

## Verejné financie na križovatke: konsolidácia jednu dekádu alebo postupná cesta k defaultu

*(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 akom stave sú dnes verejné financie a čo môžeme očakávať v najbližších dekádach, pokiaľ sa nič nezmení?

V súčasnosti sa verejné financie nachádzajú v pásme vysokého rizika dlhodobej udržateľnosti. Len za posledných 5 rokov Slovensku narástol čistý dlh o vyše 5 percent HDP. V prípade, že vlády nebudú prijímať dostatočné konsolidačné opatrenia, bude už v najbližších rokoch táto hodnota zodpovedať ročnému tempu rastu zadlženosti. Už dnes dosahuje výška hrubého dlhu 58 percent HDP a pokiaľ nedôjde k zmene kurzu, teda k ozdravovaniu verejných financií, tak sa zadlženie Slovenska do roku 2040 viac než strojnásobí a priblíži sa ku 170 percent HDP. Ide o hypotetický scenár nezmenených politík, 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 možno postupne očakávať problémy s financovaním dlhu a postupnej straty dôvery zo strany finančných trhov a ratingových agentúr už pred rokom 2030, kedy verejný dlh Slovenska prekoná 80 percent HDP. Ak by vláda naopak ešte viac zhoršovala udržateľnosť verejných financií, čiže dekonsolidovala, tlaky na financovanie dlhu by prišli už skôr.

### 2. Čo by nám hrozilo, pokiaľ by sme nepristúpili ku ozdravovaniu verejných financií, resp. by znižovanie deficitov nebolo dostatočné?

Pokiaľ vlády nepristúpia ku konsolidačným opatreniam, riziko defaultu na dlhodobé záväzky začne po roku 2025 výrazne narastať a pokiaľ vláda nezačne rýchlo a dostatočne razantne reagovať, po roku 2030 sa default môže stať skutočnosťou. Rizikové prirážky, v tom čase dosahujúce 4 až 5 percent, budú signalizovať problémy so stratou dôvery finančných trhov v schopnosť slovenských vlád splácať svoje záväzky. Pokiaľ by vlády nekonsolidovali v dostatočnej miere, nedokážu dostatočne stlmiť tempo rastu zadlžovania sa (a teda ani stabilizovať dlh), zásadnejšie znížiť vysoké riziko udržateľnosti verejných financií, a tak ani výraznejšie zvýšiť dôveru trhov v schopnosť splácať riadne záväzky. V prípade, že by sa ozdravovanie verejných financií zúžilo len na aktuálne volebné obdobie a potom by sme opäť nerešpektovali domáce a európske pravidlá, konsolidácia by "kúpila" len jedno volebné obdobie – po roku 2035 by sa default opäť mohol stať skutočnosťou. Navyše by si krajina nedokázala vytvoriť dostatočný fiškálny vankúš na zvládnutie budúcich výziev v podobe dôsledkov starnutia populácie, klimatických zmien, či neočakávaných makroekonomických šokov či kríz.

Jedinou možnosťou, ako sa vyhnúť tomuto výrazne negatívnemu scenáru, je dodržiavať tak domáce ako aj európske fiškálne pravidlá, ktoré viažu vládu konsolidovať verejné financie – a v dostatočnej miere. Finančné trhy aj ratingové agentúry zohľadňujú v rizikových prirážkach a ratingových hodnoteniach očakávanie o vývoji zdravia verejných financií krajiny, čo vo veľkej miere ovplyvňuje schopnosť krajiny spláňať záväzky voči investorom.

