

26. októbra 2022

## Pripravte sa na horšie časy, varujú finančné trhy

Odhad vplyvu rastúcich výnosov štátnych dlhopisov na celkové úrokové náklady a udržateľnosť slovenského dlhu

Marek Kálovec, Juraj Šuchta

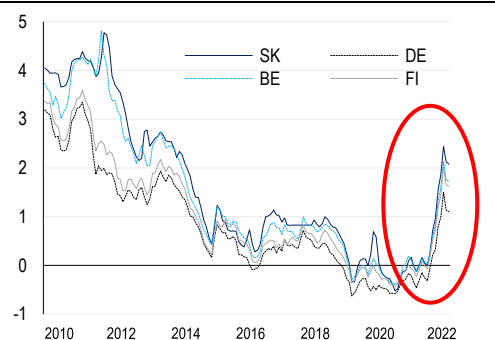
**Aktuálny vývoj na finančných trhoch výrazne mení podmienky refinancovania verejného dlhu. Úroková sadzba na 10-ročnom slovenskom dlhopise vzrástla až o 2 percentuálne body oproti koncu roka 2021 a rast vidíme aj na krátkych splatnostiach. Nárast celkových úrokových nákladov v najbližších rokoch dočasne absorbuje nahromadená hotovostná rezerva počas pandémie a dosiahnuté predĺženie splatnosti súčasného portfólia dlhu. V dlhodobom horizonte však už úrokové náklady bez adekvátnej reakcie vlády citelne porastú. Najnovšia simulácia ukazuje, že úrokové náklady sa bez zníženia deficitu do konca súčasnej dekády takmer strojnásobia (z 0,8 % na 2,3 % HDP). Zadlženie by zároveň presiahlo historických 70 % HDP. Naopak, postupné ozdravenie verejných financií, znižovaním štrukturálneho deficitu o 0,5 % HDP každoročne až do mierneho prebytku, by náklady na obsluhu dlhu stabilizovalo a dlh dostalo na udržateľnú trajektóriu. Vývoj na finančných trhoch tak ešte silnejšie nabáda k predstaveniu konkrétnych opatrení na postupné vyrovnanie hospodárenia verejnej správy.**

**Slovensko v poslednej dekáde čelilo mimoriadne priaznivým podmienkam na finančnom trhu.** V roku 2014 Európska centrálna banka v reakcii na dlhovú krízu eurozóny aktivovala program nákupu aktív (APP), ktorý v prostredí priaznivého ekonomického vývoja v priebehu nasledujúcich siedmich rokov uvoľnil tlak na výnosy štátnych dlhopisov krajín eurozóny (Graf 1). ECB tento program v roku 2020 doplnila ešte o dočasný pandemický nástroj PEPP. Obdobie nízkych výnosov od roku 2014 zaznamenalo aj Slovensko: 10-ročné dlhopisy dosahovali v tomto období priemernú úrokovú mieru na úrovni okolo 0,6 % ročne. Priemerný výnos emisií dlhopisov za posledných desať rokov klesol o 3,7 p.b.

**Od roku 2022 sa situácia na finančných trhoch z pohľadu refinancovania štátu výrazne mení.** Ministerstvo financií ešte minulý rok v čase tvorby rozpočtu očakávalo len veľmi mierny rast výnosov z 10-ročných dlhopisov SR. Predpokladalo sa, že výnosy stúpnu do roku 2024 len na úroveň 1,6 %, čím sa úroveň celkových úrokových nákladov udrží pod 1 % HDP. Pokračujúce problémy v dodávateľsko-odberateľských reťazcoch a vplyv konfliktu na Ukrajine na ceny energií a komodít od začiatku roka 2022 však dramaticky vyhnali spotrebiteľskú infláciu nahor a zmenili inflačné očakávania investorov. V reakcii na stúpajúcu infláciu ECB najprv ukončila programy nákupu aktív a neskôr zdvihla aj úrokové sadzby. Toto spoločne predstavovalo v krátkom čase impulz pre rast výnosov na dlhopisoch krajín eurozóny, vrátane Slovenska (Graf 1). Došlo tak k celkovej a výraznej zmene tvaru výnosovej krivky smerom nahor (Graf 2). **To sa prejavilo aj na priemerných výnosoch nových emisií, ktoré oproti predpokladom rozpočtu narástli celkovo o 2 p. b.**

