

## **Stratégia riadenia štátneho dlhu na roky 2011 až 2014**

## Obsah

Úvod.....	2
1. Riadenie a vývoj štátneho dlhu v rokoch 2007-2010.....	3
1.1. Zhodnotenie Stratégie riadenia štátneho dlhu na roky 2007 až 2010 .....	3
1.2. Štruktúra a vývoj štátneho dlhu v SR .....	6
1.3. Riziká súčasného dlhového portfólia .....	7
2. Makroekonomické východiská a fiškálny výhľad.....	9
2.1. Vývoj na finančných trhoch a makroekonomické východiská.....	9
2.2. Fiškálny výhľad.....	11
3. Strategické ciele riadenia štátneho dlhu na roky 2011až 2014.....	13
Príloha - Riadenie finančných rizík štátneho dlhu.....	15

## Úvod

Stratégia riadenia štátneho dlhu na roky 2011 až 2014 bola pripravená v prostredí turbulentného vývoja na finančných trhoch a v reálnej ekonomike. Svetové hospodárstvo sa ešte stále nevymanilo z jednej z najhorších kríz za niekoľko posledných desaťročí, pričom Slovensko ako malá a otvorená ekonomika sa nemohlo ubrániť dopadom krízy. Pozitívnym signálom je, že ekonomika rastie nepretržite od 2. štvrtroku 2009 a dosahuje jeden z najvyšších rastov v EÚ.

Nepriaznivý makroekonomický vývoj vplyva negatívne na deficit štátneho rozpočtu, čo kladie väčšie nároky na riadenie štátneho dlhu. Slovensko zažilo prudký nárast verejného dlhu v posledných dvoch rokoch o viac ako 15% HDP. Zároveň sa štát zadlžoval aj menej transparentným spôsobom ( PPP projekt, železnice, nemocnice a pod.). Riadenie bolo okrem väčšej potreby refinancovania ovplyvnené aj zmenami v preferenciách investorov, ktorí v čase krízy uprednostňujú bezpečné investície a ich averzia k riziku rastie. Prirážky (spready) k úrokovým sadzbám slovenských dlhopisov voči porovnávacej sadzbe vzrástli a investormi boli preferované hlavne krátke splatnosti, čo na jednej strane umožnilo vďaka prudšiemu poklesu sadzieb na týchto splatnostiach značné úrokové úspory, na druhej strane to viedlo k zhoršeniu parametrov portfólia finančných záväzkov štátu a potenciálnemu rastu rizík do budúcnosti. Preto si nová vláda stanovila ambiciózny cieľ zníženia deficitu hneď v prvom roku a dosiahnutie deficitu pod 3% HDP v roku 2013. To by malo spôsobiť, že verejný dlh by mal kulminovať na úrovni 47% HDP v roku 2012 a následne klesať. Po ohlásení konsolidačného plánu sa koncom minulého roka podarilo Slovensku požičať si až na 15 rokov, čo bola v tomto regióne výnimka. Napriek nárastom rizikových prirážok u viacerých krajín eurozóny vrátane Španielska, Talianska či Belgicka, riziková prirážka na slovenské dlhopisy mala mierny klesajúci trend. To naznačuje, že investori radia Slovensko k „jadrovým“ členom eurozóny.

Riadenie dlhu je zabezpečené za štandardných podmienok, bez nutnosti použitia menej tradičných foriem refinancovania a bez potreby zásadnej zmeny orientácie tejto stratégie. Slovensko má prakticky celý dlh v mene euro, bankový sektor má viac vkladov ako úverov a súkromné zadĺženie je nižšie, ako by zodpovedalo danej ekonomickej vyspelosti v EÚ.

Navrhovaná Stratégia riadenia dlhu na roky 2011 až 2014 nadväzuje na predchádzajúcu stratégiu, keďže vývoj v minulých rokoch ukázal, že sledované ciele riadenia štátneho dlhu na roky 2007 až 2010 boli vhodné pre podmienky ekonomiky a systému riadenia dlhu v Slovenskej republike (SR) a včas signalizovali z pohľadu rizík zmenu štruktúry dlhového portfólia. Ciele v navrhovanej stratégii sú v línii s minulými cieľmi. Nová stratégia len mierne modifikuje presnejšie definované kvantitatívne ciele riadenia rizika, optimalizovania štruktúry neobchodovateľného dlhu, zavádza limit pre sledovanie cudzo-menového rizika a pridáva ciele týkajúce sa diverzifikácie investorskej základne a skvalitnenia infraštruktúry riadenia štátneho dlhu. Takisto bude snaha vyhýbať sa netransparentnému zadlžovaniu.

Stratégia bola prediskutovaná v rámci poradného Výboru pre riadenie dlhu a likvidity na Ministerstve financií Slovenskej republiky (MF SR).

# 1. Riadenie a vývoj štátneho dlhu v rokoch 2007-2010

## 1.1. Zhodnotenie Stratégie riadenia štátneho dlhu na roky 2007 až 2010

Stratégia riadenia štátneho dlhu v rokoch 2007 až 2010 nadväzovala na predchádzajúcu stratégiu, pričom zostali zachované hlavné ciele, a to zabezpečiť likviditu a prístup na trh pre financovanie potrieb štátu transparentným, obozretným a nákladovo úsporným spôsobom za predpokladu udržania rizík obsiahnutých v dlhu na akceptovateľnej úrovni. Napĺňanie uvedených cieľov bolo podmienené dodržiavaním troch hlavných všeobecných princípov:

**Princíp prvý:** akékoľvek zvyšovanie dlhu musí byť transparentné a musí mať jasné pravidlá. Je potrebné vylúčiť nekontrolovaný a nekontrolovateľný rast dlhu.