### 3. Konsolidovali sme aj v minulosti?

Od vstupu do Eurozóny slovenské vlády viackrát úspešne konsolidovali 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 neboli výrazné. Napriek tomu, že v uvedenom období vlády takmer každoročne fungovali deficitne, Slovensko dokázalo stabilizovať, dokonca aj mierne znižovať úroveň verejného dlhu. Dôvodmi boli priaznivé podmienky na finančných trhoch a vysoký rast ekonomiky (aj kvôli dostatku domácej pracovnej sily) prevyšujúci úročenie verejného dlhu (tzv. negatívny r-g diferenciál). Aktuálna pozícia Slovenska je odlišná v tom, že v nasledujúcich dekádach sa z dôvodu očakávaného nižšieho ekonomického rastu (nedostatok pracovnej sily, zatiaľ neplánované štrukturálne reformy, tzv. pasca stredného príjmu) nedá s týmto vplyvom počítať, na stabilizáciu dlhu na dnešných úrovniach bude potrebné každoročne vytvárať rozpočtové prebytky.

### 4. Ako dlho je potrebné konsolidovať verejné financie, aby dosiahli nízke riziko udržateľnosti?

V súčasnosti sa verejné financie nachádzajú v pásme vysokého rizika dlhodobej udržateľnosti. Výdavkové limity zaväzujú vlády k zlepšovaniu štrukturálneho primárneho salda každoročne o 0,5 percenta HDP, pokiaľ nebude dosiahnuté nízke riziko dlhodobej udržateľnosti. V prípade konsolidácie verejných financií na úrovni požiadaviek výdavkových limitov by sme potrebovali tri volebné obdobia na dosiahnutie nízkeho rizika udržateľnosti. Za týchto predpokladov by sa zadlženosť v priebehu najbližších dvoch dekád pohybovala pri hranici Maastrichtského dlhového kritéria a úrokové náklady by v porovnaní s dneškom ostali 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 ročne v porovnaní so stavom bez konsolidácie.

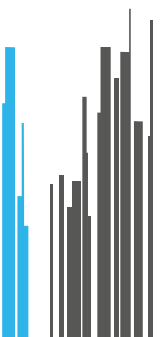
### 5. Bolo by lepšie pristúpiť ku výraznejšej konsolidácii, aj s ohľadom na očakávania trhov, či ratingových agentúr?

Existuje 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. Krátkodobý negatívny vplyv konsolidácie by mohol byť čiastočne tlmený čerpaním prostriedkov z Plánu obnovy.

Razantnejšia konsolidácia by podporila rýchlejšie znižovanie tempa zadlžovania sa, zlepšila pohľad finančných trhov resp. ratingových agentúr na krajinu a priemerná splatnosť dlhu by ostala neohrozená.

Pomohla by výraznejšiemu poklesu prirážok – navyše vlády by v prípade dostatočne kredibilného záväzku konsolidovať verejné financie mohla už vopred využívať benefity zvýšenej dôvery trhov a ratingových agentúr - 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 na zvládnutie demografických zmien, neočakávaných šokov, kríz či klimatických zmien.

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).



## 6. Vieme dosiahnuť požadovaný stav zdravia verejných financií vďaka razantnejšej konsolidácii aj skôr? Aké môže očakávať krajina benefity z rýchlejšieho tempa ozdravovania?

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 doba potrebná na konsolidáciu verejných financií (3 volebné obdobia) s cieľom ich dlhodobej udržateľnosti v zmysle výdavkových limitov dokázala skratiť na polovicu. V tom prípade by verejný dlh klesol pod hranicu 50 percent 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 a o vyššiemu výkonu ekonomiky (v budúcej dekáde porovnaní so stavom bez konsolidácie v priemere o 0,2 percenta ročne rýchlejšie) rástol výraznej pomalšie než v prípade opatrnejšieho konsolidačného plánu.

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

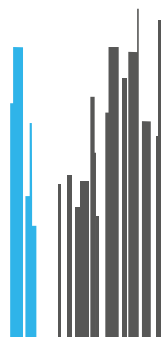
## 7. Čo sú príčiny tohto stavu? Prečo nám dlh rýchlo rastie a úrokové náklady sa zvyšujú?

Medzi príčiny, ktoré budú dlhodobo viesť ku zvyšovaniu úrovne zadlženia, a tak nárastu rizikových prirážok, patria aktuálny stav verejných financií (deficit Slovenska je jedným z najvyšších spomedzi krajín EÚ), jeho nepripravenosť na demografické zmeny, prijímanie opatrení prakticky okamžite a trvalo zatažujúcich verejné financie, odsúvanie nepopulárnych úsporných opatrení na neskôr a prílišný nárast výdavkov súvisiacich so starnutím populácie. 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.

