamená pozitívny (negatívny) výhľad, krúžok znamená stabilný výhľad

Zdroj: RRZ, Tradingeconomics

V tomto ohľade sa v kontexte minuloročnej zmeny politiky ECB a zvýšenej opatrnosti finančných trhov ukazuje slovenská ekonomika ako jedna z najzraniteľnejších krajín Eurozóny. Medziročný nárast rizikových prirážok na 10 ročné štátne dlhopisy, **više** 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 Eurozóny²⁷ (**Graf 5**).

Veľmi podobný vývoj sme pozorovali na trhu credit default swapov (ďalej CDS), poisťiek na emitované štátne dlhopisy²⁸. V minulosti boli tieto nástroje finančného trhu, štandardne fungujúce na kratšom, 5-ročnom horizonte, lepšimi [indikátormi](#) problémov so solventnosťou niektorých krajín eurozóny než ratingové agentúry a dokázali [anticipovať](#) zhoršenie ratingového hodnotenia krajiny (**Graf 7**). Ich schopnosť predikovať vznikajúce problémy so solventnosťou danej krajiny, však 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](#)²⁹, [nedostatku regulácií](#) je náročné vyhodnotiť ich informačnú hodnotu a skutočnú úroveň kreditného rizika. Preto ich použitie pre účely určovania dlhodobého kreditného rizika v prípade Slovenska nemusí byť najvhodnejšie.

Z pohľadu ratingu Slovenska bol uplynulý rok vcelku turbulentný. V priebehu roka 2022 nám z obáv dôsledkov vojny na Ukrajine a energetickej krízy na ekonomiku a následne aj na verejné financie postupne tri najväčšie ratingové agentúry³⁰ zhoršili ratingové výhľady zo [stabilných na negatívne](#) (**Graf 6**)³¹. Hoci agentúra S&P v máji 2023 z dôvodu [lepšieho](#) zvládnutia krízy svoje rozhodnutie [revidovala](#)

²⁶ V tomto ohľade je typickým prípadom grécka dlhová kríza – napriek rastúcim rizikovým prirážkam na grécke dlhopisy od konca roku 2008 resp. [vyšším prirážkam za poisťky](#) od začiatku roka 2009 ratingové agentúry reagovali oneskorene a opatrne, vďaka čomu sa rating gréckych dlhodobých záväzkov [dostal na hranicu neinvestičného pásma](#) až o rok neskôr.

²⁷ Porovnateľnú zmenu zažilo len Slovinsko, z menších ekonomík Cyprus, Litva a Lotyšsko.

²⁸ CDS vo veľkej miere [vysvetľujú](#) dynamiku výnosovej krivky slovenských dlhopisov (**Graf 8**).

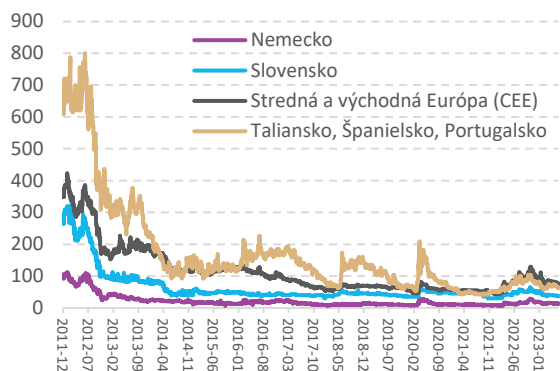
²⁹ Namiesto štandardnej burzy s pravidlami len bilaterálne kontrakty, tzv. over-the-counter obchody.

³⁰ Agentúra S&P v máji 2022, agentúry Moody's a Fitch v auguste 2022.

³¹ Agentúry [reagovali podobne](#) aj pri iných krajinách regiónu (Česká republika, pobaltské štáty), avšak menej výrazne.

a prinavrátila Slovensku rating A+ so stabilným výhľadom, ostatné dve agentúry svoje [rozhodnutia](#) o zhoršení výhľadu [nezmenili](#) (**Graf 6**), a to aj kvôli [politickému nestabilite](#) a [nedôvere](#) v schopnosti budúcej vlády [okresáť deficit](#) pod deklarované 2 percentá HDP do roku 2026.

