



Frankfurtské hárky

január 2024



NÁRODNÁ
BANKA
SLOVENSKA
EUROSYSTÉM

<https://nbs.sk/publikacie/frankfurtske-harky/>

Rast úrokov spôsobuje vrásky na čele aj vládam

- Boj s infláciou prostredníctvom vyšších úrokových sadzieb zvyšuje výdavky na splátky úverov všetkým, aj vládam.
- Tento boj prináša ovocie a inflácia pokračuje v poklese, čo posilňuje očakávania príchodu znižovania úrokových sadzieb.
- Také jednoduché to ale nie je. Ďalší rýchly pokles inflácie je neistý a priskoré uvoľnenie oprát ECB, či rozšafnosť vlád môže opätovne zrýchliť rast cien.
- Vlády musia lepšie hospodáriť, inak ostanú úrokové sadzby ECB na vyššej úrovni dlhšie, než by sme si želali.
- Vysoké úroky však môžu platiť aj krajiny s relatívne nízkym súčasným dlhom.
- Dôležitú rolu totiž zohráva aj aktuálny vývoj verejných financií, sila ekonomiky, či výhľad ratingu.



Hlavnú úlohu pri zdražení financovania pre krajiny hrá aktuálna politika ECB

Rastúce sadzby ECB sa prejavujú už vo všetkých sektoroch ekonomiky vrátane nákladov na financovanie štátov (téma sme sa venovali v **grafe 2** **októbrového vydania**). Počas obdobia nízkych úrokových sadzieb si veľa firiem, ale aj štátov predlžovalo splatnosti pôžičiek a tak časť zvýšenia úrokov pocítila ešte s oneskorením, keď vyprší ich splatnosť.



Úroky na dlhu krajín závisia aj od očakávaní trhov o budúcom vývoji sadzieb ECB

Tieto trhové očakávania sú však v poslednej dobe výrazne nižšie ako tak bolo v období, kedy ECB zostavovala svoju poslednú, decembrovú **predikciu** (**graf 1**, čierna prerušovaná čiara). Inflácia už niekoľko mesiacov spomaľuje viac, ako to analytici očakávajú. Po zverejnení októbrových a novembrových čísel o inflácii v eurozóne posunuli finančné trhy výrazne svoje očakávania smerom nadol (**graf 1**, modrá prerušovaná čiara). V decembri však Rada guvernérov ECB bola podstatne opatrnejšia vo vyjadreniach ohľadom budúcnosti inflácie aj sadzieb. Očakávania trhov sa posunuli mierne nahor (**graf 1**, žltá čiara).



Hospodárenie vlád vplýva na boj ECB s infláciou

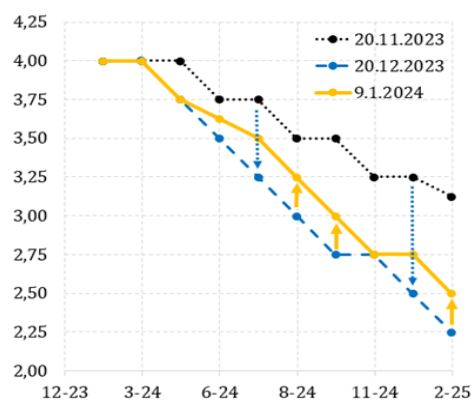
Štedré podporné schémy určené na pomoc s energetickou krízou alebo s rastúcimi cenami siete krátkodobo pomôžu firmám a domácnostiam, ale zároveň posilňujú kúpyschopnosť a tlačia na rast cien nahor. Pôsobia tak na ceny opačným smerom, ako cieľ ECB zvyšovaním sadzieb. V prípade pretrvávajúcich podporných schém a z nich vyplývajúcich vysokých deficitov krajín by dosiahnutie inflačného cieľa vyžadovalo prísnejšiu menovú politiku a teda vyššie sadzby. A tie by opäť s oneskorením len navýšili náklady vládneho dlhu a ďalej zhoršovali fiškálnu pozíciu krajín. V najbližšej dobe bude preto dôležité, aby krajiny našli politickú vôľu nepokračovať v opatreniach, ktoré už nie sú potrebné. Navyše by mali pokračovať, alebo aspoň začať so širším ozdravovaním verejných financií.