**Princíp druhý:** pri aktívnom riadení dlhu majú byť preferované strednodobé a dlhodobé ciele pred krátkodobými úsporami. Krátkodobé "úspory" nesmú byť na úkor väčších nákladov alebo väčšieho rizika nákladov v budúcnosti.

**Princíp tretí:** riadenie dlhu má vychádzať z princípu optimálneho rizika. To znamená, že aktívne riadenie dlhu má vychádzať z kvantifikácie rozdielu medzi potenciálnym zväčšením nákladov, ktoré vyplýva z neriadeného rizika a s nákladmi spojenými na jeho elimináciu.

Plnenie parciálnych cieľov:

### 1 - Zmenšenie počtu emisií nových štátnych cenných papierov a štandardizovanie veľkosti jednotlivých emisií

Od začiatku roku 2007 až do konca roku 2010 bolo otvorených deväť nových emisií na domácom trhu a pomocou syndikátu boli predané v zahraničí dve emisie. V uvedenom období bolo splatených dvanásť emisií, z toho jedna emisia na zahraničnom trhu. K 31.12.2010 malo MF SR „živých“ celkovo 26 emisií (vrátane 4 emisií registrovaných v zahraničí). Novootvorené emisie boli vydávané v štandardnej menovitej hodnote 40 mld. Sk v jednej emisii. Pri vstupe SR do Eurozóny (v roku 2009) bola stanovená menovitá hodnota nových emisií na 1,0 až 2,0 mld. EUR, pričom nové benchmarkové emisie otvorené od roku 2010 majú menovitú hodnotu 3 mld. EUR.

Všetky emitované cenné papiere (štátne dlhopisy a od roku 2009 aj štátne pokladničné poukážky) spĺňajú podmienku akceptovateľnosti aktív Európskou centrálnou bankou (ECB), takže môžu byť použité v priamych operáciách ECB/NBS alebo ako zábezpeka v operáciách menovej politiky.

### 2 - Zlepšenie transparentnosti zámerov emitenta (MF SR) a jeho komunikácie s investormi a finančnými trhmi

Na pravidelných interaktívnych stretnutiach s účastníkmi aukcií a na stretnutiach s investormi Agentúra pre riadenie dlhu a likvidity (ARDAL), ako zástupca emitenta, informuje o aktuálnych zámeroch v oblasti primárneho a sekundárneho trhu štátnych cenných papierov. Jednou z tém stretnutí je aj vyhodnotenie predaja štátnych cenných papierov v predchádzajúcom období.

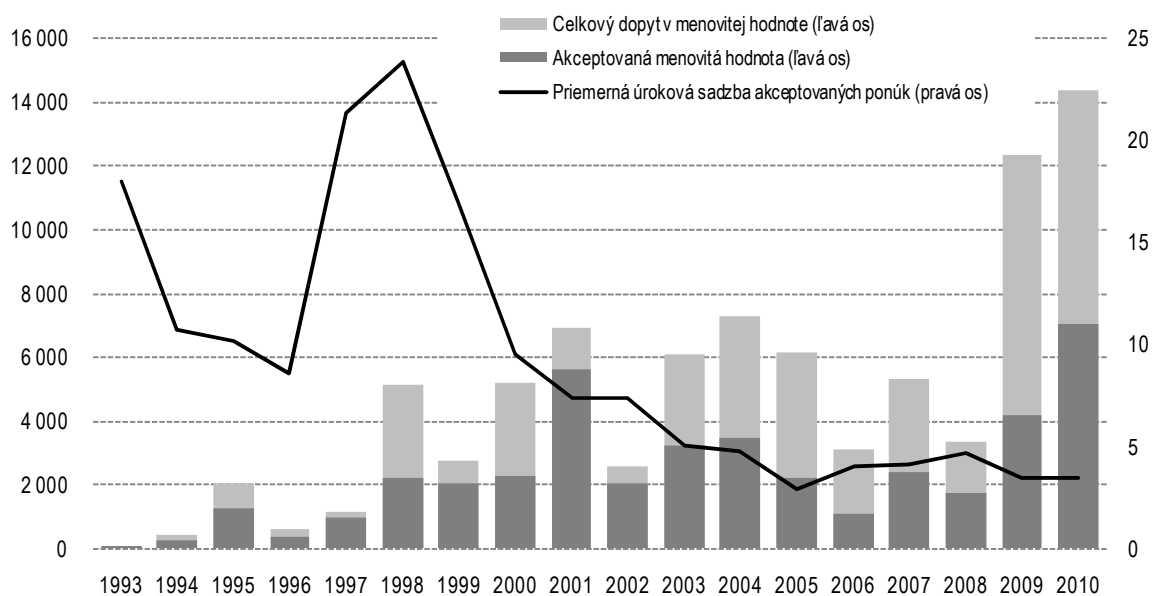
Prvou stratégiou (2003 až 2006) bol zavedený štandardný postup pravidelného zverejňovania emisného a aukčného kalendára na príslušný rozpočtový rok. V tomto štandarde ARDAL pokračovala aj po roku 2007 a každoročne v decembri publikovala emisný plán a záväzný harmonogram vydávania štátnych cenných papierov na nasledujúci rok. Počas svojho pôsobenia ARDAL ako zástupca emitenta získala prehľad o informáciách, ktoré investori a banky pravidelne požadovali. V súvislosti so zavedením štandardného informovania investorov a zväčšením atraktivity Slovenskej republiky bol vykonaný nový dizajn internetovej stránky ARDAL. V rámci toho pribudli okrem informácií týkajúcich sa dlhu aj informácie o ratingu krajiny a vybrané makroekonomické informácie. ARDAL pravidelne posielala investorom a publikuje na svojej stránke mesačné správy, týkajúce sa činností súvisiacich so správou štátneho dlhu a riadením likvidity.