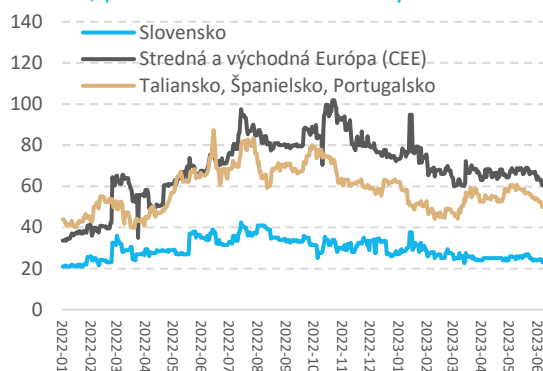
Graf 7: Sovereign Credit Default Swaps, 5-ročné



Denné dáta v základných bodoch, roky 2011 až 2023

Zdroj: Bloomberg

Graf 8: Sovereign Credit Default Swap Spreads, 5-ročné, porovnanie voči nemeckým CDS



Denné dáta v základných bodoch, roky 2021 až 2023

Zdroj: Bloomberg

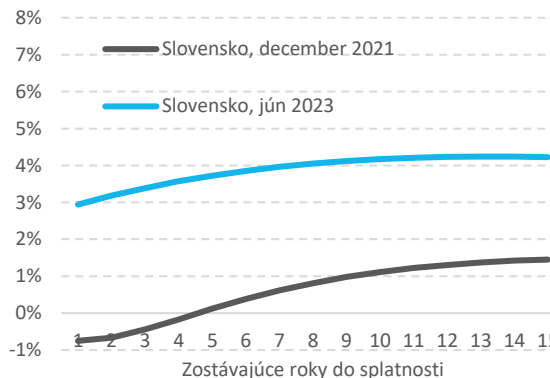
V prípade Slovenska vyhodnocujú ratingové agentúry v posledných rokoch priemyselne [jednostrannú](#) orientáciu ekonomiky a [slabší rast](#), [vysoké deficity](#) a v poslednom období aj [veľkú politickú nestabilitu](#) ako [rizikové faktory](#). Pripomínajú, že s ohľadom na očakávané problémy so zvládaním strednodobej [konsolidácie](#) verejných financií a (budúcej) nadmernej zadlženosti by mohli vyústiť do [zhoršenia](#) ratingového hodnotenia v ďalšom období.

Graf 9: Okamžité forwardové sadzby krajín eurozóny



Zdroj: ECB

Graf 10: Implikované forwardové sadzby pre Slovensko (v %)



Zdroj: NBS

Aj po odznení súčasnej inflačnej, bezpečnostnej a energetickej krízy však očakávame [dlhodobo vyššie úročenie štátnych dlhopisov krajín Eurozóny](#), vrátane Slovenska, v porovnaní s predchádzajúcim obdobím výrazne uvoľnenej monetárnej politiky (**Graf 9** a **Graf 10**). Znornálenie menovej politiky môže preto práve pre vysoko zadlžené krajiny s horšími perspektívami ekonomického rastu³², ktoré už aj predtým mali vysoké úročenie svojich dlhodobých záväzkov, ako aj pre nové členské krajiny so zraniteľnejšími ekonomikami³³ znamenať väčší problém³⁴.

³² Taliansko, Španielsko, Portugalsko, Grécko, Cyprus.

³³ Slovensko, Slovinsko, Pobaltie.

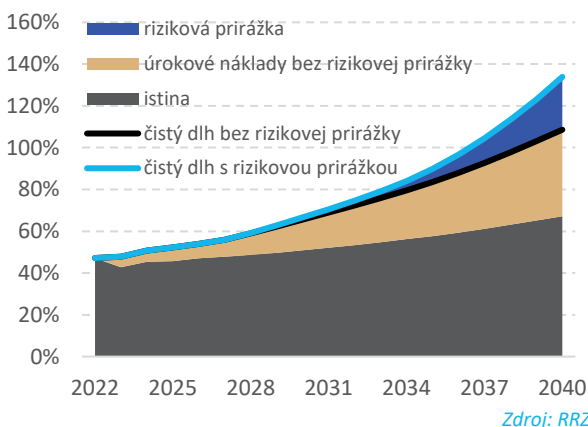
³⁴ Vyššie úročenie je dôsledkom nižších a volatilnejších ratingových hodnotení týchto krajín na dlhodobé záväzky.

