

Verejné financie na križovatke

Konsolidácia jednu dekádu alebo postupná cesta k defaultu

Zuzana Múčka

Komentár 01/2024

22. 01. 2024

Dátum: 22. Január 2024

Téma: Verejné financie na križovatke: konsolidácia jednu dekádu alebo postupná cesta k defaultu (Aktualizácia komentáru [Najprv sa stratí dôvera](#) (August 2023))

Autor: Zuzana Múčka¹

Koktejl trvalých rozpočtových deficitov, úrokov z rastúceho dlhu a nákladov starnutia populácie predlžuje obdobie nevyhnutnej konsolidácie a znižuje šancu, že sa podarí udržať dôveru finančných trhov požičiavať budúcim vládam na zabezpečenie riadneho fungovania štátu. Dosiagnúť nízke riziko udržateľnosti verejných financií by znamenalo konsolidovať tri volebné obdobia na úrovni požadovanej výdavkovými limitmi (0,5 percenta HDP ročne). V prípade konsolidácie presahujúcej úroveň požiadaviek výdavkových limitov (0,75 percenta HDP ročne) je možné dosiahnuť porovnateľný výsledok v takmer polovičnom čase. Takéto ozdravenie verejných financií by krajine prinieslo nielen verejný dlh a deficit dlhodobo spĺňajúce Maastrichtské kritériá, trvalo nižšie rizikové prirážky a úrokové náklady, ale aj vyšší ekonomický rast a vybudovanie fiškálneho vankúša potrebného na absorpciu nákladov súvisiacich so starnutím populácie, klimatických zmien či neočakávaných ekonomických šokov.

V posledných rokoch dosiahol rast zadĺženia štátu vysoké tempo, ktoré sa v scenári nezmenených politík bude ešte zrýchľovať. **Už dnes dosahuje výška hrubého dlhu 58 percent HDP a pokiaľ nedôjde k zmene kurzu, teda k ozdravovaniu verejných financií, tak sa do roku 2040 viac než strojnásobí a priblíži sa ku 170 percent HDP (Graf 1).** Ide o scenár nezmenených politík², teda o scenár, v ktorom už nepredpokladáme prijatie ďalších opatrení, ktoré by ešte viac zhoršovali stav verejných financií, ale ani takých, ktoré by ich stav zlepšili (to znamená, že **domáce ani európske fiškálne pravidlá pre konsolidáciu by neboli rešpektované**). Nejedná sa teda o prognózu vývoja.

V prostredí nízkeho rastu, veľkej zraniteľnosti ekonomiky voči externým šokom, starnúcej populácie a vysokých, 5 až 6 percentných primárnych deficitov (Graf 3) **môžeme v takomto scenári očakávať zásadnejšie problémy s financovaním dlhu a postupnej straty dôvery³ zo strany finančných trhov a ratingových agentúr⁴ už pred rokom 2030, kedy verejný dlh Slovenska prekoná 80 percent HDP (Graf 1).** Pokiaľ vlády nepristúpia ku konsolidačným opatreniam, riziko defaultu na dlhodobé záväzky (Graf 2) začne po roku 2025 výrazne narastať a v prípade, že vláda nezačne rýchlo a dostatočne razantne reagovať, po roku 2030 sa default môže stať skutočnosťou⁵. Rizikové prirážky, v tom čase

¹ Korešpondenčný autor: zuzana.mucka@rrz.sk

² Ide o základný scenár zohľadňujúci stav legislatívy ku dňu schválenia programového vyhlásenia vlády národnou radou (21.november 2023).

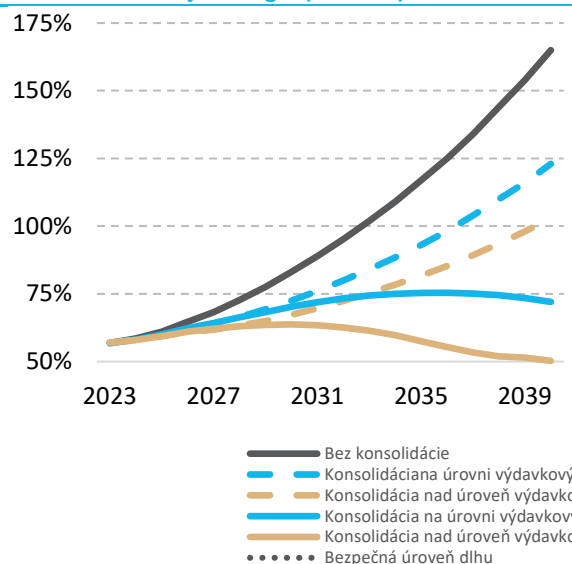
³ Úročenie štátnych dlhopisov je vo veľkej miere ovplyvnené hodnotením krajiny zo strany ratingových agentúr. Citlivosť rizikových prirážok na ratingové hodnotenia zo strany agentúr je nesymetrická, zlé správy sú vnímané [horšie](#). Medzinárodný menový fond [poukazuje](#) na dominantný vplyv nadmernej zadĺženosti na kreditný rating krajiny a nelineárny vzťah medzi mierou zadĺženosti a ratingom, ktorý [závisí](#) nielen od dlhu samotného, ale aj ekonomickej vyspelosti krajiny, odolnosti voči externým šokom a jej inštitucionálnej a politickej stability.

⁴ Citlivosť ratingu na nadmernú zadĺženosť 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, [najmä v prípade vysokého dlhu](#). V prípade Slovenska vyhodnocujú ratingové agentúry [jednostrannú](#) orientáciu ekonomiky a [slabší rast, vysoké deficity](#) a [politickú nestabilitu](#) ako [rizikové faktory](#). Pripomínajú, že s ohľadom na očakávané problémy so zvládaním strednodobej konsolidácie verejných financií a (budúcej) nadmernej zadĺženosti by mohli vyústiť do [zhoršenia](#) ratingového hodnotenia v ďalšom období.

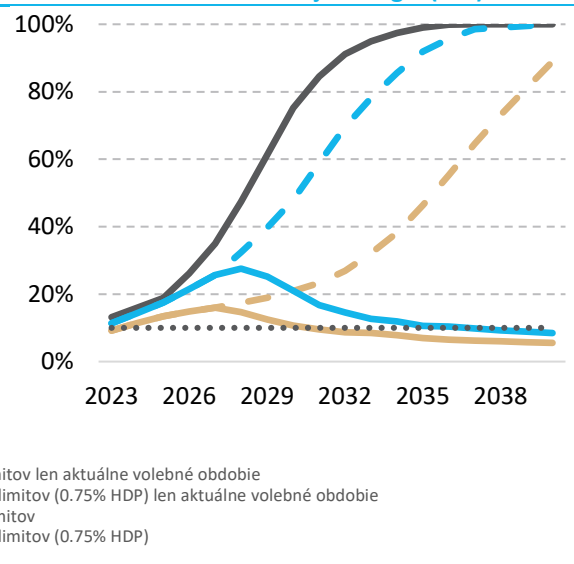
⁵ V prípade neprijímania žiadnych ďalších opatrení by riziko defaultu mohlo v roku 2035 dosahovať 100 percent (Graf 2).

dosahujúce 4 až 5 percent⁶ (Graf 4 a Graf 10), budú signalizovať problémy so stratou dôvery finančných trhov v schopnosť slovenských vlád splácať svoje záväzky. **Ak by vláda naopak ešte viac zhoršovala udržateľnosť verejných financií, čiže dekonsolidovala, tlaky na financovanie dlhu by prišli už skôr.**

Graf 1: Vývoj verejného dlhu v závislosti od konsolidačnej stratégie (v %HDP)



Graf 2: Riziko defaultu na dlhodobé záväzky v závislosti od konsolidačnej stratégie (v %)



Zdroj: RRZ

Zdroj: RRZ

Prepočty zohľadňujú rizikovú prirážku na dlhodobé záväzky.