Z pohľadu financovania štátu to znamená, že pokiaľ vláda nepristúpi ku konsolidácii verejných financií, už o 12 rokov môže čeliť problémom s prefinancovaním svojich rýchlo rastúcich dlhodobých záväzkov. S prudším rastom rizikových prirážok však musíme rátať už o 8 rokov. Štát potrebuje v prípade konsolidácie na úrovni výdavkových limitov ozdravovať financie po dobu najbližších 12 rokov (3 volebné obdobia), aby dostatočne znížil tempo rastu zadlžovania, zastavil neúmerný nárast rizikových prirážok a aj nárast rizika defaultu, ktorý by v priebehu najbližšej dekády klesol pod desať percent. V prípade, že by dnešná aj budúce vlády konsolidovali tempom 0,75 percenta HDP ročne, čiže nad úroveň požiadaviek výdavkových limitov, by dosiahnutie tohto stavu trvalo polovičný čas.

## 8. Aktuálna výška verejného dlhu je pod priemerom EÚ. V čom je teda problém?

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. Už dnes máme približne 1 milión starobných dôchodcov, v priebehu tejto dekády ich pribudne približne 200 tisíc. 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 strojnásobí.

### 9. V minulosti sme z dlhov vždy „vyrástli“. Prečo sa na to nemôžeme spoliehať aj v budúcnosti?

Obdobia vysokých, 5 percentných rastov, sa už neprognozujú, aj v tejto oblasti sa prejavuje starnutie populácie – klesajúci podiel ľudí v aktívnom veku. Už v blízkej budúcnosti (bez razantných štrukturálnych reforiem) môžeme preto rátať s menej než polovičným tempom rastu nepresahujúcim 2 percentá ročne a v roku 2040 nebude rast ekonomiky dosahovať ani 1,5 percenta ročne. Preto ani verejné financie nemôžu automaticky rátať s tým, že z dlhu „vyrastíme“.

Ďalším problémom je výška deficitov. Kým slovenský dlh je zatiaľ podpriemerný v EÚ, deficit a teda aj tempo zvyšovania zadlženia sú jedny z najvyšších, ak nie úplne najvyššie v EÚ. Pokiaľ nebudeme konsolidovať, náš dlh zostane pod priemerom EÚ už len krátku dobu.

### 10. 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), o stupeň horšie a s negatívnym výhľadom (Moody's) resp. o dva stupne horšie so stabilným výhľadom (Fitch, najhoršie od roku 2004). Z pohľadu ratingových agentúr je zodpovednosť fiškálnej politiky a stabilizácia dlhu kľúčová. Očakávaná 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 miere, Agentúra Moody's ho ponechala na úrovni A2 s negatívnym výhľadom, nakoľko nepredpokladá zásadnejšiu konsolidáciu verejných financií. Podobne reagovala aj agentúra S&P, zdôvodňujúc svoje rozhodnutie predpokladom takmer dvojnásobnej konsolidácie v porovnaní s požiadavkami výdavkových limitov. Ponechanie stabilného výhľadu od agentúry S&P vychádza z predpokladu ozdravovania verejných financií nad rámec požiadaviek výdavkových limitov, až o 1 % HDP. To by znamenalo zníženie deficitu o 9 miliárd eur do roku 2026, takmer dvojnásobok oproti požiadavkám výdavkových limitov. Agentúra upozorňuje, že súčasné ratingové hodnotenia by mohli byť ohrozené v prípade nedostatočnej konsolidácie v priebehu najbližších troch rokov, pristupovaniu k neštandardným opatreniam zhoršujúcich zdravie verejných financií, či narúšaním inštitucionálnej stability. V prípade nedostatočnej konsolidácie, porušovaním európskych či domácich fiškálnych pravidiel, možno rátať s možnosťou zníženia ratingových hodnotení či nárastom rizikových prírážok.