Na druhej strane, prítomnosť domácich³⁵ a zahraničných fiškálnych pravidiel³⁶, ktorých úlohou je zabezpečiť zdravé verejné financie, ako aj [platnosť európskych záchranných mechanizmov](#)³⁷ zlepšujú očakávania investorov aj ratingových agentúr o zodpovednejšom prístupe vlád ku verejným financiám a [splácaní dlhodobých záväzkov](#), čo sa už vopred odzrkadľuje v [nižších rizikových prirážkach](#), nižších [cenách poistiek](#) (CDS) a lepších ratingových hodnoteniach krajín. Vedľajším efektom³⁸ je znížená schopnosť trhov indikovať kreditné riziko problematických krajín, v dôsledku čoho môže byť vývoj rizikových prirážok výrazne nelineárny (napríklad Grécka dlhová kríza). Pri formovaní trhových očakávaní a hodnotení ratingových agentúr je kľúčové správanie vlády a jej schopnosti podniknúť kroky smerujúce k zlepšeniu udržateľnosti verejných financií – očakávajú, že vláda dodrží svoje záväzky, čiže [bude konsolidovať](#) a [prijímať štrukturálne reformy](#) s pozitívnym vplyvom na ekonomický rast a verejné financie. V prípade, že vláda tieto záväzky nedodrží, nebude konsolidovať v dostatočnej miere³⁹, môže byť odpoveď zo strany trhov a ratingových agentúr veľmi rýchla a razantná.

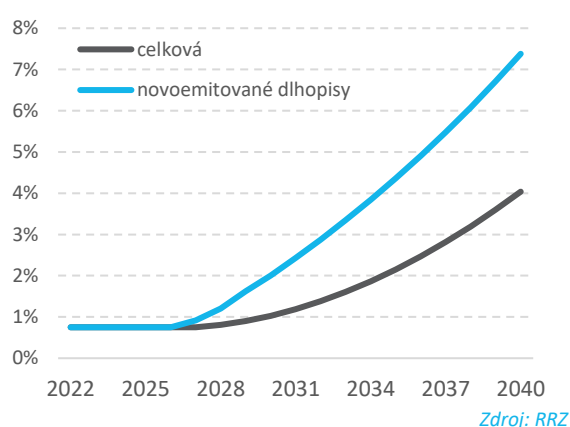
Rizikové prirážky a dlh - dlhodobý pohľad

Starnutie populácie spôsobí zmenu štruktúry ekonomiky. Rastúci podiel ľudí v poproduktívnom veku bude postupne viesť k presunu od investícií a medzinárodného obchodu smerom ku spotrebe, ktorá sa stane hlavnou hybnou silou ekonomického rastu v budúcnosti. Významnú rolu na raste bude mať postupne sa zvyšujúci dopyt domácností po verejných službách v oblasti zdravotníctva a dlhodobej starostlivosti.

Graf 11: Projekcia vývoja čistého dlhu v scenári z júna 2023, so/bez rizikovej prirážky



Graf 12: Implikovaná riziková prirážka (% p.a.)



Tieto trendy sa zväzujú s nástupom prudších demografických zmien po roku 2040, kedy očakávame odchod silných populačných ročníkov do dôchodku. V tomto období by sa výška verejného dlhu mohla pohybovať výrazne nad hranicou Maastrichtského kritéria a tempo rastu ekonomiky, ktorá dovedy

³⁵ [Výdavkové limity, Dlhová Brzda.](#)

³⁶ [Pakt stability a rastu](#) pozostávajúci z preventívnej a nápravnej časti. Cieľom [preventívnej časti](#) je zabezpečiť vykonávanie fiškálnych politík členských štátov EÚ udržateľným spôsobom v priebehu ekonomického cyklu (strednodobé rozpočtové ciele, výdavkové kritériá). [Nápravná časť](#) (Procedúra nadmerného deficitu - EDP) ustanovuje rámec a postupy na prijatie nápravných opatrení, voči tým členským štátom EÚ, ktoré prekročili povolenú výšku deficitu alebo dlhu.