Prepočty zohľadňujú rizikovú prirážku na dlhodobé záväzky.

Jedinou možnosťou, ako sa vyhnúť tomuto výrazne negatívne scenáru, je dodržiavať tak domáce⁷ ako aj európske⁸ fiškálne pravidlá, ktoré viažu vládu konsolidovať verejné financie – a v dostatočnej miere. Finančné trhy aj ratingové agentúry zohľadňujú v rizikových prirážkach⁹ a ratingových hodnoteniach očakávania o vývoji zdravia verejných financií krajiny, čo vo veľkej miere ovplyvňuje schopnosti krajiny splňať záväzky voči investorom. Preto je potrebné poznať príspevok rôznych konsolidačných stratégií ku stabilizácii dlhu, ozdraveniu verejných financií a zníženiu rizika defaultu ako aj dôsledky, ktorým budú verejné financie aj ekonomika čeliť, pokiaľ vlády nebudú konsolidovať.

⁶ V budúcnosti očakávame dlhodobo vyššie úročenie štátnych dlhopisov krajín Eurozóny, v porovnaní s predchádzajúcim obdobím výrazne uvoľnenej menovej politiky. Znormálnenie menovej politiky môže preto práve pre vysoko zadlžené krajiny s horšími perspektívami ekonomického rastu, ktoré už aj predtým mali vysoké úročenie svojich dlhodobých záväzkov, ako aj pre nové členské krajiny so zraniteľnejšími ekonomikami znamenať väčší problém. Vyššie úroky sú dôsledkom nižších a volatilnejších ratingových hodnotení týchto krajín na dlhodobé záväzky, ich väčšou zraniteľnosťou, nižšou inštitucionálnou stabilitou či fiškálnou disciplínou. V analýze vychádzame z predpokladov Európskej Komisie o postupnej konvergencii bezrizikových sadzieb väčšiny členských krajín EU ku 4 percentám ročne, aj keď očakávania trhov o sadzbách najvyspelejších západných ekonomík dosahujú nižšie úrovne (do 3 percent ročne). V budúcnosti môže starnutie populácie, pokles investícií a produktivity práce či rast úspor viesť ku poklesu dlhodobých úrokových sadzieb.

⁷ Výdavkové limity, Dlhová Brzda.

⁸ Pakt stability a rastu pozostávajúci z preventívnej a nápravnej časti. Cieľom preventívnej časti je zabezpečiť vykonávanie fiškálnych politik 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. V decembri 2023 schválila Rada EÚ návrh reformy Paktu, vedúci k vyššej miere proticyklickosti pravidiel, záväznejšie strednodobé plánovanie a zohľadňovanie budúcich výziev členských krajín

⁹ Existencia domácich a európskych fiškálnych pravidiel ako aj európsky záchranný mechanizmus sú ďalšími dôležitými faktormi znižujúcimi rizikové prirážky jednotlivým krajinám eurozóny.

V kontexte tohto komentára chápeme default širšie nie len ako nesplatenie záväzku, ale aj ako vstup do európskych záchranných mechanizmov (tzv. trvalý euroval). To má za následok – okrem reputačných strát – aj nutnosť veľmi razantnej konsolidácie verejných financií s možnými dlhodobými dôsledkami pre hospodársky rast, životnú úroveň obyvateľstva a schopnosti štátu financovať súčasnú úroveň verejných služieb a sociálnych politík.

Box 1: Default a schémy jeho riešenia

Default, čiže neschopnosť vlády riadne a včas splácať svoje záväzky veriteľom, neprichádza odrazu a bez varovania. Dôvera trhov v schopnosť vlády splácať záväzky sa bude vytrácať postupne. Vláda, ktorá musí byť každoročne schopná nájsť na trhoch zdroje na prefinancovanie nielen práve splatného dlhu, ale aj na pokrytie aktuálneho primárneho deficitu, tak môže čoskoro naraziť na limity¹⁰ - nemožnosť požičať si na trhoch za rozumných podmienok, t.j. pri akceptovateľnom úroku.

Krajinám s neštandardne vysokými úrokmi, ale stále udržateľnou úrovňou dlhu, môže pomôcť ECB prostredníctvom programu [TPI](#) selektívnym nákupom cenných papierov na sekundárnom trhu (program [OMT](#)). Podmienkou sú zhoršujúce sa podmienky financovania, ktoré však nie sú odôvodnené fundamentmi krajín, s cieľom zabezpečiť účinnú transmisiu monetárnej politiky.

V krajnom prípade by bola vláda nútená požiadať o financovanie prostredníctvom európskych záchranných mechanizmov ([EFSF/ESM](#)¹¹ – trvalý euroval), či [MMF](#), čo prakticky znamená default krajiny. Okrem toho, že ide o význačnú reputačnú stratu krajiny, odstrihnutie sa od prístupu k finančným trhom, čerpanie týchto prostriedkov môže byť podmienené tvrdými ekonomickými reformami a výraznými fiškálnymi opatreniami smerujúcimi k urýchlenej a razantnej konsolidácii verejných financií¹². S tým by mohol byť spojený prudký ekonomický šok, pokles životnej úrovne a schopnosti štátu financovať dosiahnutú úroveň verejných služieb a sociálnych politík. Krajina zapojená do programu ESM môže následne požiadať o pomoc aj ECB, aby skúpila časť jej dlhopisov na sekundárnom trhu (program [OMT](#)) a tým uľahčila ďalšie trhové financovanie.

Konsolidácia vyžaduje viac volebných období

Za posledných 5 rokov Slovensku narástol čistý dlh o vyše 5 percent HDP¹³. V prípade, že vlády nebudú prijímať dostatočné konsolidačné opatrenia, bude už v najbližších rokoch táto hodnota zodpovedať ročnému tempu rastu zadĺženosti ([Graf 7](#)). O nutnosti ozdravovania verejných financií po odznení inflačnej krízy teda nemožno pochybovať.

Konsolidácia na úrovni výdavkových limitov

V súčasnosti sa verejné financie nachádzajú v pásme vysokého rizika dlhodobej udržateľnosti. Výdavkové limity zavazujú vlády k zlepšovaniu štrukturálneho primárneho salda každoročne o 0,5 percenta HDP, pokiaľ nebude dosiahnuté nízke riziko dlhodobej udržateľnosti¹⁴. **V prípade**

¹⁰ Od vstupu do Eurozóny zažilo Slovensko dvakrát stav, keď nedokázalo predať štátne dlhopisy. V roku 2011 sa pod to podpísala aj európska dlhová kríza, v roku 2020 odzrkadľoval obavy investorov z možného politického vývoja v krajine.

¹¹ ESM okrem ponúka možnosť skupovania dlhových obligácií na primárnom či sekundárnom trhu, pôžičky na rekapitalizáciu bánk, pôžičky poskytované pod podmienkou makroekonomických opatrení, či inak podmienené úverovanie.