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 ukazujú, že 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 úrokové sadzby. V súvislosti s politikou ECB a zvýšenej opatrnosti finančných trhov sa ukazuje slovenská ekonomika ako jedna z najzraniteľnejších krajín eurozóny. V súčasnosti sú úrokové sadzby platené za slovenské dlhopisy jedny z najvyšších v Eurozóne (vyše 3 percentá). Rizikové prirážky sa v porovnaní s obdobím pred inflačnou krízou viac než strojnásobili.

### 11. Ako si môžeme predstaviť taký default?

Default, čiže neschopnosť vlády riadne a včas splácať svoje záväzky veriteľom bez dodatočnej pomoci napríklad európskeho záchranného programu, 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 limity - nemožnosť požičať si na trhoch za rozumných podmienok, t.j. pri akceptovateľnom úroku.

V krajnom prípade by bola vláda nútená požiadať o financovanie prostredníctvom európskych záchranných mechanizmov (ESM – 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 financií (program Loans within a macroeconomic adjustment programme). 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. 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.

Hoci Slovensko v svojej modernej histórii default nezažilo, od vstupu do Eurozóny dvakrát čelilo situácii, keď nedokázalo na trhoch predať dlhopisy. Kým v roku 2011 sa pod to podpísala aj európska dlhová kríza, v roku 2020 sa v tom odzrkadľovali obavy investorov z možného politického vývoja v krajine.

### 12. Ako je možné znížiť riziko defaultu?

Konsolidáciou verejných financií, trvalým znižovaním deficitov a prijímaním reforiem dlhodobu 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 zadlženie na prijateľných úrovniach a v budúcnosti a aj mať nízke riziko defaultu.

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

### 13. V čom je pohľad cez optiku konceptu pravdepodobnosti defaultu odlišný oproti pohľadu UDU (tzv. GAP) používaného pri vyhodnocovaní výdavkových limitov?

Zjednodušene sa dá povedať, že tento pohľad je bližšie k optike investorov, ktorí by mohli prestať veriť, že krajina pristúpi k nejakému typu konsolidácie verejných financií (napr. pod tlakom domáceho či európskeho fiškálneho rámca). Očakávania o budúcej schopnosti vlády udržiavať verejné financie

v dobrej kondícii totiž zohľadňujú investori financujúci verejný dlh s časovým predstihom. Pomocou tohto prístupu vieme indikovať, kedy sa začína strácať ich dôvera, resp. kedy stúpne riziko, že odmietnu financovať náš dlh alebo budú ochotní ho financovať len za prísnejších podmienok. Ukazovateľ rizika defaultu a rizikové prirážky s ním spojené majú signalizačnú úlohu (nezodpovedajú prirážkam, ktoré budú účtované na dlhodobé záväzky krajiny, ktorej technický default nastal už pred nejakou dobou).

Tempo konsolidácie určenej podľa výdavkových limitov vychádza z konceptu ukazovateľa dlhodobej udržateľnosti (UDU/GAP), ktorý RRZ používa primárne na vyhodnotenie solventnosti. UDU 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. V prípade, že UDU dosahuje hodnoty nad 5% HDP, financie sú vo vysokom riziku, pri hodnotách medzi 1 a 5 percentami HDP sú v strednom riziku – v oboch prípadoch je vláda viazaná znižovať štrukturálny primárny deficit o 0,5 percenta HDP ročne, až pokiaľ nedosiahne nízke riziko udržateľnosti verejných financií (UDU v rozmedzí 0 až 1 percento 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 zvýrazňuje negatívny vplyv dnes realizovaných výdavkov. Umožňuje vyhodnotiť vývoj rizika defaultu v čase a prepojiť ho s reálnymi nákladmi, čiže rizikovými prirážkami. Vychádzame pri ňom z konceptu fiškálneho limitu, ktorý predstavuje maximálnu úroveň čistého dlhu, ktorú ešte vie vláda dlhodobo obslúžiť. 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 mimoriadne dôležité.