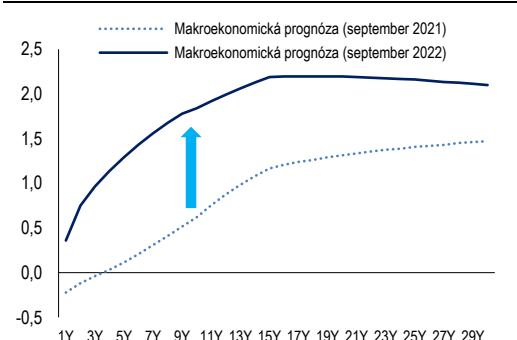
Posledná dekáda bola spojená s rapidným poklesom nákladov na financovanie dlhu, no ohlásený nový kurz monetárnej politiky ECB a neistota spôsobili nemalé turbulencie na finančných trhoch.

**Graf 1: Výnosy 10-ročných dlhopisov vybraných krajín eurozóny (mesačne, %)**



Pozn.: Údaje ku koncu augusta 2022 v súlade s makroekonomickou prognózou MF SR. Zdroj: IFP

**Graf 2: Odhad výnosovej krivky štátnych dlhopisov SR pre rok 2022 (% p. a.)**

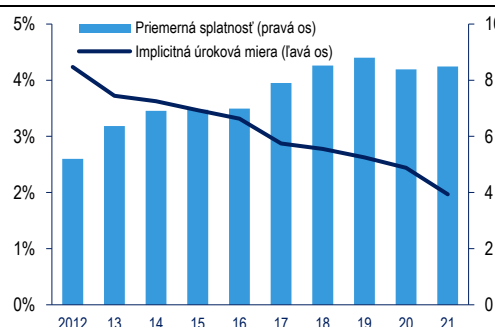


Zdroj: IFP

V krátkom horizonte sa slovenské verejné financie ešte pod výrazný tlak nedostanú.

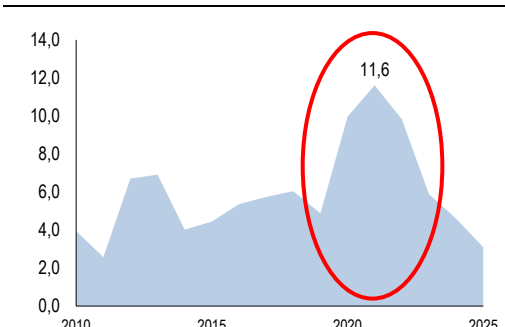
**Vplyv nárastu úrokových sadzieb sa na nákladoch štátu prejaví len postupne.** Napriek skokovému nárastu úrokov na dlhopisoch sa neočakáva prudký rast úrokových nákladov verejného dlhu. Sú na to dva hlavné dôvody. Prvým je priemerná splatnosť štátneho dlhu. Tá v súčasnosti predstavuje 8,5 roka (Graf 3) a dnes očakávané vyššie sadzby ovplyvňujú len novoemitovaný dlh, resp. jeho refinancovanú časť. Slovensko v roku 2022 prefinancuje okrem plánovaného deficitu len 1,3 mld. eur z celkových 61,3 mld. eur nominálneho hrubého dlhu, teda 2 %. Druhým dôvodom je, že časť finančných potrieb štátu sa vykryje prostriedkami zo súčasnej vysokej zásoby likvidných aktív. Po vypuknutí pandémie COVID-19 totiž došlo k výraznému nárastu likvidných rezerv – v priebehu rokov 2020 a 2021 dokonca pri najnižších priemerných sadzbách v histórii emisií. Celkové likvidné finančné aktíva verejnej správy<sup>1</sup> sa v tomto období zvýšili na rekordné úrovne presahujúce 10 % HDP (Graf 4).