¹² Ide o inštrument [Loans within a macroeconomic adjustment programme](#), ktorý v minulosti využilo Írsko, Portugalsko, Grécko a Cyprus (podobné mechanizmom [EFSF](#)). Je to možnosť ponúkaná krajinám v ťažkostiach spôsobených fiškálnymi alebo štrukturálnymi problémami, avšak jej čerpanie je podmienené implementáciou ozdravných opatrení (konsolidácia, štrukturálne reformy) pripravených Európskou Komisiou s prípadnou spoluprácou ECB a MMF.

¹³ Uvedený nárast zadĺženosti bol aj v dôsledku makroekonomických dopadov koronakrízy a inflačnej krízy a s nimi súvisiacich mimoriadnych krokov zo strany vlád – a to aj napriek čiastočnému [vyinflovaniu](#) dlhu v dôsledku inflačnej krízy

¹⁴ Riziká dlhodobej udržateľnosti sa premietajú do požiadavky na zlepšenie štrukturálneho salda oproti základnému scenáru. Rizikové pásma sú stanovené na základe hodnoty ukazovateľa dlhodobej udržateľnosti (UDU). Pri vysokom (UDU nad 5

konsolidácie¹⁵ verejných financií na úrovni požiadaviek výdavkových limitov by sme potrebovali tri volebné obdobia na dosiahnutie nízkého rizika dlhodobej udržateľnosti verejných financií. Za týchto predpokladov¹⁶ by sa zadlženosť v priebehu najbližších dvoch dekád pohybovala pri hranici Maastrichtského dlhového kritéria¹⁷, úrokové náklady by v porovnaní s dneškom ostali prakticky na rovnakej úrovni. Riziko defaultu na dlhodobé záväzky by do roku 2035 kleslo pod 10 percent a tempo rastu ekonomiky by v dôsledku konsolidácie bolo v priebehu budúcej dekády vyššie v priemere o 0,1 percentuálneho bodu ročne¹⁸.

Existuje však niekoľko dôvodov, prečo by vlády mali byť odvážnejšie pri konsolidácii verejných financií, než im prikazujú výdavkové limity. V priebehu posledných krízových rokov úroveň zadlženia rástla rýchlejšie než v predchádzajúcich obdobiach, výraznejšia konsolidácia je teda na mieste aj vzhľadom na to, že krízy sa skončili a **pri tempe konsolidácie len na úrovni požiadaviek výdavkových limitov stabilizuje dlh až v dlhodobejšom (6-ročnom) horizonte – a to len za predpokladu, že vláda bude v konsolidácii pokračovať nezmeneným tempom aj v nasledujúcom období.** Razantnejšia konsolidácia by podporila rýchlejšie znižovanie tempa rastu verejného dlhu, zlepšila pohľad finančných trhov resp. ratingových agentúr na krajinu, pričom priemerná splatnosť dlhu by ostala neohrozená¹⁹.

No **napomohla by aj výraznejšiemu znižovaniu rizikových prirážok** – navyše vlády by v prípade dostatočne kredibilného záväzku konsolidovať verejné financie mohli už **vopred využívať benefity zvýšenej dôvery trhov a ratingových agentúr voči krajine²⁰, čiže lepšie ratingové hodnotenie a nižšie rizikové prirážky a v konečnom dôsledku aj vyšší ekonomický rast.** Rýchlejšie tempo konsolidácie by tiež pomohlo **vybudovať dostatočný fiškálny vankúš** pre budúce neočakávané šoky či krízy²¹. Dôležitým aspektom sú aj prebiehajúce demografické zmeny – **v neskoršom období bude výrazne ťažšie konsolidovať, čiže znižovať výdavky štátu a zvyšovať daňové zaťaženie pri klesajúcom podiele pracujúcich (nižší rast) a rastúcom pomere populácie v postproduktívnom veku (vyššie výdavky).**

Konsolidácia nad úroveň výdavkových limitov

V prípade, že by aktuálna a budúca vláda dokázali tempom mierne vyšším než požadujú výdavkové limity, napríklad na úrovni 0,75 percenta ročne, by sa uvedená doba potrebná na konsolidáciu verejných financií (3 volebné obdobia) s cieľom ich dlhodobej udržateľnosti v zmysle výdavkových limitov dokázala skrátiť na polovicu²². V tom prípade²³ by verejný dlh klesol pod hranicu 50 percent

percent HDP) a strednom (UDU medzi 1 percentom a 5 percentami HDP) riziku dlhodobej udržateľnosti sa hodnota plánovaného štruktúrného salda stanoví tak, aby sa ukazovateľ dlhodobej udržateľnosti zlepšil každoročne o 0,5 % HDP a pri nízkom riziku (UDU kladné a do 1 percenta HDP) o 0,25 % HDP.

¹⁵ Pre účely tejto kvantifikácie predpokladáme politicky neutrálnu rozpočtovo-proporčnú konsolidáciu. Znamená to, že redukcia príjmov resp. navýšovanie výdavkov je proporčné príjmom resp. výdavkom v danom roku a úprava jednotlivých zložiek rozpočtu zodpovedá ich váham v rozpočte verejných financií.

¹⁶ Predpoklady zohľadňujú potrebu konsolidácie na úrovni 0,25 percenta HDP ročne v trvaní približne 2 volebných období po skončení 12 rokov konsolidácie na úrovni 0,5 percenta HDP ročne.

¹⁷ Po roku 2040 by postupne dosiahla úroveň 50 percent HDP požadovaných výdavkovými limitmi.

¹⁸ V porovnaní so stavom bez konsolidácie.

¹⁹ V porovnaní s dnešnou priemernou splatnosťou na úrovni 8,5 roka (v [priemere](#) krajín eurozóny) by dokonca narástla ([Graf 6](#)) a to aj z dôvodu nižšieho zadlženia a lepších fiškálnych vyhládok po roku 2040 v porovnaní s dneškom

²⁰ Kredibilné očakávania o výraznejšej konsolidácii resp. rozumného fiškálneho správania

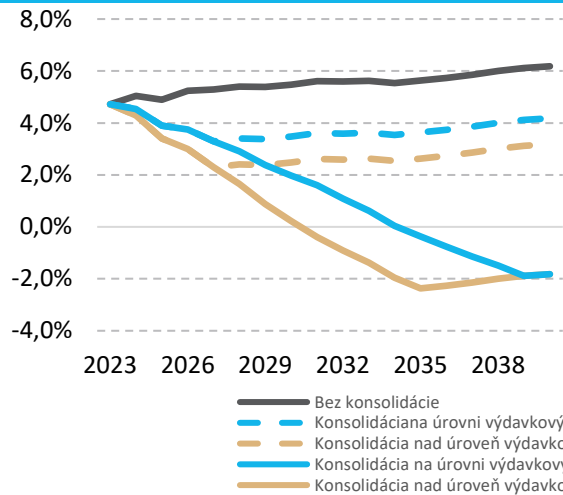
²¹ [Priemerný nárast](#) hrubého dlhu v eurozóne počas koronakrízy [dosiahol](#) 10% HDP, počas finančnej krízy bolo zvýšenie zadlženia ešte výraznejšie (15 % HDP), kým inflačná kríza [vyinflovala](#) v priemere 3% HDP verejného dlhu krajín eurozóny. V budúcnosti treba počítať aj s možnými negatívnymi vplyvmi klimatických zmien na verejné financie.