Krajiny platia vyššie úroky, no tie nie sú určené iba úrokovými sadzbami ECB

Neplatí tiež, že by jediným faktorom bola výška verejného dlhu. Jedným z príkladov je Francúzsko, ktoré aj napriek svojmu dlhu, presahujúcemu 100 % HDP, platí výrazne nižšie úroky na dlhu ako Slovensko (**graf 2**). Naopak, Taliansko

Graf 1: Očakávania finančných trhov o budúcom vývoji sadzby ECB



Zdroj: Bloomberg, výpočty NBS

Poznámka: Trhové očakávania sú vypočítané z ocenenia finančných nástrojov, ktoré sú naviazané na budúci vývoj úrokových sadzieb.

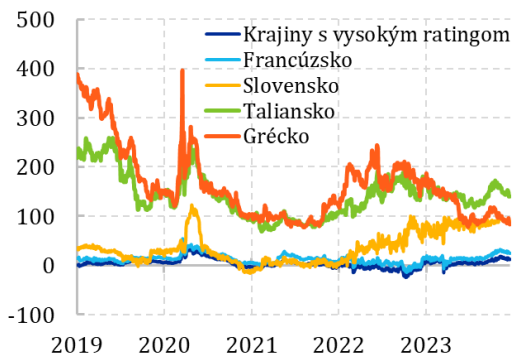
dlhodobo platí za svoj dlh najvyššie úroky, najmä pre svoj dlhodobo vysoký verejný dlh, ale aj politickú nestabilitu. Nemalú úlohu teda hrá aj veľkosť a odolnosť ekonomiky, vrátane kvality a fungovania štátnych orgánov.



Drahšie si požičiavajú krajiny nielen s vyšším zadlžením, ale aj horším ratingom (graf 3a, 3b)

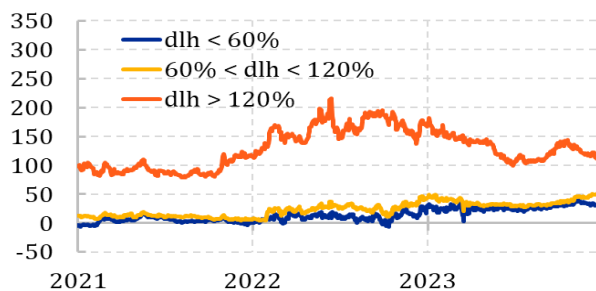
V prípade vysokého dlhu chápu investori riziko ako pravdepodobnosť, že sa krajina „utopí vo vlastných dlhoch“. Vyšší dlh totiž znamená nielen vyššie úrokové náklady, ale aj to, že v prípade ďalšieho rastu úrokových sadzieb ďalej vzrastú aj úrokové náklady vládneho dlhu. Dlhy sa tak môžu na seba postupne nabalovať. Ďalším faktorom je aj rating¹ krajiny, ktorý „známkuje“ schopnosť splácať svoje dlhy z viacerých hľadísk. Okrem situácie v rozpočte hodnotí aj očakávaný výkon ekonomiky, alebo aj kvalitu verejnej správy. V prípade, že sú otázky ohľadom budúcej platobnej schopnosti krajiny, investori si pýtajú prirážku za riziko nesplatenia dlhov². Od ratingu krajiny tak závisí, či a koľko sú ochotní požičať zahraniční investori aj z krajín mimo eurozóny (Box).

Graf 2: Rizikové prirážky krajín voči bezrizikovej sadzbe



Zdroj: Bloomberg.
Poznámka: Riziková prirážka je úrok, ktorý si investori pýtajú navyše za vyššie riziko spojené s požičaním danej krajine. Bezriziková sadzba je vyjadrená pomocou OIS (Overnight Index Swap) alebo swap indexovaný na krátkodobú medzibankovú sadzbu. Krajiny s vysokým ratingom sú Rakúsko, Belgicko, Nemecko, Fínsko, Francúzsko, Írsko, Holandsko.