**Graf 3: Priemerná splatnosť dlhopisov SR (roky) a implicitná úroková miera (%)**



Pozn.: Implicitná úroková miera – podiel platených úrokov na existujúcom dlhu verejnej správy. Zdroj: ARDAL, IFP

**Graf 4: Likvidné finančné aktíva štátu vrátane hotovostnej rezervy (% HDP)**



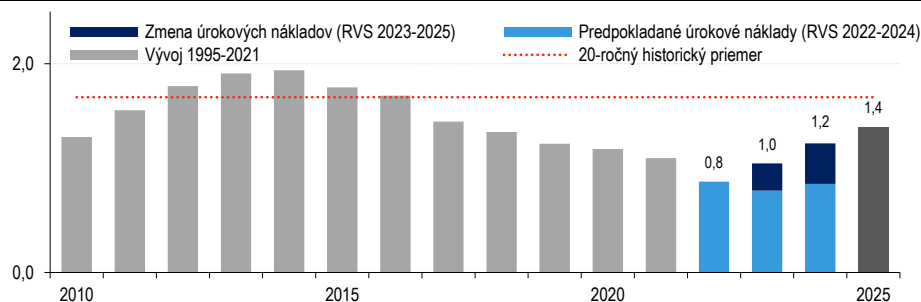
Zdroj: ARDAL, IFP

**V nasledujúcich troch rokoch úrokové náklady narastú, stále však budú v pomere k HDP pod historickým priemerom.** Do roku 2025 sa prefinancuje vyše 20 % hrubého dlhu, čo sa už prejaví na vyšších úrokových nákladoch. Nové emisie navýšia úrokové náklady približne o 0,3 % HDP v 2023 a 0,4 % HDP v 2024 v porovnaní s očakávaniami z minulého roku (Graf 5).<sup>2</sup> Aktuálny rozpočet verejnej správy predpokladá úrokové náklady v 2025 v objeme 1,4 % HDP, stále pod historickým priemerom a pre rozpočet by zatiaľ nemali predstavovať vážnejší problém.

<sup>1</sup> Likvidné finančné aktíva predstavujú hotovosť subjektov verejnej správy (99 %) – pozitívne zostatky na účtoch centrálnej vlády a jej rozpočtových organizácií, samosprávy a ostatných subjektov verejnej správy. Významnú časť tejto hotovosti tvorí tzv. hotovostná rezerva ARDAL na financovanie potrieb štátu.

<sup>2</sup> Časť nárastu úrokových nákladov je spôsobená očakávaným horším fiškálnym výhľadom oproti jeseni 2021.

**Graf 5: Vývoj úrokových nákladov SR (ESA 2010; % HDP)**



Pozn.: Zmena úrokových nákladov len na horizonte do 2024 z dôvodu strednodobého fiškálneho rámca Rozpočtu verejnej správy na roky 2022-2024 (RVS 2022-2024). Úrokové náklady v 2025 podľa RVS 2023-2025. Zdroj: ARDAL, IFP

**Simulácia vývoja úrokových nákladov na dlhodobejšom horizonte**

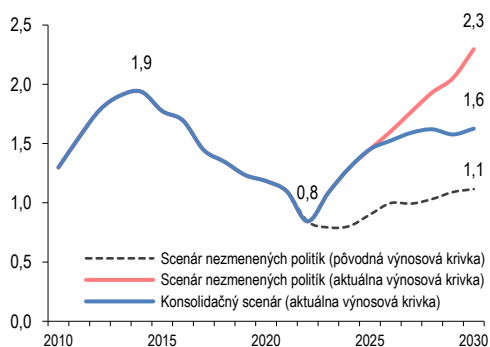
**Na dlhodobom horizonte a bez adekvátnej reakcie vlády by už mohli úrokové náklady aj dlh neudržateľne rásť.** Bez dodatočných konsolidačných opatrení (scenár nezmenených politik) by sa úrokové náklady do roku 2030 oproti súčasnosti (0,8 % HDP) strojnásobili na 2,3 % HDP, t. j. dokonca nad úroveň z obdobia dlhovej krízy eurozóny (1,9 %). Postupne sa prehlbujúci deficit, najmä pod vplyvom starnutia populácie a aj nepriaznivej východiskovej pozície<sup>3</sup>, vedie k razantnejšiemu rastu dlhu, čo sa prejavuje na ďalšom raste úrokových nákladov (Graf 6) a vývoji hrubého zadĺženia (Graf 7). Pri raste dlhu nad 60 % HDP sa už prejavujú aj dodatočné náklady z rizikovej prírážky, ktoré dlh na celom horizonte dodatočne mierne zvyšujú.