²² Zložené úročenie - vyššie úspory na začiatku obdobia majú väčší vplyv na trajektóriu dlhu a riziko defaultu v budúcnosti.

²³ Najbližšie dve volebné obdobia na úrovni 0,75 percenta HDP ročne a medzi rokmi 2031 až 2035 0,25 percenta HDP ročne.

HDP už pred rokom 2040 a úrokové náklady by boli menšie než dnes. V nasledujúcich rokoch by aj vďaka nízkym deficitom, prakticky nulovej rizikovej prirážke (Graf 4) a vyššiemu výkonu ekonomiky²⁴ rástol výraznej pomalšie než v prípade opatrnejšieho konsolidačného plánu.

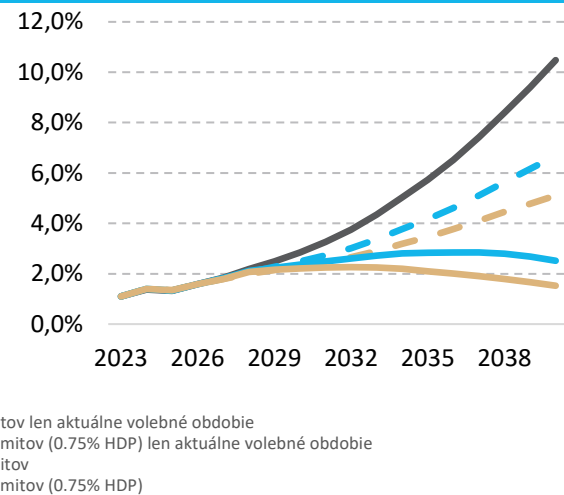
Graf 3: Vývoj primárneho deficitu v závislosti od konsolidačnej stratégie (v % HDP)



Zdroj: RRZ

Prepočty zohľadňujú rizikovú prirážku na dlhodobé záväzky.

Graf 4: Úrokové náklady v závislosti od konsolidačnej stratégie (v % HDP)



Zdroj: RRZ

Prepočty zohľadňujú rizikovú prirážku na dlhodobé záväzky.

Znižovanie tempa rastu zadlžovania bude mať po roku 2030 čoraz lepšie dôsledky na ekonomiku – v prípade jej implementácie by pri primárnych deficitoch nepresahujúcich 2 percentá HDP slovenská ekonomika rástla počnúc budúcou dekadou rýchlejšie v priemere o takmer 0,3 percentuálneho bodu ročne než v situácii bez konsolidácie resp. pri nedostatočnej konsolidácii a v neskorších obdobiach by sa rozdiely len zväčšovali. Zlepšenie rastu bude dôsledok práve nízkych úrokových sadziieb resp. nízkych rizikových prirážok. Za týchto predpokladov by sa riziko defaultu na dlhodobé záväzky vlády stabilizovalo pod úrovňou 10 percent už začiatkom nasledujúcej dekády (Graf 2).

Navyše by vláda vďaka podstatne priaznivejšej dynamike dlhu, nízkym úrokovým nákladom, vyššej priemernej splatnosti dlhu (Graf 6), lepšiemu stavu ekonomiky a pohľadu investorov na krajinu získala priestor na prípravu a implementáciu reforiem trvalo zlepšujúcich ekonomický rast a udržateľnosť verejných financií, z ktorých by mohla čerpať v neskoršom období. Je však **dôležité začať s razantnejšou konsolidáciou čo najskôr, čiže v aktuálnom volebnom období, nakoľko pri jej obmedzení sa len na úroveň požadovanú výdavkovými limitmi by trvala dlhšie a krízové obdobie pominulo.**

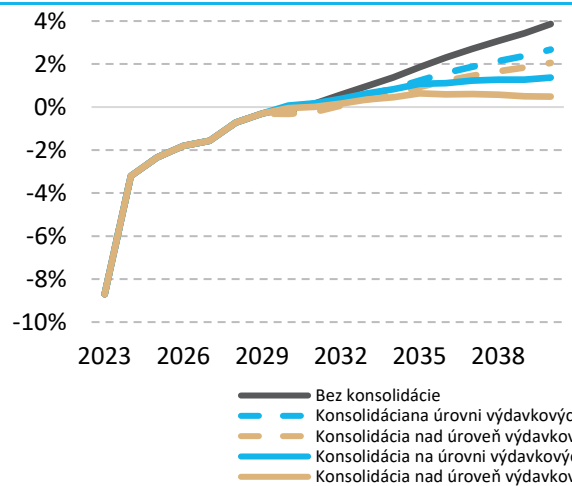
Stabilizácia dlhu vyžaduje primárne prebytky

Od vstupu do Eurozóny slovenské vlády viackrát úspešne konsolidovali²⁵ verejné financie – o vyše 3 percentá HDP v roku 2011 resp. o 1,5 percenta HDP v rokoch 2013 a 2017 – pričom negatívne implikácie na ekonomický rast boli minimálne²⁶. Napriek tomu, že v uvedenom období vlády takmer každoročne²⁷

²⁴ V porovnaní so stavom bez konsolidácie by v priebehu budúcej dekády ekonomika rástla rýchlejšie o 0,2 percenta ročne.
²⁵ V roku 2011 klesol primárny deficit zo 6,2 percenta HDP (2010) na 2,8 percenta HDP, v roku 2013 z 2,6 percenta HDP na 1 percento HDP a v roku 2017 bol primárny prebytok 0,5 percenta HDP (primárny deficit v roku 2016 bol 0,9 percenta HDP).
²⁶ Bolo to aj zásluhou externého prostredia, silného zahraničného dopytu, klesajúcich úrokových sadziieb, či cyklickej pozície
²⁷ Vlády dosahovali celkové deficity počas celého obdobia (1 až 8 percent HDP), avšak v rokoch 2017 až 2019 dokázali mať primárne prebytky v priemere 0,3 percenta HDP ročne.

fungovali deficitne²⁸, Slovensko dokázalo stabilizovať, dokonca aj mierne znižovať úroveň verejného dlhu (Graf 7). Dôvodmi boli priaznivé podmienky na finančných trhoch²⁹ a vysoký rast ekonomiky prevyšujúci úročeniu verejného dlhu, čiže negatívny r-g diferencál³⁰ (Graf 5).

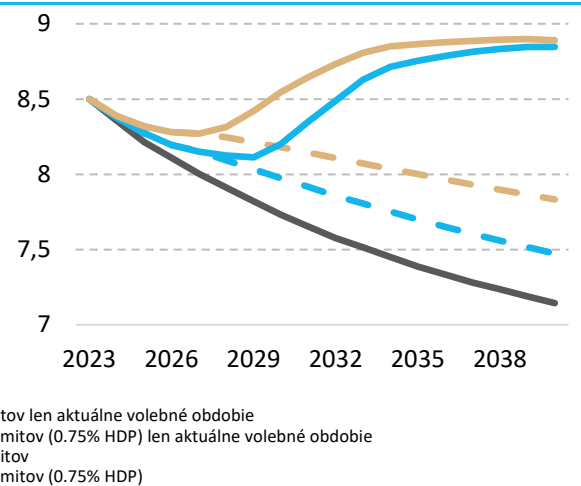
Graf 5: r-g diferencál v závislosti od konsolidačnej stratégie (v %)



Zdroj: RRZ

Prepočty zohľadňujú rizikovú prirážku, bez efektu EÚ fondov.