³⁷ Európsky mechanizmus pre stabilitu ([ESM](#)) s programom [OMT](#) (Outright Monetary Transactions), či program Transmission Protection Instrument ([TPI](#)) ohlásený v júli 2022.

³⁸ Kým uvedenie programu OMT viedlo k zásadnému zníženiu rizikových prirážok problematických krajín na periférii EÚ (a teda aj zlepšeniu oceňovania ich dlhopisov) a zlepšeniu dostupnosti financovania sa v daných krajinách, neskôr pozorované efekty na reálne ekonomiky týchto krajín (zamestnanosť, investičná aktivita) boli [zanedbateľné](#) (a to aj napriek pôvodne [očakávaným](#) výrazne pozitívnym efektom).

³⁹ A nebude vedieť dodržať ani podmienky prípadných európskych záchranných mechanizmov.

porastie v priemere 2,2 percentami⁴⁰ ročne, začne viditeľne spomaľovať, a to aj napriek prijatému automatu dôchodkového veku.

Očakávame, že prostredím slabého ekonomického rastu, nízkej produktivity práce, klesajúcej investičnej aktivity a vysokého tempa rastu verejných výdavkov a zadlženosti sa nám dlhová služba začne po roku 2030 výraznejšie predražovať (Graf 11). Vplyv postupne rastúcich rizikových prirážok (až na 7 percentuálnych bodov v roku 2040, Graf 12) na ďalšie znižovanie ekonomického rastu⁴¹ a zvyšovanie zadlženia bude výrazný. Verejný dlh by tak v roku 2040 mohol dosiahnuť 131 percent HDP, o 18 percentuálnych bodov viac, než by sme očakávali bez reakcie finančných trhov na rastúci dlh (Graf 11).

Záver

Koncept pravdepodobnosti defaultu na dlhodobé záväzky, ktorý bol predstavený v tejto práci, možno chápať ako optiku, akou sa na vývoj nášho verejného dlhu pozerá investor nakupujúci slovenský verejný dlh (štátne dlhopisy), ktorý prestal veriť, že krajina pristúpi k nejakému typu dostatočnej a kredibilnej konsolidácie verejných financií (napr. pod tlakom domáceho či európskeho fiškálneho rámca).

Zatiaľ čo ukazovateľ dlhodobej udržateľnosti, ktorý RRZ pravidelne vyhodnocuje hovorí o tom, aká je nastavená trajektória vývoja verejných financií, koncept pravdepodobnosti defaultu ukazuje, ako predpokladaný vývoj budú hodnotiť finančné trhy. Vráťane toho, aká bude ich reakcia, najmä vo forme rizikových prirážok (cena za financovanie dlhu).

Brať do úvahy optiku investorov je zvlášť dôležité pri predpokladanej trajektórii slovenského dlhu, kde po pokojnom období stagnácie, resp. len mierneho rastu začne po roku 2030 za predpokladu nezmenených politík dlh akcelerovať a naberať exponenciálnu trajektóriu. V krátkodobom horizonte, približne do roku 2030, možno preto počítať aj s poklesom rizika defaultu a jeho hodnotou okolo 10 percent. No v nasledujúcich rokoch sa riziko defaultu na dlhodobé záväzky prudko zvýši. V roku 2035 dosiahne 28 percent, v roku 2040 už 92 percent. Dôvodom je predpokladaný nárast verejného dlhu po tomto období, ktoré sa bude prelínať s obdobím splatnosti dlhopisov emitovaných v prechádzajúcom období a v očiach investorov tak stúpne riziko ich splatenia. Po roku 2030 teda vplyv príliš vysokého zadlženia nedokážu kompenzovať ani lepšie vyhliadky vývoja verejných financií v porovnaní s nastavením politík z konca roka 2021.