**Naopak, za predpokladu ozdravenia verejných financií od 2024, v súlade s deklarovaným plánom vlády<sup>4</sup>, sa úrokové náklady a vývoj dlhu stabilizujú.** Hoci po roku 2025 by aj po začatí ozdravovania verejných financií došlo k postupnému rastu nákladov na správu dlhu, ich vývoj by nebol dramatický a na horizonte 2030 by sa úrokové náklady stabilizovali okolo úrovne 1,6 % HDP. Práve postupné znižovanie deficitu verejnej správy zabezpečí pomalší rast úrokových nákladov a ich stabilizáciu. Zo simulácie (Graf 6) na základe pôvodnej výnosovej krivky (makroekonomická prognóza zo septembra 2021) je zároveň zrejmé, že práve zmena podmienok na finančných trhoch umocňuje problém s demografickým vývojom a konsolidácia sa tak stáva nevyhnutnou a neodkladnou<sup>5</sup>.

Rast úrokových nákladov sa prejaví najmä po roku 2023 a výraznejšie až ku koncu tejto dekády.

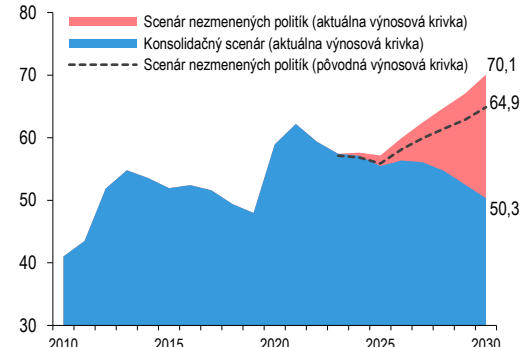
Stabilizácia nákladov dlhovej služby ako aj hrubého dlhu si bude vyžadovať aktívnu konsolidáciu.

**Graf 6: Simulácia vývoja úrokových nákladov (% HDP)**



Zdroj: IFP

**Graf 7: Dlhodobá prognóza vývoja hrubého dlhu SR (% HDP)**



Zdroj: IFP

<sup>3</sup> Východisková pozícia predstavuje vysokú úroveň zadĺženia verejnej správy odrážajúc vývoj verejných financií v minulosti a dodatočný efekt pandémie COVID-19.

<sup>4</sup> Plán vlády zatiaľ neobsahuje bližšie špecifikované opatrenia na dosiahnutie cieľov.

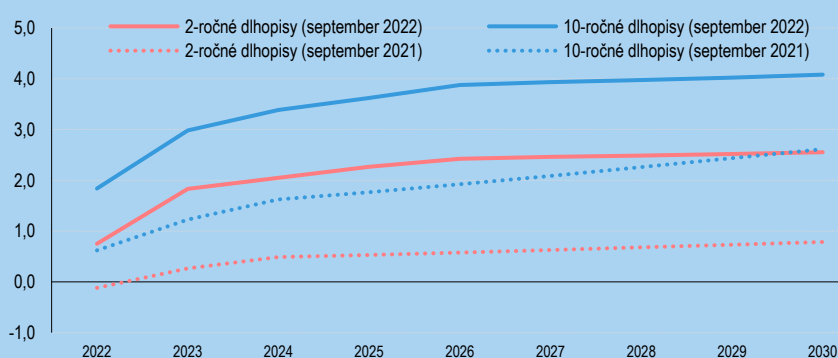
<sup>5</sup> K rastu úrokových nákladov by došlo aj pri očakávaných výnosoch z jesene 2021, no oveľa miernejšie. Simulácia vývoja v scenári nezmenených politik s pôvodne predpokladanými sadzbnami ukazuje, že do roku 2030 by úrokové náklady vzrástli na 1,1% HDP.