Graf 6: Priemerná splatnosť dlhu v závislosti od konsolidačnej stratégie (roky)



Zdroj: RRZ

Prepočty zohľadňujú rizikovú prirážku na dlhodobé záväzky

V ďalších dekádach sa z dôvodu očakávaného nízkeho ekonomického rastu nedá s týmto vplyvom počítať³¹ (Graf 8), na stabilizáciu dlhu na dnešných úrovniach bude potrebné každoročne vytvárať rozpočtové prebytky. Inak efekt snehovej gule³² spolu s vysokými deficitmi spôsobia neudržateľnosť dlhu (Graf 7).

Cena za odkladanie konsolidácie na neskoršie obdobie bude vysoká- v budúcnosti bude totiž vyššia úroveň dlhu aj jeho úročenia, slabší rast ekonomiky a staršia populácia (Graf 7). Bude teda treba konsolidovať viac za výrazne horších podmienok.

Čo nás čaká v prípade nedostatočnej konsolidácie

Z pohľadu ratingových agentúr je zodpovednosť fiškálnej politiky a stabilizácia verejného dlhu kľúčová. A tieto svoje očakávania premietajú do dnešných ratingových hodnotení. Kým v decembri 2023 agentúra Fitch znížila rating dlhodobých záväzkov Slovenska na úroveň A- so stabilným výhľadom v dôsledku jej nedôvery voči schopnosti aktuálnej vlády konsolidovať verejné financie v dostatočnej

²⁸ Medzi rokmi 2016 až 2019 boli deficity verejných financií Slovenska štvrté až siedme najvyššie spomedzi krajín EU. Kým v tom čase veľká väčšina krajín EU fungovala prebytkovo (Česká republika počas celého obdobia).

²⁹ Klesajúce trhové úrokové sadzby, ktoré sa postupne premietli aj do implicitnej úrokovej sadzby.

³⁰ r-g diferencál vyjadruje rozdiel medzi úročením dlhu (implicitná sadzba) a rastom ekonomiky. V prípade jeho negatívnej hodnoty, čiže pokiaľ ekonomika rastie rýchlejšie než úrokové sadzby, za ktoré sa financuje jej verejný dlh, to znamená, že dlh je na udržateľnej trajektórii, resp. jeho znižovanie je ľahšie dosiahnuteľné (t.j. aj pri menšej miere konsolidácie).

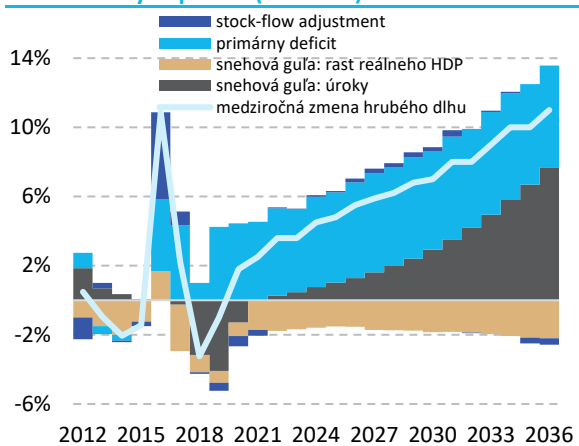
³¹ Po zohľadnení rizikových prirážok bude r-g diferencál dosahovať po roku 2030 kladné hodnoty (Graf 7.). Efekt snehovej gule bude prispievať viac ku zvyšovaniu zadlženosti, napriek tomu, že v budúcnosti môže starnutie populácie, pokles investičnej aktivity, nárast úspor a pokles produktivity práce bude prispievať k poklesu dlhodobých sadzieb.

³² Súčin dlhu a r-g diferencálu.

miere, [agentúra S&P](#) ho ponechala, avšak za predpokladu takmer dvojnásobnej konsolidácie³³ v porovnaní s požiadavkami výdavkových limitov. [Agentúra Moody's](#), ponecháva rating dlhodobých záväzkov Slovenska na úrovni A2 s negatívnym výhľadom, nakoľko nepredpokladá zásadnejšiu konsolidáciu verejných financií.

V prípade nedostatočnej konsolidácie, porušovaním európskych či domácich fiškálnych pravidiel, teda možno rátať s možnosťou zníženia ratingových hodnotení krajiny resp. nárastom rizikových prirážok.

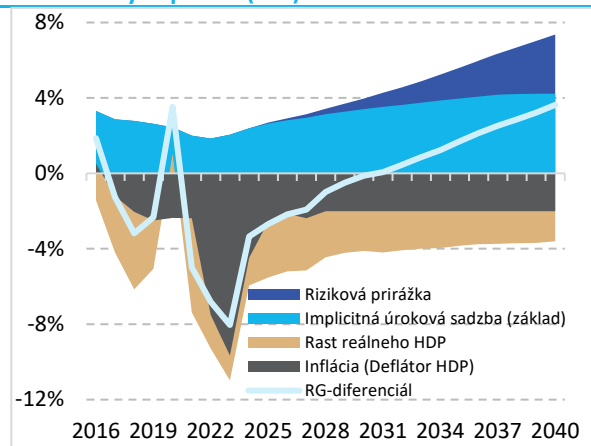
Graf 7: Príspevky k zmene hrubého dlhu v scenári nezmenených politík (v % HDP)



Zdroj: RRZ

Prepočty zohľadňujú rizikovú prirážku na dlhodobé záväzky

Graf 8: Príspevky ku vývoju r-g diferenciálu v scenári nezmenených politík (v %)



Zdroj: RRZ

Prepočty zohľadňujú rizikovú prirážku, bez efektu EU fondov

Konsolidačné stratégie – či už na úrovni požiadaviek výdavkových limitov alebo idúcej nad ne – avšak obmedzujúce sa len na aktuálne volebné obdobie³⁴, nielenže nedokážu dostatočne stlmiť tempo rastu zadlžovania sa³⁵ (Graf 1, Graf 8), zásadnejšie znížiť riziko dlhobojnej udržateľnosti verejných financií³⁶, ale ani výraznejšie zvýšiť dôveru trhov³⁷ v schopnosť splácať riadne záväzky (Graf 2, Graf 6).

V prípade, že by sa ozdravovanie verejných financií zúžilo len na aktuálne volebné obdobie, konsolidácia na úrovni požiadaviek výdavkových limitov by priniesla ovocie v podobe dodatočných 2 rokov času na implementovanie ďalších opatrení, ktoré by však už krátko po roku 2030 mali prinášať významné a trvalé benefity pre verejné financie. V opačnom prípade by sa mohol default vlády na dlhodobé záväzky už pred rokom 2035 stať realitou (Graf 2). Očakávame, že v tom čase by úverové náklady Slovenska mohli dosahovať približne 4 percentá HDP, čo je porovnateľné s nákladmi krajín, ktoré čerpali pomoc z [EFSF](#) resp. [ESM](#) (Graf 12).