Graf 3a: Rizikové prirážky (v základných bodoch) na dlhopisoch podľa výšky dlhu



Zdroj: Bloomberg.
Poznámka: Rizikové prirážky (graf 3a) sú rátané voči bezrizikovej sadzbe OIS alebo swape indexovanom na krátkodobú medzibankovú sadzbu.

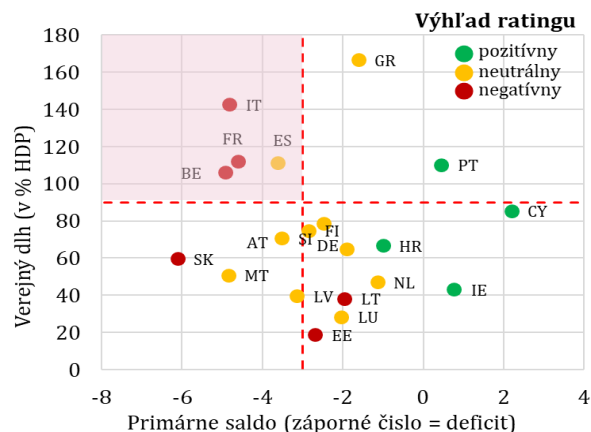
Graf 3b: Vládne výnosy (v %) na dlhopisoch krajín podľa ich ratingu



Krajiny, ktoré nebudú udržateľne, pocítia tlak vyšších úrokov viac

Zadlženosť Slovenska nie je najvyššia v eurozóne, no napriek tomu platíme druhé najvyššie úroky na dlhu. Je to aj preto, lebo stále žijeme na dlh a nemáme plán, ako s tým prestať alebo ako zlepšiť výkon ekonomiky a z dlhu vyrásť. Európska komisia v súčasnosti očakáva, že Slovensko bude mať v súčasnosti najvyšší deficit rozpočtu v eurozóne. Hospodárenie krajín sa odráža aj v zhoršenom výhlade ich ratingu (graf 4, červené bodky). Negatívny výhľad ekonomík vnímajú ratingové agentúry najmä pri tých krajinách, ktoré majú zároveň vysoký dlh a vysoké rozpočtové deficity (graf 4, červená plocha). Zvýšené úrokové sadzby tak predražujú krajinám splátky dlhu, no deje sa tak iba postupne. Väčšinu živých dlhopisov vydali vlády ešte v časoch s nízkymi úrokovými sadzbami. Keďže dlhopisy majú počas svojej životnosti fixnú výšku splátok, vyššie úroky vlády platia iba z nových dlhopisov, ktoré vydajú.

Graf 4: Horší výhľad majú krajiny s vysokým dlhom a vysokými deficitmi verejných financií



Zdroj: GFS (Statistical Data Warehouse), databáza AMECO.
Poznámka: Graf zobrazuje priemernú očakávanú bilanciu rozpočtu 2023-24 podľa poslednej predikcie Európskej komisie. Záporná rozpočtová bilancia predstavuje deficit, kladná bilancia predstavuje prebytok rozpočtu.



Zdravšie verejné financie a silnejšia dlhodobá výkonnosť v krajinách eurozóny by prispeli ku hladšiemu fungovaniu spoločnej menovej politiky

Rôzne rozpočtové hospodárenie krajín eurozóny má za následok nerovný prenos menovej politiky do jednotlivých ekonomík. ECB nastavuje úrokové sadzby pre celú eurozónu. Tie sa však môžu prenášať rôznou silou do rôznych