## BOX – Simulácia dlhodobých vplyvov výnosov na úrokové náklady

**Metodika simulácie dlhodobých vplyvov výnosov na úrokové náklady vychádza z odhadu výnosovej krivky do roku 2030 a nových emisií zachovávajúc historický priemer splatnosti existujúceho dlhu.** Pre odhad dlhodobých vplyvov na úrokové náklady bola použitá simulácia výnosovej krivky SR do roku 2030. Výnosy v období za horizontom aktuálnej makroekonomickej prognózy IFP pre jednotlivé splatnosti (po roku 2025) kopírujú dynamiku vývoja futures kontraktov viažucich sa k referenčnej sadzbe €STR. Keďže štátne dlhopisy sú vydané s fixným úrokom, vplyv vyšších sadzieb na úrokové náklady sa tak prejavuje len na nových emisiách. Ich objem je zase závislý od celkových potrieb financovania<sup>6</sup>. Nové emisie dlhopisov za horizontom 2025 tak v každom roku predstavujú výšku, ktorá pokryje predpokladaný schodok vrátane úrokových nákladov<sup>7</sup>, očakávaný maturujúci dlh a udrži nezmenenú úroveň hotovostnej rezervy z roku 2025. Pre zjednodušenie bol pri samotnej štruktúre emisií nových dlhopisov použitý predpoklad splatností, ktorý zodpovedá 10-ročnému historickému priemeru váženej splatnosti portfólia dlhu.

**Pre odhad budúcich potrieb financovania v rámci deficitu za horizontom roku 2025 boli použité tri scenáre vývoja schodku verejnej správy.** *Konsolidačný scenár* vychádza z národných fiškálnych pravidiel<sup>8</sup>, *scenár nezmenených politík* z predpokladu vývoja bez konsolidácie a s vplyvom starnutia populácie na deficit. Tretí *scenár nezmenených politík* rovnako predpokladá vývoj bez konsolidácie a vplyv starnutia populácie, stojí ale na pôvodnej dlhodobej výnosovej krivke (vychádzajúc z makroekonomickej prognózy zo septembra 2021).

**Graf 8: Simulovaný dlhodobý vývoj výnosov 2 a 10-ročných dlhopisov v scenári septembrovej makroprognózy v 2021 a 2022 (% p. a.)**



Zdroj: IFP

**Projekcia hrubého dlhu zachytáva predpokladaný vývoj verejných financií v každom z použitých scenárov, zodpovedajúcu zmenu úrokových nákladov a likvidity verejnej správy.** Prvý alternatívny scenár vývoja deficitu verejnej správy (konsolidačný scenár) vychádza z implementácie fiškálnych pravidiel od roku 2024. Jeho podstatou je znižovať štrukturálny deficit každý rok o 0,5 p. b. HDP<sup>9</sup>. Scenáre nezmenených politík naopak počítajú s vývojom verejných financií bez aktívnej konsolidácie a s vplyvom starnutia populácie. Odhad vývoja hrubého dlhu SR

<sup>6</sup> Hrubé potreby financovania predstavujú tri zložky, ktoré je potrebné finančne pokryť – schodok hospodárenia vlády bez úrokových nákladov (primárne saldo), úrokové náklady z existujúceho dlhu a splatnosti maturujúcich dlhopisov, úverov a pokladničných poukázok.

<sup>7</sup> Súčasťou kvantifikácie úrokových nákladov je predpoklad nezmenených nákladov na zdroje zo Štátnej pokladnice.

<sup>8</sup> Národné fiškálne pravidlá predstavujú nové pravidlo výdavkových limitov a predpokladané sankcie zatiaľ v parlamente neschválenej novely ústavného zákona o rozpočtovej zodpovednosti. Konsolidačný scenár zodpovedá medziročnej konsolidácii štrukturálneho deficitu o 0,5 % HDP od roku 2024, čo odzrkadľuje najmä sankcie dlhovej brzdy. Tie majú mierne odlišný prístup v porovnaní s výdavkovými limitmi, ktoré ako bázu pre konsolidáciu využívajú scenár nezmenených politík RRZ.