³³ [Agentúra S&P očakáva](#), že vláda bude schopná znížiť primárny deficit z dnešných (nimi očakávaných) 4,3 percenta HDP na 2,3 percenta HDP do konca roku 2026, resp. celkový deficit z 5,5 percenta HDP na 3,7 percenta HDP do roku 2026. Predpokladajú tak takmer dvojnásobný objem konsolidácie (9 miliárd eur) v rokoch 2024 až 2026 v porovnaní s požiadavkami výdavkových limitov. Varujú, že v prípade nenaplnenia konsolidačných cieľov, horšej kondície ekonomiky či problémov v automobilovom sektore by rating mohli zhoršiť.

³⁴ A v období po roku 2027 neprijímať žiadne opatrenia, ktoré by viedli ku konsolidácii resp. zhoršovali stav verejných financií.

³⁵ Za týchto predpokladov by verejný dlh narástol do roku 2030 na vyše 70 percent HDP resp. by prekonal 120 percent HDP v roku 2040. Očakávaným sprievodným javom by bol postupný pokles priemernej splatnosti slovenského dlhu, čo by v kontexte možných externých turbulencií mohlo ešte viac ohroziť udržateľnosť verejného dlhu.

³⁶ Aj po implementácii tejto stratégie len na horizonte najbližších 4 rokov by verejné financie ostali v pásme vysokého rizika.

³⁷ Navyše v budúcnosti môže viesť ku [skráteniu priemernej doby splatnosti](#) slovenských dlhopisov (Graf 6).

Ani konsolidácia na úrovni 0,75 percenta ročne (**Graf 3**), avšak obmedzená len na horizont súčasného volebného obdobia, nevyrieši problém prudkého rastu zadlžovania sa (**Graf 1, Graf 8**). Napriek tomu, že v porovnaní so stratégiou na úrovni požiadaviek vyplývajúcich z výdavkových limitov by pridávala vládám čas v podobe ďalšieho celého volebného obdobia, nebude viesť ku výraznejšiemu zníženiu rizika prefinancovania sa na trhoch za rozumných podmienok na horizonte najbližších 20 rokov a verejné financie dostane len do pásma stredného rizika. V prípade jej realizácie by síce verejný dlh do roku 2030 nepresahoval 70 percent HDP (**Graf 1**), avšak už v roku 2040 by prekonal 100 percent HDP a rýchlo by rástol ďalej – a to aj kvôli vyše 3 percentným každoročným primárnym deficitom (**Graf 3**), vysokým úrokovým nákladom (**Graf 4**) a nízkemu rastu, ktorý by nedosahoval úročenie dlhu³⁸. Za týchto predpokladov by sa síce aktuálna dekáda niesla v znamení akceptovateľného rizika defaultu, bez implementácie dodatočných opatrení by po roku 2030 šanca na default začala výraznejšie rásť (**Graf 2**).

Záver

Od vzniku samostatnej Slovenskej republiky rástla slovenská ekonomika vo väčšine rokov rýchlejšie než úročenie verejného dlhu. Aj preto vlády vedeli držať verejný dlh pod kontrolou i pri každoročných rozpočtových deficitoch. Inými slovami, **zvykli sme si na to, že z dlhov sa dá vyrásť aj bez výraznejšej konsolidácie. S takýmito rastami ekonomiky však v budúcnosti už automaticky nemožno počítať bez razantných štrukturálnych reforiem** (ktoré nie sú zatiaľ plánované). Aj v dôsledku starnutia populácie budeme už o dekádu za úspech považovať rast na úrovni 1,6 percenta (**Graf 13**), čo je menej než očakávané úročenie verejného dlhu. Z dlhov teda automaticky nevyrastíme a **konsolidovať verejné financie musíme, inak nám trhy rýchlo prestanú veriť, úroky stúpnu ešte viac a odmietnu nás ďalej financovať**. Vysoký dlh bude zároveň prostredníctvom rastúcich rizikových prirážok ešte viac znižovať už beztak nízke tempo ekonomického rastu, a teda aj príjmy štátu. **Bez dostatočného ozdravenia verejných financií tak problémy s financovaním verejného dlhu môžu nastať už o menej ako dve volebné obdobia.**

Konsolidácia na úrovni požadovanej výdavkovými limitmi dostane verejné financie do pásma nízkeho rizika v priebehu troch volebných období, kým razantnejšia konsolidácia na úrovni presahujúcej požiadavky výdavkových limitov (0,75 percenta HDP ročne) to vie zabezpečiť za približne polovičný čas. Odmenou pre krajinu bude nielen verejný dlh a deficit dlhodobo spĺňajúce Maastrichtské kritériá, trvalo nižšie rizikové prirážky a úrokové náklady, ale aj ovocie v podobe vyššieho ekonomického rastu a vybudovania fiškálneho vankúša potrebného na absorpciu nákladov súvisiacich so starnutím populácie, klimatických zmien či neočakávaných ekonomických šokov.

³⁸ tzv. [r-g diferenciál](#) bude pozitívny, čiže verejný dlh bude v prípade pozitívnych primárných deficitov na neudržateľnej trajektórii.

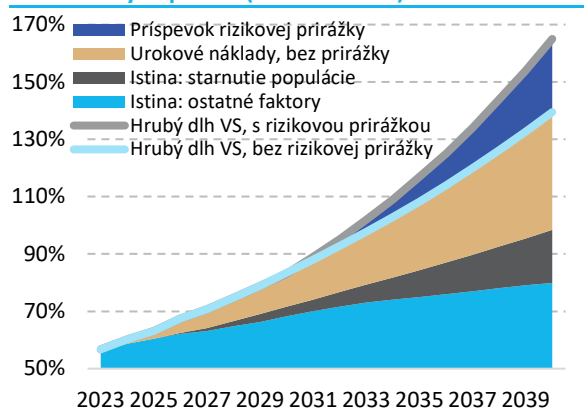
Metodické poznámky:

Čo nás čaká bez konsolidácie (scenár nezmenených politík, nie prognóza)

Pokiaľ vláda nepristúpi ku ozdravovaniu verejných financií, tak sa do roku 2040 verejný dlh v porovnaní s dneškom viac než strojnásobí a prekóná 160 percent HDP. Najväčší, vyše 60-percentný podiel³⁹ na tom budú mať zvyšujúce sa úrokové náklady (Graf 9). Kým dnes tvoria len približne 1 percento HDP (Graf 6), v roku 2040 môžu každoročné výdavky na obsluhu dlhu tvoriť viac ako desatinu HDP, pričom rizikové prirážky budú stať za ich takmer zdvojnásobnením⁴⁰. Je to viac, než platili krajiny pred vstupom do európskych záchranných mechanizmov (EFSF, ESM, Graf 12). V porovnaní s tým, čo dokáže štát vybrať na daniach, odvodoch a iných príjmoch, to znamená nárast z dnešných 2 percent na vyše 10-násobok, na 27 percent príjmov rozpočtu verejnej správy v roku 2040. Polovica⁴¹ z tohto nárastu môže byť spôsobená rastúcou rizikovou prirážkou účtovanou finančnými tržmi z dôvodu prílišnej a rýchlo sa zvyšujúcej úrovne zadĺženia štátu⁴² (Graf 10).