Rýchly nárast pravdepodobnosti defaultu sa tak relatívne skoro, už po roku 2030, môže začať odrážať v zhoršení ratingového hodnotenia až smerom k neinvestičnému pásmu. Dôsledkom toho bude rast rizikových prirážok pre vládu, domácnosti aj firmy, a následne aj slabší rast ekonomiky, zhoršenie podmienok prefinancovania sa a ešte prudšie rastúce zadlžovanie štátu (efekt snehovej gule). Prijatie reforiem, ktoré zlepšia dlhodobú udržateľnosť, zlepšia trajektóriu dlhu a pomôžu zamedziť tomuto scenáru, sú preto kľúčové.

Metodické poznámky

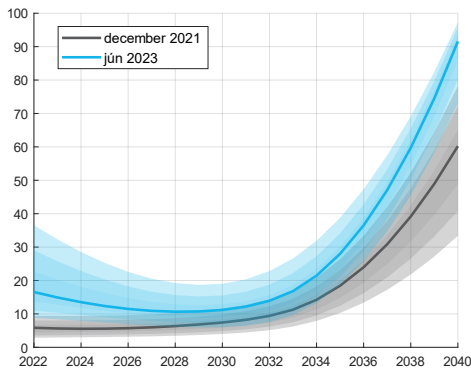
Pri vyhodnocovaní pravdepodobnosti defaultu na dlhodobé záväzky vychádzame z myšlienky fiškálneho limitu (Múčka (2016)), ktorý predstavuje maximálnu úroveň čistého dlhu (verejný dlh očistený o likvidné finančné aktíva), ktorú ešte vie vláda dlhodobo obslúžiť. Definujeme ho ako maximálnu súčasnú očakávanú hodnotu súčtu všetkých budúcich primárnych prebytkov štátneho rozpočtu. Ich súčasná hodnota (určená pomocou stochastického diskontného faktora) vychádza z očakávaného vývoja úrokových sadzieb dlhodobých štátnych dlhopisov, ktoré so sebou nesú riziko

⁴⁰ Zdrojom slabšieho rastu po roku 2040, v priemere len 1,5 percenta ročne, bude nielen nedostatok pracovnej sily z dôvodu starnutia populácie, ale aj rastúca riziková prirážka reagujúca na nadmerné zadlženie. Tá nielenže predražuje investičné aktivity, ale má [negatívny vplyv aj na zamestnanosť](#).

⁴¹ Do roku 2040 by riziková prirážka mohla spôsobiť o vyše 2 percentá nižšiu úroveň HDP (voči očakávaniam bez nej).

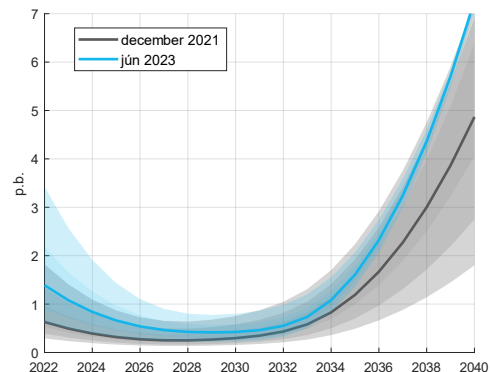
nesplatenia. Pre danú úroveň vládných primárnych výdavkov a nastavenia výdavkových politík je fiškálny limit previazaný s vrcholom Lafferovej krivky, kde sú daňové výnosy vlády najvyššie možné. V prípade dosiahnutia fiškálneho limitu vláda nie je schopná stabilizovať dlh znižovaním výdavkov ani zvyšovaním a nastáva čiastočný default.