### 3 - Optimalizácia nákladov (výdavkov) štátneho rozpočtu na obsluhu štátneho dlhu

Celková priemerná úroková sadzba novo emitovaných štátnych dlhopisov na domácom trhu bola v roku 2007 na úrovni 4,16 % p. a., v roku 2008 na úrovni 4,65 % p. a., 3,47 % p. a. v roku 2009 a 3,46 % p. a. v roku 2010. Celková priemerná úroková sadzba portfólia nesplatených štátnych dlhopisov vrátane dlhopisov vydaných na

zahraničnom trhu poklesla z hodnoty 4,84 % p. a. v roku 2006 na hodnotu 4,038 % p. a. v roku 2009 a k 31.12.2010 bola 3,76 % p. a.

#### Dopyt a akceptovaný dopyt v domácich aukciách ŠD (mil. EUR) a úroková sadzba z aukcií (%p. a.)



Zdroj: ARDAL

V období rokov 2007 až 2009 sa ARDAL snažila aktívne znižovať podiel neobchodovateľného dlhu, pričom boli do úvahy brané relevantné finančné podmienky. V prípade, že obchodné a finančné podmienky nelikvidného, resp. málo likvidného pasíva (vládný úver, dlhopis, iný záväzok) umožňovali jeho predčasné splatenie alebo úpravu finančných podmienok, ARDAL realizovala jeho predčasné splatenie alebo úpravu úverových zmlúv.

V priebehu rokov 2007 až 2009 boli predčasne splatené 4 vládne úvery od domácich bánk a v prípade dvoch vládnych úverov boli upravené finančné podmienky, čím došlo k súhrnnej úspore približne 2,73 mil. EUR (82,3mil. SKK). Pri výpočte úspory predčasne splatených úverov boli úrokové náklady vládnych úverov porovnávané s priemernou úrokovou sadzbou primárnych emisií štátnych dlhopisov v jednotlivých rokoch. V prípade zmeny úverových podmienok boli náklady vládnych úverov porovnávané s nákladmi prepočítanými príslušiacou referenčnou úrokovou sadzbou bez marže a s použitím sadzieb z predikcie Inštitútu finančnej politiky MF SR.

#### 4 - Udržanie priemernej splatnosti a durácie portfólia štátnych cenných papierov

Stratégia pre roky 2007-2010 priniesla zmeny týkajúce sa sledovania ukazovateľov durácie a priemernej splatnosti portfólia štátnych cenných papierov. Na základe týchto ukazovateľov bolo sledované a vyhodnocované refinančné a úrokové riziko portfólia. Uvedené ukazovatele boli v novej stratégii nahradené novým systémom sledovania a vyhodnocovania spomenutých rizík, podobným ako používajú iné dlhové agentúry v eurozóne.

V druhej stratégii (na roky 2007 až 2010) boli stanovené limity kumulatívnej splatnosti a úrokového preceniteľného dlhu v jednom roku a limity kumulatívnej splatnosti a úrokového preceniteľného dlhu do 5 rokov. Všetky limity boli stanovené ako podiel vzhľadom k celkovému štátnemu dlhu. Priemerná splatnosť a durácia boli sledované a vyhodnocované len ako sekundárne veličiny.

Limity refinančného rizika boli stanovené nasledovne:

- limit kumulatívnej splatnosti dlhu v jednom roku bol stanovený na 22,5% celkového dlhu.
- limit kumulatívnej splatnosti na najbližších 5 rokov bol stanovený na 60% celkového dlhu.

Limity súvisiace s rizikom z precenenia boli stanovené nasledovne:

- limit precenenia dlhu v prvom roku bol stanovený na 25% celkového dlhu
- limit kumulatívneho precenenia dlhu za 5 rokov bol stanovený na 65% celkového dlhu.

## Ukazovatele refinančného rizika a rizika z precenia

	Durácia*	Priemerná splatnosť*	Refinancovanie v 1 roku* (%, max. 22,5%)	Refinancovanie v 5 rokoch* (%, max. 60%)	Zmena úroku v 1 roku* (%, max. 25%)	Zmena úroku v 5 rokoch* (%, max. 65%)
4.Q 2006	3,1	4,1	23,3	60,8	45,9	63,6
1.Q 2007	3,4	4,3	31,1	63,0	46,1	64,5
2.Q 2007	3,9	4,8	22,0	62,3	36,2	63,7
3.Q 2007	3,8	4,7	21,3	60,6	35,8	62,8
4.Q 2007	3,4	4,3	19,1	59,5	33,9	61,7
1.Q 2008	3,5	4,2	18,6	59,4	27,2	61,7
2.Q 2008	3,2	3,9	22,4	59,5	29,1	61,9
3.Q 2008	3,4	4,2	22,8	58,9	30,7	61,0
4.Q 2008	3,4	4	21,4	57,9	29,5	59,9
1.Q 2009	3,5	4,1	30,3	65,8	39,5	69,4
2.Q 2009	3,9	4,6	21,4	62,1	30,7	65,3
3.Q 2009	3,8	4,5	23,7	63,6	33,6	67,8
4.Q 2009	3,5	4,2	24,6	62,9	34,7	67,7
1.Q 2010	4,3	3,5	29,7	74,5	37,8	75,1
2.Q 2010	4,8	4,1	25,4	67,2	33,1	67,8
3.Q 2010	4,5	3,9	25,9	66,6	32,8	66,7
4.Q 2010	5,4	4,5	18,0	58,2	25,4	58,3