¹ V dokumente budeme uvažovať priemerný rating krajín podľa Moody's, Fitch Ratings a S&P. Krajiny s vysokým ratingom uvažujeme tie s ratingom lepším ako AA- (Fitch, S&P), resp. Aa3. Krajiny s vysokým/lepším ratingom podľa tejto definície sú: Nemecko, Francúzsko, Holandsko, Rakúsko, Belgicko, Fínsko, Írsko. Zvyšné krajiny považujeme za krajiny s nízkym/horším ratingom.
² Nárast dlhu o 10 % je historicky v priemere spojený s nárastom výnosov o 4,6 % pri krajinách s horším ratingom a o 2,8 % pri krajinách s lepším ratingom.

ekonomík aj podľa toho, v akej situácii sú jej verejné financie, či ekonomika danej krajiny. Inflácia v rôznych krajinách potom môže byť rôzna. Krajiny s vyššou infláciou môžu mať problém konkurovať ostatným, čo by len prehľbovalo náročnosť fungovania v podmienkach spoločnej meny. Preto je dôležité, aby vlády začali, resp. pokračovali s ozdravením svojho hospodárenia a zároveň podporovali dlhodobú výkonnosť ekonomiky.

Box: Kto bude financovať vládny dlh krajín eurozóny po tom, čo ECB ukončila svoje nákupy dlhopisov?

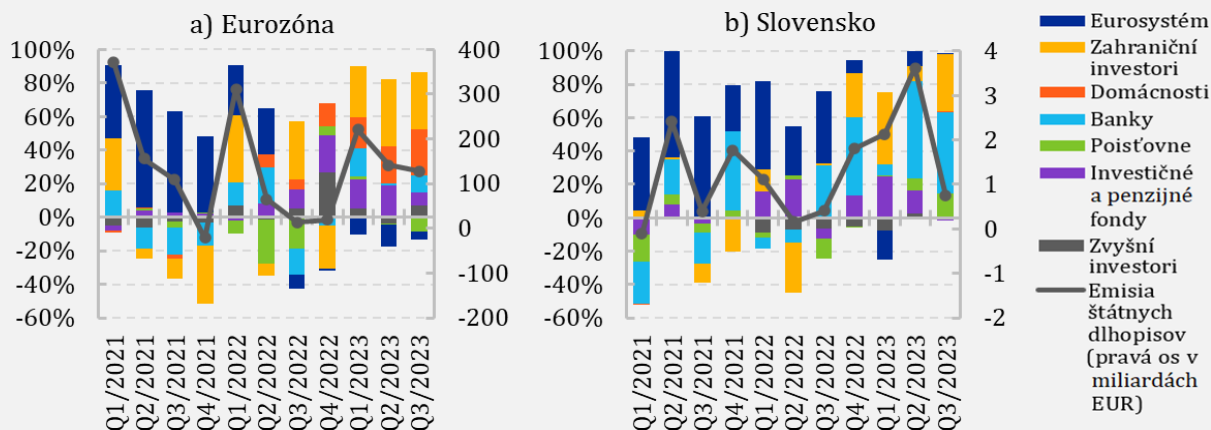
Pri ukončení nákupov dlhopisov Európskou centrálnou bankou je dôležité posúdiť, do akej miery dokáže financovanie vládneho dlhu pokryť súkromný sektor. ECB v boji s vysokou infláciou okrem zvyšovania úrokových sadzieb tiež zastavila nákupy aktív v rámci APP³, kam patria aj nákupy štátnych dlhopisov. Objem emisie nových štátnych dlhopisov v eurozóne však aj naďalej stúpala. Pre trh s vládnymi dlhopismi je preto dôležitý dopyt zahraničných investorov⁴, bánk alebo domácností. Nedostatok tohto dopytu by mohol štátom skomplikovať prístup k financiám a ovplyvniť hladké fungovanie trhov. Úrokové sadzby na trhu s vládnymi dlhopismi fungujú totižto ako referenčné úrokové sadzby pre finančné trhy a ich vývoj tak vplyva na globálne podmienky financovania.

