

Praktické skúsenosti Agentúry pre riadenie dlhu a likvidity s uplatňovaním Zákona o rozpočtovej zodpovednosti

Ústavný Zákon o rozpočtovej zodpovednosti (ďalej len „[Zákon](#)“) je účinný od roku 2012. Jeho návrh vznikol v búrlivom období vrcholiacej dlhovej krízy v Európe a v politickom prostredí blížiacich sa predčasných volieb na Slovensku. Východiskovou filozofiou tohto zákona bolo zamedzenie nekontrolovateľného zadlžovania štátu zo strany politikov a vyvinutie tlaku na zabezpečenie dlhodobej, udržateľnej a zodpovednej rozpočtovej politiky budúcich vlád.

Niekoľkoročné praktické uplatňovanie Zákona na operatívnej úrovni riadenia dlhu odhalilo aj jeho praktické nedostatky. Zákon neplánovane spojil tvorbu nového dlhu, ktorý vzniká prostredníctvom rozhodnutí politických predstaviteľov, s jeho financovaním. Kľúčovým problémom na operatívnej úrovni riadenia dlhu je nastavenie tohto zákona na **hrubý dlh**, ktorý obmedzuje napríklad predzásobenie sa štátu lacnejšou hotovosťou, ak sú na to vhodné trhové podmienky. Súčasné znenie Zákona výrazne obmedzilo flexibilitu pri riadení dlhu a likvidity štátu, za cenu väčších finančných rizík a spravidla aj väčších súvisiacich nákladov.

Najjednoduchším technickým riešením a vylepšením tohto Zákona je odporúčaný prechod na **čistý dlh** (hrubý dlh mínus finančné aktíva štátu), čím sa zabezpečí oddelenie tvorby reálneho dlhu od jeho financovania.

Zákon bol schválený ako reakcia na svetovú finančnú a hospodársku krízu, ktorá sa následne postupne transformovala do krízy dlhovej. Prijatie zákona predchádzala „búrka“ na európskych finančných trhoch, keď na jeseň 2011 mali aj tí najspoľahlivejší dlžníci (napr. Nemecko s ratingom AAA) problém s financovaním svojich bežných potrieb a s refinancovaním dlhu. V podobnej situácii bolo aj Slovensko, keď muselo zrušiť ohlásenú benchmarkovú emisiu štátnych dlhopisov z dôvodu obmedzeného dopytu investorov a nečakaného pádu vlády. Následne bol v aukciách štátnych dlhopisov takmer nulový dopyt a financovanie štátneho rozpočtu, splácanie záväzkov štátu a zabezpečovanie likvidity štátnej pokladnice realizovala ARDAL niekoľko mesiacov výhradne z hotovostnej rezervy štátu.

V tejto ekonomicko-politickej atmosfére bol prijatý Zákon, ktorého hlavným cieľom bolo obmedziť nekontrolovateľné zadlžovanie štátu, zlepšenie jeho kredibility a postupné znižovanie štátneho dlhu s cieľom dlhodobo udržateľného stavu verejných financií.

Zmyslom prijatia Zákona bolo v oblasti riadenia štátneho dlhu najmä:

- Vyvinúť dlhodobý tlak na politikov na vykonávanie zodpovednej rozpočtovej politiky, ktorej výsledkom bude postupné znižovanie veľkosti verejného dlhu a dlhodobo udržateľné verejné financie;
- Prostredníctvom výdavkových stropov zabezpečiť, aby politici v dobrých časoch nezneužívali hospodársky rast na neodôvodnený rast dlhov;
- Posilniť fiškálnu kredibilitu štátu, ktorá zvyšuje dôveru finančných trhov a medzinárodných inštitúcií voči dlhodobej udržateľnosti verejných financií Slovenska;
- Zabezpečiť transparentnosť a zrozumiteľnosť komunikovaných údajov o stave a vývoji zadlženosti verejnej správy širokej verejnosti.