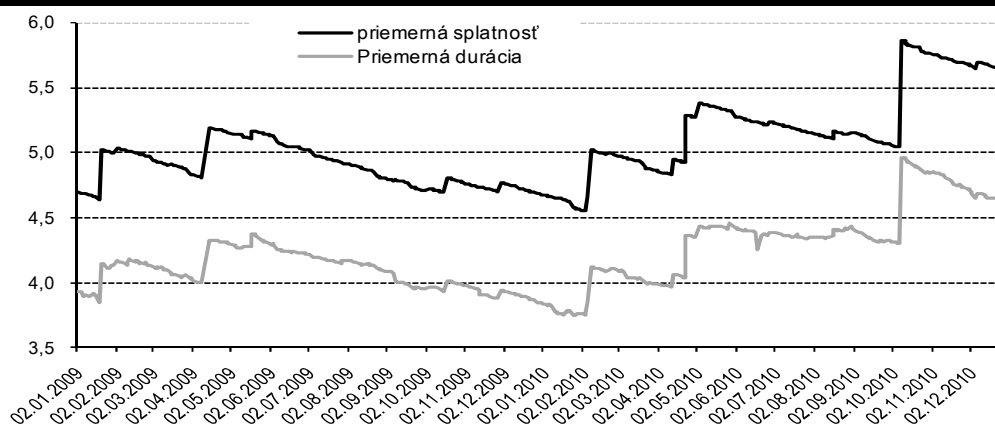
\* Celé portfólio (Štátne dlhopisy, Štátne pokladničné poukážky, úvery, peňažný trh a Štátna pokladnica)

Zdroj: ARDAL

Z uvedenej tabuľky je zrejmé, že najväčší problém s plnením ukazovateľov je pri úrokovom riziku (zmena úrokovej sadzby, ktorá by mohla mať za následok zmenu výdavkov spojených s obsluhou dlhu). Napriek tomu, že sa ukazovateľ „Zmena úroku v 1. roku“ od roku 2006 výrazne zlepšil a v čase pred krízou jeho hodnota smerovala k stanovenému limitu, tento ukazovateľ nebol za celé vyhodnocované obdobie dosiahnutý a dodržaný. Hlavným dôvodom odchýlky je to, že Slovensko vďaka Systému štátnej pokladnice prostredníctvom refinančného systému využíva dočasne voľné finančné zdroje ŠP.<sup>1</sup> V priebehu sledovaného a vyhodnocovaného obdobia tieto zdroje predstavovali svojou hodnotou až 15% z celkového štátneho dlhu. Keďže tieto zdroje majú z účtovného hľadiska krátkodobý charakter, ich využívanie primárne na krytie potrieb štátu malo významný vplyv práve na ukazovatele splatnosti a zmeny úroku v prvom roku. Tento vplyv na ukazovatele možno približne vyčíslit na 7 % v prípade ukazovateľov do 1 roka a na 4 % pri ukazovateľoch do 5 rokov (percento, o ktoré by boli ukazovatele lepšie, ak by boli tieto zdroje nahradené emisiou dlhopisov nad 5 rokov).

Na druhej strane však treba zdôrazniť, že aj keď tieto zdroje majú účtovne krátkodobý charakter, ich odchod (zmena ich stavu) zo Systému štátnej pokladnice môže byť postupný a nie nárazový. Je potrebné konštatovať, že krátkodobé financovanie v čase krízy malo pozitívny dopad na výdavky štátneho rozpočtu, keďže tieto finančné zdroje boli úročené historicky najmenšími úrokovými sadzbami.

### Vývoj priemernej splatnosti (roky) a durácie (roky) štátneho dlhu v roku 2009 a v roku 2010



Zdroj: ARDAL

<sup>1</sup> Zdroje ŠP nevstupujú do štátneho a verejného dlhu podľa Maastrichtu, ale vzhľadom k obozretnému prístupu k riadeniu rizík sa zahŕňajú do výpočtu ukazovateľov rizika.

Vývoj ukazovateľov durácie a priemernej splatnosti dlhopisov a vládnych úverov názorne ukazuje správnosť zavedenia limitov refinančného a úrokového rizika. Z tabuľky je vidieť, že strategické ukazovatele sa v období pred krízou kontinuálne zlepšovali. Finančná kríza a preferencie kratších splatností investormi znamenali zhoršenie sledovaných ukazovateľov (obdobie od 4Q 2008). V prvom polroku 2009 durácia rástla, pričom sledované ukazovatele kumulatívnej splatnosti a rizika precenenia sa zhoršovali. **Lepší vývoj durácie však bol zapríčinený najmä vplyvom znižovania úrokových sadzieb a nie emitovaním dlhopisov s dlhšou splatnosťou.**

**Možno teda konštatovať, že nové ukazovatele upozorňujú na možné riziká oveľa skôr, ako durácia a priemerná splatnosť a z tohto dôvodu sú vhodnejšie pre strategické sledovanie a rozhodovanie.**

#### 5 - Postupné zväčšovanie podielu štátneho dlhu v zahraničných menách v pomere k slovenským korunám

Slovenská republika vydala v roku 2007 a v roku 2009 benchmarkové dlhopisy denominované v EUR. V roku 2008 bolo rozhodnuté neuskutočniť emisiu slovenského eurobondu z dôvodu krízy na finančných trhoch, zhoršených trhových (najmä úrokových) podmienok a pádu jednej z najväčších investičných bánk – Lehman Brothers.