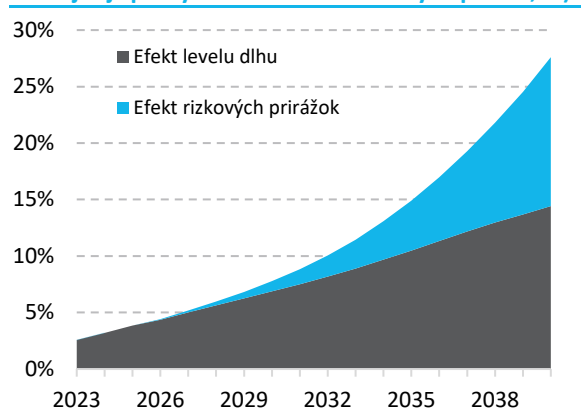
Očakávame, že pri súčasnom nastavení fiškálnej politiky, teda bez konsolidácie a predpokladanom vývoji ekonomického rastu, riziková prirážka, ktorou budú v roku 2040 zaťažované novoemitované dlhopisy, prekóná 6 percent ročne⁴³ (Graf 12). To za predpokladu, že nás finančné trhy nezastavia skôr.

Graf 9: Faktory nárastu verejného dlhu v scenári nezmenných politík (2023 až 2040)



Zdroj: RRZ

Graf 10: Náklady na obsluhu dlhu (podiel príjmov verejnej správy v scenári nezmenených politík, %)



Zdroj: RRZ

V čase prudkého starnutia populácie⁴⁴, kedy na výdavky súvisiace so starnutím populácie budeme vynakladať štvrtinu ročného HDP⁴⁵, to bude viesť ku ďalšiemu zníženiu rastu ekonomiky (Graf 9).

³⁹ Úrokové náklady a postupné zvyšovanie rizikových prirážok budú prispievať 68 percentami HDP ku očakávanému celkovému nárastu verejného dlhu o vyše 110 percent HDP medzi rokmi 2023 a 2040 (Graf 9). Za predpokladu neúčtovania rizikových prirážok by sa úrokové náklady a nárast istiny podieľali rovnakou mierou na zvýšení úrovne zadĺženia.

⁴⁰ Efekt prirážok na nárast ceny za obsluhu dlhu, a teda aj zadĺženia je zásadný – bez nich by v roku 2040 tvorili náklady na obsluhu dlhu približne 12 percent HDP, verejný dlh by tak dosahoval približne 142 percent HDP (Graf 1, Graf 9).

⁴¹ Príspevok prirážok ku nárastu dlhovej obsluhy medzi 2023 a 2040 je 5 percent HDP (13 percent príjmov verejnej správy).

⁴² Pokiaľ by vláda neprijímalá žiadne dodatočné opatrenia, tak o dve dekády by sa riziková prirážka účtovaná na slovenské dlhopisy (Graf 14) približovala prirážkam krajín tesne pred vstupom do EFSF/ESM (Graf 11).

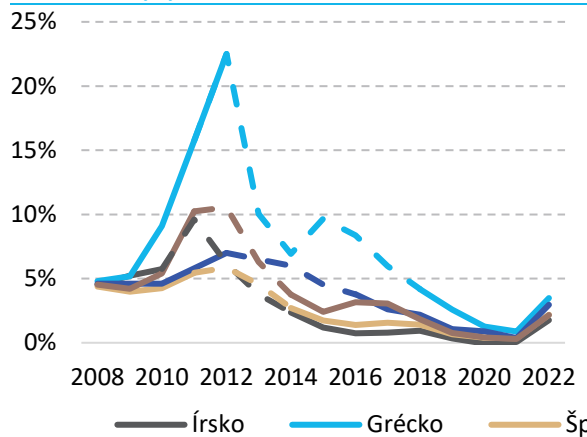
⁴³ Ide o rizikovú prirážku očakávanú nad rámec dnes očakávaných bezrizikových úrokových sadziieb. Predpokladáme, že implicitná (t.j. priemerná) riziková prirážka verejného dlhu v tom čase presiahne 3 percentá (Graf 14)

⁴⁴ V súčasnosti máme približne milión starobných dôchodcov, na každého z nich pripadajú traja ľudia v produktívnom veku. Do roku 2030 pribudne dvestotisíc dôchodcov a v priebehu ďalšej dekády ich bude ešte o stotisíc viac. V uvedenom období klesne počet ľudí v produktívnom veku o vyše dvestotisíc, čo sa okamžite odrazí v poklese ekonomického rastu.

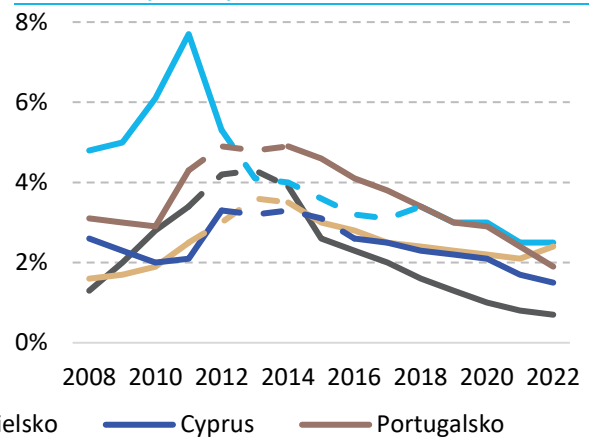
⁴⁵ V porovnaní s rokom 2022 narastú výdavky verejnej správy súvisiace so starnutím populácie (penzie, zdravotníctvo, dlhodobá starostlivosť, školstvo, sociálne dávky a transfery, dávky v nezamestnanosti) o takmer 3 percentuálne body.

Z dnešných približne 2,1 percenta ročne⁴⁶ klesne ekonomický rast do roku 2040 len na úroveň približne 1,4 percenta ročne: tri štvrtiny poklesu ekonomického rastu budú z dôvodu poklesu počtu ľudí v produktívnom veku, štvrtinu spôsobia vyššie úrokové sadzby⁴⁷. Nárast úrokových sadzieb, za ktoré si požičiava štát, sa rýchlo premieta do vyšších sadzieb v komerčnom sektore – v úrokoch na úvery pre firmy a domácnosti – čo má nepriaznivý vplyv na investičnú aktivitu, dopyt či trh práce.

Graf 11: Rizikové prirážky krajín v programe ESM/EFSF (%)



Graf 12: Úrokové náklady krajín v programe ESM/EFSF (% HDP)



Zdroj: Eurostat, ESM

Prerušované čiary zodpovedajú obdobiu, kedy krajiny čerpali pomoc v rámci programu ESM/EFSF

Zdroj: Eurostat, ESM

Prerušované čiary zodpovedajú obdobiu, kedy krajiny čerpali pomoc v rámci programu ESM/EFSF

Postupný nárast rizikových prirážok však bude najmä signálom pozvoľnej straty dôvery finančných trhov v schopnosť vlády riadne splácať svoje záväzky, či indikátorom nutnosti vlády požičiavať si čoraz viac na zvyšujúce sa primárne deficity z dôvodu zlého nastavenia výdavkových alebo príjmových politík. Zároveň by však aj prehlbovali postupný prepád tempa hospodárskeho rastu⁴⁸ (Graf 13).

V prípade nepristúpenia ku konsolidačným opatreniam môžeme očakávať problémy s financovaním slovenského dlhu už pred rokom 2030, kedy verejný dlh Slovenska prekoná 80 percent HDP (Graf 1). Už po roku 2025 začne výrazne narastať riziko defaultu na dlhodobé záväzky (Graf 2) a v prípade, že vláda nezačne rýchlo a dostatočne razantne reagovať, po roku 2030 sa default môže stať skutočnosťou⁴⁹.