Zahranční investori a domácnosti sa stali v roku 2023 hlavnými kupcami novovydaných štátnych dlhopisov (graf 5a). Cyklus zvyšovania úrokových sadzieb ECB sa prejavil v ekonomike aj zvýšením sadzieb, za ktoré si požičiavajú vlády jednotlivých krajín eurozóny. Podľa odhadov ECB⁵ spôsobili práve tieto vyššie výnosy vládnych dlhopisov nárast záujmu investorov. Zahraniční investori aj domácnosti v snahe dosiahnuť zisk flexibilne zareagovali na zmeny výnosov a navýšili svoje držby vládnych dlhopisov väčšiny krajín eurozóny. Napriek tomu, že sa dopyt domácností po vládných dlhopisoch zvýšil, tak domácnosti stále vlastnia len okolo 3 % vydaných štátnych dlhopisov v eurozóne. Banky sa aj napriek vyšším výnosom rozhodli v prípade niektorých krajín svoj podiel na financovaní ich dlhu dokonca znížiť.

Rozloženie dopytu medzi investormi závisí od krajiny, ktorá dlhopis vydala. Údaje naznačujú, že dopyt zahraničných investorov po vládných dlhopisoch sa vo všeobecnosti zvýšil. Tento nárast je však výraznejší pri krajinách s vyšším ratingom. Štruktúra investorov sa líši medzi krajinami s vyšším a nižším ratingom. Krajinám s vyšším ratingom ochotne požičiavajú najmä zahraniční investori. Naopak, krajiny s nižším ratingom sa zväčša musia spoliehať na domáce banky a domácnosti. Na Slovensku bola najväčšia časť dlhopisov vydaných minulý rok odkúpená bankami. Tie kúpili až 43 % a boli tak hlavnými investormi do štátneho dlhu. Druhým najvýznamnejším investorom boli zahraniční investori, ktorí kúpili 36 % novovydaných vládnych dlhopisov (graf 5b). Veľké zastúpenie bankového sektora pri nových emisiách slovenských dlhopisov potvrdzuje dlhodobo veľký význam bankového sektora, keďže banky vlastnia približne 30 % nesplatených záväzkov Slovenska.

Odhady⁵ naznačujú, že v budúcnosti budú novovydané štátne dlhopisy nakupovať prevažne zahraniční investori. Nedostatok záujmu o dlhopisy špecifických krajín však môže prinášať určité riziká. Krajiny, po ktorých dlhopisoch bude menší dopyt, budú nútené motivovať investorov vyššími výnosmi. To však prinesie zvýšenie nákladov na splácanie tohto dlhu v budúcnosti. Krajinám s vyšším dlhom tak môžu narásť náklady na obsluhu dlhu, čo môže ohroziť jeho udržateľnosť. Lepšie hospodárenie vlád a ekonomický rast by mohli zlepšiť udržateľnosť dlhov.

Graf 5: Kupujúci a predávajúci vládnych dlhopisov krajín eurozóny a Slovenska



Zdroj: SHS, GFS, výpočty NBS.

Poznámka: Objem vládnych dlhopisov, držaný zahraničnými investormi, počítame ako rozdiel medzi čistými emisiami vládnych dlhopisov a objemom vládnych dlhopisov, ktorý je držaný subjektami v rámci krajín eurozóny. Posledné dostupné dáta sú zo septembra 2023.

³ ECB na [júnovom zasadnutí Rady Guvernérov](#) komunikovala, že reinvestície dlhopisov v rámci programu APP budú ukončené od júna 2023.

⁴ Zahraničnými investormi nazývame subjekty mimo eurozóny, ktoré investovali do vládnych dlhopisov vydaných krajinami eurozóny.

⁵ Bližšie informácie v [ECB Financial Stability Review of November 2023](#).



Frankfurtské hárkry nie sú oficiálnym stanoviskom Národnej banky Slovenska. Prezентujú názory analytikov úseku meny, štatistiky a výskumu (ÚMS). Materiál neprešiel jazykovou úpravou. Šírenie je povolené bez predchádzajúceho súhlasu, avšak s uvedením zdroja „Analytici ÚMS“.