Vstupom Slovenska do EMU v roku 2009 došlo k zmene významu čiastkových cieľov. Ostáva zámer diverzifikácie investorskej bázy, ako aj úsilie stať sa spoľahlivým a stabilným emitentom na paneurópskom kapitálovom trhu a dostať sa do povedomia investorov nakupujúcich štátne dlhopisy „najbezpečnejších“ EU krajín.

## 1.2. Štruktúra a vývoj štátneho dlhu v SR

Kým štátny dlh v menovitej hodnote v rokoch 2007 a 2008 rástol iba mierne (17,8 mld. EUR ku koncu roka 2008), v roku 2009 nastalo jeho výraznejšie zväčšenie nad úroveň 21 mld. EUR a v troch štvrtinách roka 2010 dosiahol už takmer 24 mld. EUR. Hlavnými faktormi stojacimi za výrazným nárastom dlhu sú hospodárska kríza, ktorá sa negatívne premieta do deficitu štátneho rozpočtu cez výpadok daňových a odvodových príjmov, realizácia proticyklickej expanzívnej fiskálnej politiky a úbytok zdrojov, ktoré sa využívajú na krytie štátneho dlhu v rámci refinančného systému. Podiel štátneho dlhu na HDP dosiahol k 30.9.2010 hodnotu 36,6%. Takmer celý štátny dlh je krytý emitovanými cennými papiermi, ktorých podiel na celkovom dlhu je 96,2%, pričom podiel úverov predstavuje 3,5%.

Štruktúra štátneho dlhu v menovitej hodnote						
	Stav v mil. € k 31.12.2007	Stav v mil. € k 31.12.2008	Stav v mil. € k 31.12.2009	Stav v mil. € k 30.9.2010	% z HDP k 30.9.2010	% z celku k 30.9.2010
Cenné papiere	16 104	16 614	20 366	22 942	35,2	96,2
Úvery	1 198	1 037	913	839	1,3	3,5
Riziká z realizácie štátnych záruk	0	0	0	0	0,0	0,0
Ostatné	117	108	83	57	0,1	0,2
<b>Štátny dlh v menovitej hodnote</b>	<b>17 420</b>	<b>17 758</b>	<b>21 362</b>	<b>23 838</b>	<b>36,6</b>	<b>100,0</b>

zdroj: MF SR

Z menového hľadiska bol štátny dlh do konca roku 2008 denominovaný prevažne v slovenských korunách a v eurách. Od prijatia eura je podiel dlhu denominovaného v domácej mene až 99,7% z celkového dlhu. Podiel ostatných mien bol zanedbateľný a kumulatívne nepresiahol 0,3 % z celkového dlhu.

Štátny dlh podľa meny						
	Stav v mil. € k 31.12.2007	Stav v mil. € k 31.12.2008	Stav v mil. € k 31.12.2009	Stav v mil. € k 30.9.2010	% z HDP k 30.9.2010	% z celku k 30.9.2010
SKK	12 662	13 483	0	0	0,0	0,0
EUR	4 683	4 189	21 287	23 759	36,5	99,7
USD	0	0	0	0	0,0	0,0
JPY	70	82	70	74	0,1	0,3
CZK	0	0	0	0	0,0	0,0
CHF	4	4	5	5	0,0	0,0
<b>Štátny dlh v menovitej hodnote</b>	<b>17 420</b>	<b>17 758</b>	<b>21 362</b>	<b>23 838</b>	<b>36,6</b>	<b>100,0</b>

zdroj: MF SR

Z teritoriálneho hľadiska predstavoval domáci štátny dlh (veriteľom je rezident) k 30.9.2010 úroveň 64,6% z celkového dlhu a zahraničný dlh (veriteľom je nerezident) 35,4%. Štátny dlh bol krytý prevažne domácimi subjektmi, hlavne komerčnými bankami a podielovými fondmi.

<b>Domáci a zahraničný štátny dlh</b>						
	Stav v mil. €	Stav v mil. €	Stav v mil. €	Stav v mil. €	% z HDP	% z celku
	k 31.12.2007	k 31.12.2008	k 31.12.2009	k 30.9.2010	k 30.9.2010	k 30.9.2010
domáci	10 382	10 551	13 594	15 389	23,6	64,6
zahraničný	7 038	7 207	7 768	8 449	13,0	35,4
<b>Štátny dlh v menovitej hodnote</b>	<b>17 420</b>	<b>17 758</b>	<b>21 362</b>	<b>23 838</b>	<b>36,6</b>	<b>100,0</b>

zdroj: MF SR

Z časového hľadiska tvoril dlhodobý dlh (splatnosť nad jeden rok) k 30.9.2010 viac ako 93% z celkového dlhu. V roku 2007 nebolo potrebné do krytia štátneho dlhu zapojiť krátkodobé zdroje, vplyvom krízy sa koncom roka 2008 a v rokoch 2009 a 2010 pristúpilo k emisii štátnych pokladničných poukážok, t.j. finančných inštrumentov so splatnosťou do jedného roka.