Trhy z dôvodu nevhodne nastavených fiškálnych politík - očakávajúce jeho takmer zdvojnásobenie v priebehu ďalšej dekády - môžu požadovať podstatne vyššie rizikové prirážky na v tom čase emitované dlhopisy⁵⁰ (Graf 10). Rizikové prirážky, v tom čase dosahujúce 4 až 5 percent (Graf 3, Graf 12), budú

⁴⁶ Po zohľadnení ekonomického cyklu (ide o rast potenciálu)

⁴⁷ Vrátane nepriaznivého efektu rastúcej rizikovej prirážky

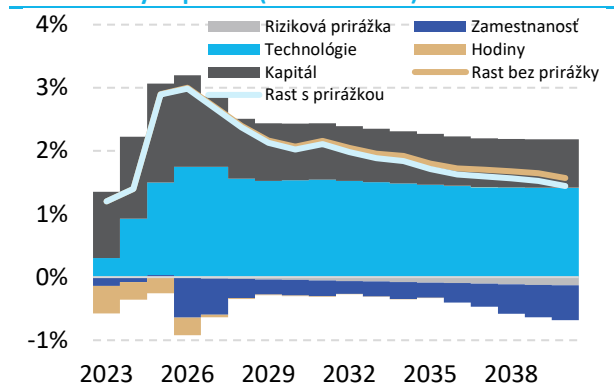
⁴⁸ V nasledujúcej dekáde v priemere o 0,2 percenta ročne

⁴⁹ V prípade neprijímania žiadnych dodatočných opatrení by riziko defaultu mohlo v roku 2035 dosahovať 100 percent.

⁵⁰ 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. Znornálenie menovej politiky môže preto práve pre vysoko zadlžené krajiny s horšími perspektívami ekonomického rastu, ktoré už aj predtým mali vysoké úročenie svojich dlhodobých záväzkov, ako aj pre nové členské krajiny so zraniteľnejšími ekonomikami znamenať väčší problém. Vyššie úročenie je dôsledkom nižších a volatilnejších ratingových hodnotení týchto krajín na dlhodobé záväzky, ich väčšou zraniteľnosťou, nižšou inštitucionálnou stabilitou či fiškálnou disciplínou.

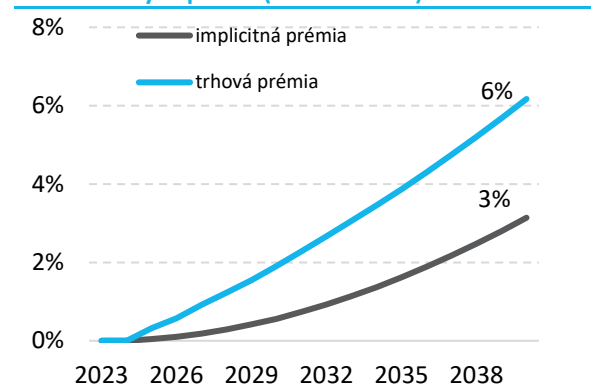
signalizovať problémy so stratou dôvery finančných trhov v schopnosť slovenských vlád splácať svoje záväzky.

Graf 13: Zdroje ekonomického rastu v scenári nezmenených politík (2023 až 2040)



Zdroj: RRZ

Graf 14: Riziková prirážka v scenári nezmenených politík (2023 až 2040)



Zdroj: RRZ

Rizikové prirážky účtované nad očakávané úrokové sadzby

Default, čiže schopnosť vlády riadne a včas splácať svoje záväzky veriteľom, tak nepríde odrazu a bez varovania. Postupne rastúce rizikové prirážky budú čoraz viac navyšovať výdavky na obsluhu dlhu, či predražovať úverovanie firiem a domácností – čo znamená pokles atraktivity krajiny v očiach investorov, pomalší hospodársky rast a nižšie daňové príjmy. Dôvera trhov v schopnosť vlády splácať záväzky sa bude vytrácať postupne.

Ako vyhodnocuje RRZ dlhodobú udržateľnosť verejných financií

Na vyhodnotenie solventnosti používa RRZ primárne **ukazovateľ dlhodobej udržateľnosti**⁵¹ (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 % HDP⁵². **Koncept pravdepodobnosti defaultu na dlhodobé záväzky, využívaný RRZ ako alternatívny prístup, ide nad rámec UDU.** Zreálnuje⁵³ 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 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

⁵¹ 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.

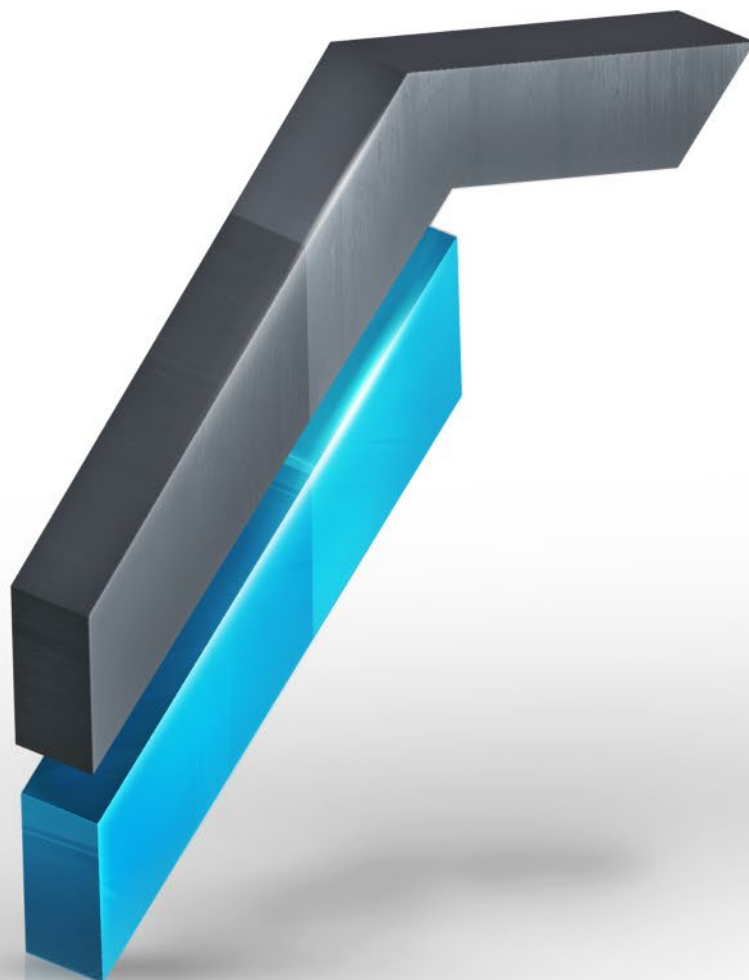
⁵² Ide o **hornú hranicu** stanovenú zákonom.

⁵³ 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 než tie s postupným nábehom neskôr v budúcnosti, 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.

požadujeme, aby boli rovnaké podmienky prefinancovania aj na konci doby splatnosti⁵⁴. V kontexte tohto komentára default chápeme ako neschopnosť⁵⁵ 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.

⁵⁴ 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.

⁵⁵ V tom prípade je realizovaný čiastočný default na približne 10 percent záväzkov (objem problematického dlhu).



© Kancelária Rady pre rozpočtovú zodpovednosť

TWIN CITY B

Mlyské nivy 12

821 09 Bratislava

Slovakia

www.rrz.sk