Zákon nadobudol účinnosť v marci 2012 a bol prijatý bez predchádzajúcej verejnej odbornej diskusie. Do slovenskej finančnej legislatívy zaviedol medzinárodne používaný ukazovateľ celkového verejného dlhu v pomere k veľkosti HDP, jeho horný limit a zároveň hranice pod horným limitom, prekročenie ktorých je sankcionované. Prekročenie ktorejkoľvek z týchto hraníc k 31.12. bežného roka znamená spustenie príslušného sankčného mechanizmu. Hodnota hrubého verejného dlhu k HDP k 31.12. je zverejňovaná v apríli a potvrdzovaná v októbri nasledujúceho roka Eurostatom.

Ukazovateľ hrubého dlhu v pomere k HDP vychádza z maastrichtských pravidiel podľa metodiky Eurostatu (hranica na úrovni 60 %), ktoré sledujú a porovnávajú hrubý verejný dlh jednotlivých krajín. Podľa znenia článku 5, ods. 2 tohto Zákona „Výška dlhu je výška dlhu Slovenskej republiky, ktorú aktuálne zverejnila Európska komisia (Eurostat) vyjadrená ako percentuálny podiel na hrubom domácom produkte.“

Zákon nechceme spojiť dva relatívne nezávislé procesy – **tvorbu dlhu** a **financovanie dlhu**. Tieto procesy sa síce vzájomne ovplyvňujú, ale ich podstata je iná.

Tvorba dlhu vyplýva z rozhodnutí politických predstaviteľov. Zjednodušene je možné ju chápať ako záporný rozdiel medzi príjmami a výdavkami štátu. Cieľom Zákona by malo byť čo najviac regulovať a obmedzovať práve tvorbu dlhu. Znenie Zákona, ktoré je účinné bez zmeny od roku 2012, neumožňuje naplniť tento cieľ bez vedľajších negatívnych vplyvov na financovanie dlhu.

Financovanie dlhu je naopak proces, ktorý je vyvolaný tvorbou nového dlhu. Okrem financovania novovytvoreného dlhu je potrebné refinancovať aj splatný existujúci dlh. Tento proces je v kompetencii ARDAL. Metodika Eurostatu však považuje za dlh záväzky štátu, ktoré vyplývajú z jeho financovania. Z toho vyplýva, že Zákon reguluje viac financovanie dlhu, než jeho tvorbu. Financovanie dlhu pritom vzhľadom na svoju závislosť od podmienok na finančných trhoch potrebuje byť dostatočne flexibilné a malo by byť časovo nezávislé a jasne oddelené od tvorby dlhu.

Kľúčovým problémom je predovšetkým nastavenie filozofie zákona, ktorá verejný dlh pre účel regulácie špecifikuje ako hrubý verejný dlh.

Hrubý dlh v porovnaní s čistým dlhom nezohľadňuje likvidné finančné aktíva štátu, napríklad hotovostnú rezervu. To znamená, že akákoľvek pôžičková finančná operácia štátu na strane jeho pasív zväčšuje jeho hrubý verejný dlh, aj keď získané finančné prostriedky neboli minuté. Touto operáciou sa zvýšia finančné aktíva štátu a čistý dlh sa nezmení.

Príklady finančných operácií štátu, pri ktorých vzniká záväzok a zároveň narastajú finančné aktíva (zostatok na účte):

- predaj štátnych cenných papierov investorom,
- prijatie úveru,
- krátkodobá pôžička na peňažnom trhu,
- rast zdrojov štátnej pokladnice klientov nepatriacich do okruhu verejnej správy,
- prijatie kolaterálu súvisiace s operáciami, ktoré zabezpečujú dlhové portfólio proti kurzovým alebo iným rizikám.

Pri všetkých týchto operáciách sa popri zvyšovaní hrubého dlhu zvyšuje aj hotovostná rezerva a nedochádza tak ku skutočnému rastu zadĺženia štátu. Financovanie dlhu by malo byť od tvorby dlhu a reálneho mŕtania verejných zdrojov oddelené, najmä časovo nezávislé.