<b>Krátkodobý a dlhodobý štátny dlh</b>						
	Stav v mil. €	Stav v mil. €	Stav v mil. €	Stav v mil. €	% z HDP	% z celku
	k 31.12.2007	k 31.12.2008	k 31.12.2009	k 30.9.2010	k 30.9.2010	k 30.9.2010
krátkodobý	118	848	1 024	1 647	2,5	6,9
dlhodobý	17 302	16 910	20 338	22 191	34,0	93,1
<b>Štátny dlh v menovitej hodnote</b>	<b>17 420</b>	<b>17 758</b>	<b>21 362</b>	<b>23 838</b>	<b>36,6</b>	<b>100,0</b>

zdroj: MF SR

### 1.3. Riziká súčasného dlhového portfólia

Udalosti na svetových finančných trhoch z posledných rokov priniesli väčšie nároky na riadenie dlhu v takmer všetkých európskych krajinách. Väčšia averzia voči riziku vedie investorov k preferencii krátkych splatností a v poslednom období bolo pre štát o niečo obťažnejšie za prijateľných podmienok a v potrebnej hodnote emitovať štátne dlhopisy so splatnosťou presahujúcou 5 rokov. V takejto situácii dochádza postupne k zhoršeniu štruktúry krytia štátneho dlhu a miernemu prekročeniu stanovených limitov refinančného a úrokového rizika. Zväčšovanie podielu krátkodobého dlhu môže predstavovať väčšie riziko úrokových sadzieb najmä v čase, keď úrokové sadzby budú rásť ako reakcia na očakávané oživenie svetovej ekonomiky.

Sprievodným znakom averzie investorov ku kreditnému riziku je i väčšia volatilita na trhoch i výrazné zväčšenie spreadov vo všetkých segmentoch finančného trhu (pozri graf v kapitole 2.1). Aj za predpokladu pomalého odznievania krízy na finančných trhoch môže návrat k predkrízovým úrovniam rizikových prirážok trvať niekoľko rokov. Aktuálny vývoj v niektorých krajinách však môže riziko rozšírenia rizikových spreadov naopak môže zvyšovať. Okrem toho, v snahe financovať veľké deficity vyvolané krízou a fiškálnymi stimulmi na podporu svojich ekonomík viaceré krajiny budú musieť prinajmenšom udržať úroveň svojich emisných programov, čo môže na dlhopisovom trhu viesť k ďalšiemu nárastu výnosov.

Napriek nepriaznivým podmienkam na finančných trhoch zostáva zatiaľ pozícia SR z pohľadu zadlženosti relatívne dobrá. Pomer hrubého štátneho dlhu k HDP dosiahol v roku 2010 predpokladanú úroveň 41,6% (odhad verejného dlhu na rok 2010 je 43,4% HDP)<sup>2</sup>, čo na rozdiel od iných krajín s väčšou zadlženosťou nateraz nevytvára dodatočné tlaky na obsluhu dlhu. Viaceré krajiny regiónu strednej a východnej Európy boli nútené zrušiť alebo odložiť emisie zahraničných dlhopisov, prípadne ich emitovať s väčšími úrokovými sadzbami v snahe získať finančné zdroje na pokrytie svojich aktuálnych potrieb a splatných záväzkov. Maďarsko a Lotyšsko boli dokonca vzhľadom k nemožnosti vydať dlhopisy nútené požiadať o pomoc Medzinárodný menový fond a Svetovú banku. Naproti tomu, SR v októbri a apríli 2010 vydala syndikované emisie v hodnote 2 mld. EUR, resp. 1,5 mld. EUR, ktoré nadviazali na úspešnú zahraničnú emisiu v hodnote 2 mld. EUR z mája 2009.

Súčasná štruktúra štátneho dlhu z menového hľadiska (pozri tabuľku v kapitole 1.2) naznačuje možnosť diverzifikácie dlhového portfólia. Vydávanie štátnych cenných papierov v cudzích menách je však podmienené výhodnosťou takého zadlženia v zmysle menších výdavkov alebo zmenšenia rizika celkového portfólia (napr.

<sup>2</sup> podľa Návrhu rozpočtu verejnej správy na roky 2011 až 2013 (november 2010)



rozšírenie investorskej základne, zmenšenie refinančného rizika, výhodná doba do splatnosti a pod.) a je spojené s kurzovým rizikom.

Na rozdiel od susedných krajín SR môže benefitovať z výhod, ktoré umožnil jej vstup do eurozóny. Aj v dôsledku finančnej a ekonomickej krízy ratingové agentúry zatiaľ nepristúpili k zlepšeniu ratingového hodnotenia SR, čo by sa pravdepodobne prejavilo v priaznivejších rizikových prirážkach pri emisiách štátnych cenných papierov. Všetky renomované agentúry však aj v čase krízy pre SR, na rozdiel od niektorých iných európskych krajín, potvrdili stabilný výhľad. Mnohí investori však obchodujú s cennými papiermi krajín strednej a východnej Európy na základe regionálneho princípu a často dostatočne nerozlišujú kreditné riziko jednotlivých štátov.

Relatívne dobrá pozícia SR pri refinancovaní štátneho dlhu v porovnaní s inými krajinami vyplýva aj z toho, že SR prostredníctvom refinančného systému Štátnej pokladnice využíva voľné verejné zdroje v oveľa väčšom rozsahu, čo prináša väčšie šetrenie výdavkov štátneho rozpočtu. Uvedené zdroje sú relatívne stabilné, resp. ich vývoj sa dá pomerne spoľahlivo predpovedať. Tieto fakty je potrebné zohľadniť aj pri interpretácii monitorovaných benchmarkových kritérií, resp. ich limitov. K efektívnejšiemu riadeniu dlhu čoskoro prispeje aj pripravované dobudovanie jeho infraštruktúry, predovšetkým ďalšie zlepšenie podmienok platobného styku. Podobne, ďalšie skvalitnenie operatívneho riadenia dlhového portfólia zo strany ARDAL umožní zavedenie systému primárnych dealerov, využitie služieb sprostredkovateľov (brokerov) a podpísanie tzv. ISDA zmluvy, ktorá vytvorí právne predpoklady pre uzatváranie obchodov s finančnými derivátmi.