<sup>9</sup> Daný scenár predstavuje isté zjednodušenie, nakoľko presný vývoj salda bude daný až finálnou podobou dlhovej brzdy a makrofiškálnych prognóz.

v každom z použitých scenárov predpokladá, že jeho nominálna úroveň sa mení v závislosti od (1) primárneho schodku verejnej správy, (2) úrokových nákladov z existujúceho dlhu a z vplyvu zmien v hotovostnej rezerve v rámci (3) zosúladenia deficitu a dlhu<sup>10</sup>. V oboch scenároch nezmenených politik, vzhľadom na vývoj hrubého dlhu, je súčasťou projekcie aj prípadný rast rizikovej prírážky.

**Tabuľka 1: Predpoklady scenára nezmenených politik (% HDP) s aktuálnou výnosovou krivkou (september 2022)**

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>Primárne saldo</b>	<b>-5,3</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,6</b>	<b>-3,2</b>
<b>z toho:</b>								
Náklady starnutia populácie			0,2	0,4	0,6	0,9	1,1	1,3
Úrokové náklady	1,1	1,3	1,5	1,6	1,8	1,9	2,1	2,3
<b>Hrubý dlh</b>	<b>57,4</b>	<b>57,6</b>	<b>57,1</b>	<b>59,9</b>	<b>62,4</b>	<b>64,8</b>	<b>67,0</b>	<b>70,1</b>
Implicitná úroková miera (%)	2,1	2,4	2,7	2,9	3,1	3,2	3,3	3,6
Výnos 10-ročného dlhopisu (%)	3,0	3,4	3,6	3,9	3,9	4,0	4,0	4,1
Rast nominálneho HDP (%)	12,7	6,4	6,6	3,7	3,7	3,8	3,9	3,8

Zdroj: IFP

**Tabuľka 2: Predpoklady konsolidačného scenára (% HDP) s aktuálnou výnosovou krivkou (september 2022)**

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>Primárne saldo</b>	<b>-5,3</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>
<b>z toho:</b>								
Náklady starnutia populácie			0,2	0,4	0,6	0,9	1,1	1,3
Úrokové náklady	1,1	1,3	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6
<b>Hrubý dlh</b>	<b>57,4</b>	<b>57,1</b>	<b>55,5</b>	<b>56,4</b>	<b>56,1</b>	<b>54,7</b>	<b>52,5</b>	<b>50,3</b>
Implicitná úroková miera (%)	2,1	2,4	2,7	2,9	2,9	3,0	3,0	3,2
Výnos 10-ročného dlhopisu (%)	3,0	3,4	3,6	3,9	3,9	4,0	4,0	4,1
Rast nominálneho HDP (%)	12,7	6,4	6,6	3,7	3,7	3,8	3,9	3,8

Zdroj: IFP

**Tabuľka 3: Predpoklady scenára nezmenených politik s pôvodnou výnosovou krivkou (september 2021)**

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>Primárne saldo</b>	<b>-5,3</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,6</b>	<b>-3,2</b>
<b>z toho:</b>								
Náklady starnutia populácie			0,2	0,4	0,6	0,9	1,1	1,3
Úrokové náklady	0,8	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1
<b>Hrubý dlh</b>	<b>57,1</b>	<b>56,8</b>	<b>55,9</b>	<b>58,1</b>	<b>59,9</b>	<b>61,4</b>	<b>62,8</b>	<b>64,9</b>
Implicitná úroková miera (%)	1,5	1,5	1,7	1,9	1,8	1,8	1,8	1,8
Výnos 10-ročného dlhopisu (%)	1,2	1,6	1,8	1,9	2,1	2,3	2,4	2,6
Rast nominálneho HDP (%)	12,7	6,4	6,6	3,7	3,7	3,8	3,9	3,8

Zdroj: IFP

<sup>10</sup> Zosúladenie deficitu a dlhu zachytáva rozdiely v zmene hrubého dlhu a výške deficitu verejnej správy. Pozostáva z čistého nadobudnutia aktív (napr. hotovosť verejnej správy), úpravy dlhu (napr. diskont pri emisii) a štatistických rozdielov vrátane rozdielov medzi aktuálnym a hotovostným zaznamenaním deficitu.