V čase, kedy sa ukazovateľ pomeru verejného dlhu voči HDP pohybuje blízko hraníc, keď sa automaticky spúšťajú príslušné sankčné mechanizmy (čo bolo počas celej doby platnosti Zákona), znenie Zákona spôsobuje problémy pri riadení a financovaní štátneho dlhu najmä v týchto súvislostiach:

Tlak na riadenie dlhu v závere roka. Súčasné znenie Zákona rozhodujúcim spôsobom komplikuje financovanie dlhu najmä v závere roka, keď je snahou politikov bez ohľadu na stranícku príslušnosť optimalizovať (znižovať) veľkosť hrubého dlhu. Namiesto redukcie výdavkov rozpočtu sa volí cesta zmenšovania hotovostnej rezervy (väčšie výdavky nie sú kryté nárastom dlhu, ale poklesom hotovostnej rezervy) za cenu väčšieho likviditného a refinančného rizika.

Na splátky záväzkov nie je možné pripraviť sa postupne. Financovanie splatných záväzkov – dlhu a zabezpečovanie likvidity sú činnosti, ktoré vyplývajú z peňažných tokov štátu a Štátnej pokladnice. Plnenie záväzkov nie je možné odložiť, zmenšiť, ani previesť na iný subjekt, štát musí byť každý deň schopný plniť svoje záväzky v plnej hodnote. Má záväzky z vydávania dlhopisov v rámci portfólia štátneho dlhu, pričom najväčšie záväzky splatné v jeden deň môžu presiahnuť hodnotu 3 mld. Eur. Na splatenie záväzkov podobnej veľkosti obvykle nestačí hotovostná rezerva štátu (ktorú sa snažia politici udržiavať prirodzene čo najmenšiu). Preto je potrebné postupne získavať a akumulovať finančné prostriedky v dostatočnom predstihu, najmä z predaja štátnych dlhopisov. Tento proces trvá obvykle niekoľko mesiacov.

Presné údaje o dlhu verejnej správy a HDP sú známe s výrazným časovým oneskorením. Nakoľko je metodika Eurostatu pomerne komplikovaná a nejednoznačná, vedenie rezortu financií nikdy v závere roka exaktne nepozná veľkosť hrubého dlhu verejných financií. Nie je zrejmé, ktoré položky budú uznané ako verejný dlh a ktoré nie. Nie sú presne známe ani údaje o zadĺžení niektorých iných subjektov verejnej správy (napr. miest a obcí). Notifikácia hrubého dlhu je známa až v apríli (4 mesiace od rozhodujúceho dátumu 31.12., ku ktorému je potrebné riadiť pozíciu dlhu) a jej spresnenie býva v októbri. To prispieva k vytváraniu umelého tlaku minimalizovať vydávanie dlhopisov a získavanie zdrojov najmä v závere roka a kompenzovať tak možné riziká vyplývajúce z neistoty veľkosti hrubého verejného dlhu. Táto skutočnosť zhoršuje riziko refinancovania štátu a neobmedzuje úrokové riziko budúcich nákladov nových štátnych dlhopisov. Zároveň prináša neštandardné a menej predvídateľné správanie štátu ako emitenta na trhu, ktoré je negatívne hodnotené investormi a ratingovými agentúrami.

Nemožnosť predzásobenia hotovosťou ubera flexibilitu pri riadení dlhu a likvidity. Pred účinnosťou tohto Zákona nebolo vydávanie dlhopisov obmedzované a krytie štátneho dlhu a deficitu štátneho rozpočtu bolo možné optimalizovať, napríklad vydávaním dlhopisov do zásoby v prípade dobrých trhových podmienok. Predzásobenie (veľkosť hotovostnej rezervy) je aj predmetom záujmu ratingových agentúr pri hodnotení krajiny. V čase trhových porúch a pri obmedzenom prístupe štátu na trh štát dokázal pred účinnosťou tohto Zákona bez rizika splácať svoje záväzky z takto vytvorených rezerv. Týmto spôsobom sa dalo výrazne ušetriť aj na nákladoch na štátny dlh v prípade očakávaného rastu úrokových sadzieb. Je to obvyklý spôsob riadenia dlhového portfólia využívaný vo všetkých štátoch s moderným riadením verejných financií.