## 2. Makroekonomické východiská a fiškálny výhľad

Svetová ekonomika prešla v uplynulých rokoch jedným z najturbulentnejších období za niekoľko desaťročí. Prebiehajúca hospodárska kríza je často označovaná za najhoršiu krízu od Veľkej hospodárskej krízy v 30-tych rokoch 20. storočia. Jej pôvod a príčiny siahajú k americkému hypotekárnemu trhu a vďaka previazanosti finančných trhov a hlavných svetových ekonomík sa hypotekárna kríza v USA rozšírila na finančné trhy celého sveta a následne aj do reálnej ekonomiky. Takýto vývoj mal vplyv aj na makroekonomickú a fiškálnu situáciu na Slovensku a ovplyvňoval riadenie štátneho dlhu v horizonte *Stratégie riadenia štátneho dlhu na roky 2007 až 2010*. Oživenie ekonomík sa v nasledujúcich rokoch predpokladá na miernejšej úrovni a možno očakávať, že následky krízy budú ovplyvňovať ekonomiku a riadenie dlhu aj v najbližších rokoch v horizonte stratégie na roky 2011 až 2014.

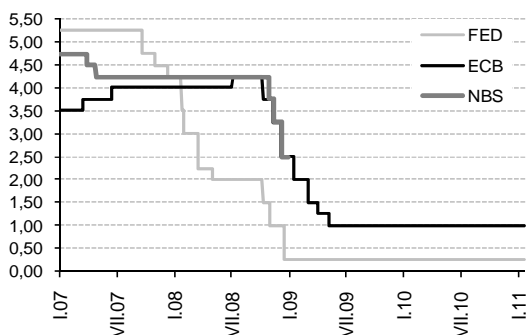
### 2.1. Vývoj na finančných trhoch a makroekonomické východiská

Začiatky súčasnej hospodárskej krízy siahajú k finančným trhom (prevažne v USA) a stoja za ňou faktory ako morálny hazard pri poskytovaní úverov, umelo udržiavané slabé hodnoty čínskej meny, neúnosné zadlžovanie sa v prostredí nízkych sadziieb, tvorba neprehľadných finančných produktov, či nedostatočná regulácia. Jedným z prejavov prvotnej finančnej krízy bol prepad cien aktív, rozsiahle straty finančných inštitúcií, averzia k riziku a nedostatok likvidity. Centrálné banky jednotlivých krajín reagovali na túto situáciu uvoľnením menovej politiky nielen prostredníctvom znižovania úrokových sadziieb, s cieľom dodania likvidity a zmiernenia očakávanej recesie.

Najradikálnejšou centrálnou bankou z vyspelých krajín v uvoľňovaní menovej politiky bol americký FED, ktorý znížil sadzby v priebehu jedného roka o 5 % p.a. na súčasné historické minimum na úrovni 0,25 % p.a. (január 2010). Menová politika Európskej centrálnej banky (ECB) nasledovala politiku FEDu s oneskorením niekoľkých mesiacov, keď realizovala niekoľko znížení základnej sadzby na súčasnú hodnotu 1 % p.a. Základná sadzba Národnej banky Slovenska (NBS) bola v horizonte predchádzajúcej stratégie prevažne stabilná a v posledných mesiacoch roka 2008 kopírovala zníženia základnej sadzby ECB, vzhľadom na prispôbovanie menových politík pred vstupom do eurozóny. Vstupom Slovenska do eurozóny prestala NBS vykonávať samostatnú menovú politiku, ktorá je v súčasnosti zabezpečovaná prostredníctvom ECB. V nasledujúcich rokoch v horizonte stratégie sa predpokladá mierny rast sadziieb centrálnych bánk v línii s oživením ekonomík.

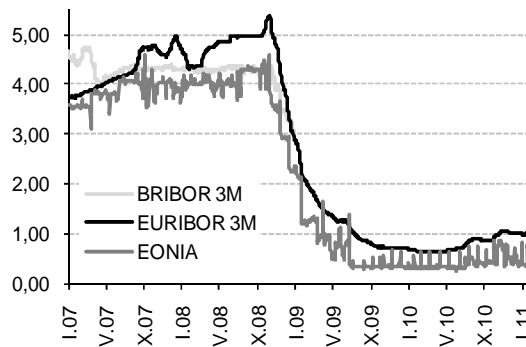
Medzibankové sadzby kopírovali v prevažnej miere vývoj základných sadziieb centrálnych bánk. Medzibankové sadzby eurozóny kontinuálne rástli približne do konca roka 2007. Následne v priebehu rokov 2007 a 2008 dochádza pod vplyvom rozvíjajúcej sa krízy k väčšej volatilité sadziieb a nedostatku likvidity. Hodnoty najmä v druhej polovici roka 2008 sú však do istej miery teoretické, keďže medzibankový trh v tom období nefungoval podľa štandardných podmienok a banky zaujali reštriktívny postoj ku kreditným limitom (podstatne znížili kreditné limity). Rok 2009 bol následne charakteristický prudkým poklesom medzibankových sadziieb a 3 mesačný Euribor sa dostal až blízko úrovne 0,5 % p.a., pričom v roku 2010 dochádza k miernemu rastu sadziieb. Podobne ako pri sadzbách centrálnych bánk, očakávame v nasledujúcich rokoch pokračovanie nárastu medzibankových sadziieb.

Vývoj základných sadziieb centrálnych bánk (% p.a.)