Graf 13 : Pravdepodobnosť defaultu, intervaly spoľahlivosti (95%) pre scenáre z roku 2021 a júna 2023



Zdroj: RRZ

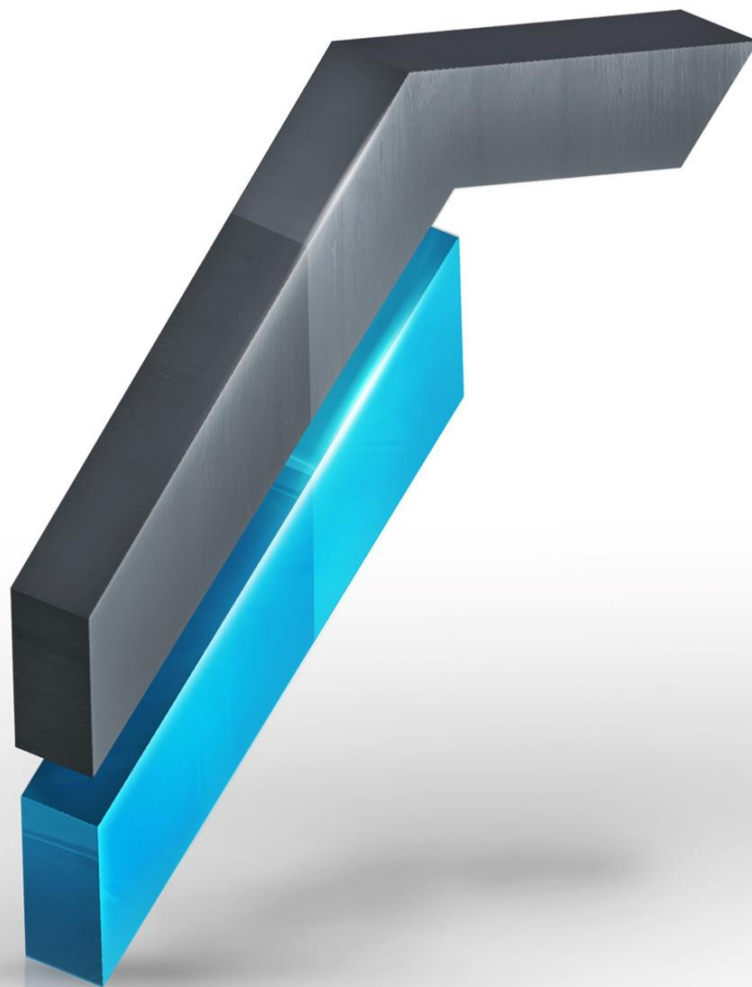
Graf 14: Kreditné rizikové prirážky, intervaly spoľahlivosti (95%) pre základné scenáre z roku 2021 a júna 2023



Zdroj: RRZ

V kontexte Slovenska sú hlavnými príčinami ovplyvňujúcimi riziko defaultu dlhodobé projekcie výdavkov citlivých na starnutie populácie a očakávaného rastu ekonomiky, očakávania o fiškálnej politike a jej kredibilitate, turbulencie v hospodárskom cykle, vývoj na finančných trhoch a externé šoky. Problém riedenia dlhu ([Múčka a Ódor \(2017\)](#)) vzniká okamžite akonáhle vláda financuje svoje primárne deficity vydávaním viacročných dlhopisov, nakoľko neberie do úvahy vplyv nového dlhu na cenu už existujúcich záväzkov a v momente emisie nevie kontrolovať ani správanie budúcich vlád. Investori zohľadňujú možné emisie až do splatnosti aktuálne vydaných dlhopisov vo forme dnes účtovaných rizikových prirážok, čo okamžite predražuje zadlžovanie a zvyšuje riziko defaultu na dlhodobé záväzky.

Stochastický charakter fiškálneho limitu, jeho previazanosti s kreditnými rizikovými prirážkami, ako aj vplyv turbulencií v hospodárskom cykle a externých šokov na dynamiku zadlženia určujú nedeterministický charakter určeného vývoja pravdepodobnosti defaultu. Je teda nutné sledovať nielen najpravdepodobnejšiu trajektóriu jej vývoja, ale aj intervaly spoľahlivosti ([Graf 13](#) a [Graf 14](#)).



© Kancelária Rady pre rozpočtovú zodpovednosť

TWIN CITY B

Mlynské nivy 12

821 09 Bratislava

Slovakia

www.rrz.sk

*Pri reprodukcii časti textu je potrebné uviesť okrem organizácie aj názov materiálu.
Text neprešiel jazykovou korektúrou.*