V snahe kompenzovať rast hrubého dlhu na konci roka, štát spätne odkupuje vydané štátne dlhopisy pred splatnosťou od investorov. Od roku 2012 ARDAL spätne odkúpila štátne dlhopisy v hodnote viac ako 5 mld. Eur za trhové ceny. Vzhľadom na výrazný pokles úrokových sadzieb záujem zo strany investorov o spätný predaj výrazne klesá a štát má stále väčší problém optimalizovať veľkosť hrubého dlhu na konci roka. Odkupovanie štátnych dlhopisov môže byť vo väčšom rozsahu aj finančne nákladné

a organizačne náročné. Navyše, ak investori poznajú pozíciu štátu, zvyšuje sa tým tlak na výnos a cenu odkupovaného dlhopisu.

Nemožnosť predzásobenia zvyšuje riziká. Zákon vytvára tlak na ARDAL vydávať dlhopisy tesne pred splatnosťou aktuálne splatných dlhopisov, čím sa zhoršuje – zväčšuje refinančné a úrokové riziko. Spôsobuje to problém aj s napĺňaním Stratégie štátneho dlhu, lebo Zákon nepriamo určuje aké dlhopisy a kedy ponúkať investorom. To vedie k využívaniu hotovostnej rezervy na bežné financovanie. V prípade náhleho rastu úrokových sadzieb môže dlhová služba a štátny rozpočet dosiahnuť ďalšie straty a zväčšiť riziká, nakoľko bude musieť akceptovať zvýšené úrokové sadzby a financovať aktuálne splatné záväzky za akúkoľvek cenu. Navyše pozícia štátu nie je bezpečná, lebo môže nastať situácia, že splatné záväzky nebudú finančne kryté, čo môže spôsobiť insolventnosť štátu s následkami na jeho dôveryhodnosť a rating.

Nedostatočná diverzifikácia investorského portfólia a nevyužívanie špeciálnych finančných nástrojov. Slovensko má špecifický nerozvinutý domáci finančný trh, ktorý je ovplyvnený najmä jeho veľkosťou. V súčasnosti a ani v najbližších rokoch nie je a nebude schopný pokryť finančné potreby štátu. Vzhľadom na možnosť vzniku trhových porúch a finančných kríz je potrebné postupne diverzifikovať investorskú bázu prítomnosťou na ostatných finančných trhoch mimo eurozóny a využívať špeciálne finančné nástroje (privátne umiestnenie emisie, zelené dlhopisy a pod.). Súčasné nastavenie Zákona obmedzuje využívať tieto doplnkové možnosti financovania vzhľadom na ich časovú náročnosť, ktorá je prekážkou pri riadení pozície hrubého dlhu najmä v závere bežného roka.

ARDAL navrhuje zmeniť sledovanie a vyhodnocovanie hrubého dlhu na sledovanie a vyhodnocovanie čistého dlhu (čistý dlh = hrubý dlh mínus finančné aktíva štátu). Tým sa zabezpečí oddelenie tvorby reálneho dlhu od jeho financovania. To znamená, že dlhopisy budú môcť byť vydávané – predávané optimálne podľa potreby (dobré trhové podmienky, plnenie Stratégie štátneho dlhu a pod.) bez zväčšenia skutočného zadĺženia (získané prostriedky skončia na účte hotovostnej rezervy) a nebudú minuté vo forme výdavkov. Hodnota vydaných dlhopisov do zásoby bude odpočítaná od hrubého dlhu, nakoľko tieto zdroje budú súčasťou finančných aktív štátu – hotovostných rezerv.

Takéto riešenie odstráni prevažnú väčšinu problémov, ktoré sú spôsobené súčasným znením Zákona. Riadenie dlhu sa bude môcť vykonávať oveľa efektívnejšie s väčšou flexibilitou v načasovaní kedy a aké inštrumenty využiť. Flexibilnejšie riadenie prispeje aj k menšej rizikovosti portfólia a k možnému zníženiu nákladov na dlhovú službu.

Upozornenie: Tento materiál vyjadruje názor Agentúry pre riadenie dlhu a likvidity na problematiku Zákona o rozpočtovej zodpovednosti a jeho dopadov na praktické riadenie dlhu. Cieľom materiálu je poskytnúť názor ARDAL ako kľúčového aktéra riadenia dlhu a prispieť tým k celospoločenskej odbornej diskusii o potenciálnej zmene zákona s cieľom odstránenia problémov, ktoré tento zákon prináša, pri ponechaní jeho prínosov. Materiál alebo jeho časti je možné voľne distribuovať s uvedením zdroja.