Zdroj: Reuters

Vývoj medzibankových sadziieb (% p.a.)

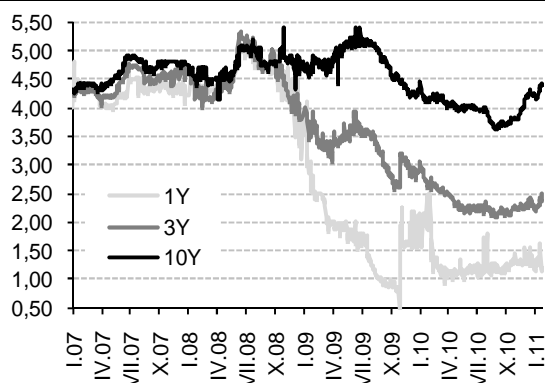


Zdroj: Reuters

Súčasná kríza mala vplyv aj na slovenský dlhopisový trh. Do konca roku 2008 bola výnosová krivka slovenských štátnych dlhopisov relatívne stabilná s miernym sklonom. Pod vplyvom uvoľňovania menovej politiky ECB dochádza v roku 2009 k výraznému nárastu strmosti výnosovej krivky spôsobenej prudkým poklesom krátkodobých úrokových sadzieb. Výnos 1-ročného dlhopisu SR sa dostal až pod 1 % p. a., zatiaľ čo výnos 10-ročného dlhopisu zotrval nad úrovňou 3,5 % p.a. Okrem zníženia sadzieb pri krátkych splatnostiach došlo aj k výraznej preferencii týchto splatností z hľadiska dopytu. Takýto vývoj znamenal nižšie ako očakávané náklady na obsluhu dlhu, avšak priniesol so sebou tiež zväčšenie rizika dlhového portfólia. **V nasledujúcich rokoch očakávame postupné vyrovnávanie výnosovej krivky prostredníctvom prudšieho nárastu výnosov pri krátkych splatnostiach a miernejšieho nárastu výnosov dlhých splatností.**

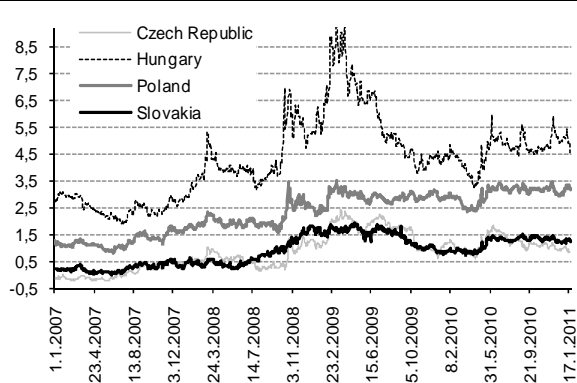
Aj keď počas krízy nedošlo k nárastu absolútnych výnosov benchmarkových 10-ročných dlhopisov SR, rast averzie k riziku je možné dokumentovať na raste spreadov voči nemeckým bundom, ktoré sú považované za porovnávaciu bezrizikovú investíciu. Spready dlhopisov SR vzrástli v roku 2008 až k úrovni 2 % z predkrízových hodnôt okolo úrovne 0,5 % a v súčasnosti sa pohybujú okolo 1,25 %. Je potešiteľným faktom, že **slovenská riziková prirážka nerástla spolu s krajinami PIIGS (Portugalsko, Írsko, Taliansko, Grécko, Španielsko) od jesene 2010, ale naopak, mierne klesla. To naznačuje, že finančné trhy prijali plán konsolidácie a členstvo v eurozóne s dôverou.** V porovnaní s okolitými krajinami V4 sú na nižšej úrovni len dlhopisy Česka, zatiaľ čo dlhopisy Poľska a Maďarska sú výnosovo výrazne vyššie. Napriek tomu, že s odznievajúcou krízou sa môžu rizikové prirážky znižovať, **existuje väčšie riziko protipohybu sadzieb nemeckých dlhopisov. Časť tohto nárastu sa už začala prejavovať začiatkom tohto roka.**

**Vývoj výnosov slovenských dlhopisov podľa doby splatnosti (% p.a.)**



Zdroj: Reuters

**Vývoj spreadov 10-ročných štátnych dlhopisov krajín V4 voči nemeckým bundom (% p.a.)**



Zdroj: Reuters

Finančná kríza nezostala izolovaná len na finančných trhoch, ale „preliala“ sa aj do reálnej ekonomiky, pričom Slovensko, ako malá a otvorená ekonomika, sa nemohlo ubrániť dopadom krízy. Rekordný rast HDP z roku 2007 vystriedal výrazný pokles v roku 2009. Nepriaznivý makroekonomický vývoj vplyva negatívne na deficit štátneho rozpočtu cez výpadky na príjmovej strane, čo kladie väčšie nároky na riadenie štátneho dlhu. Rok 2010 priniesol relatívne rýchly začiatok zotavenia ekonomiky s pretrvávajúcim slabým trhom práce. V nasledujúcich rokoch očakávame pokračovanie oživenia ekonomiky SR s postupnou akceleráciou ekonomického rastu k úrovniam tesne pod 5% v strednodobom horizonte.

Prognóza MF SR - hlavné indikátory ekonomiky (február 2011)						
Ukazovateľ (v %)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
HDP, reálny rast	-4.8	4.1	3.4	4.8	4.8	4.8
Zamestnanosť (VZPS), rast	-2.8	-2.1	0.7	0.9	1.2	1.2
Miera nezamestnanosti (VZPS)	12.0	14.4	13.9	13.3	12.5	11.8
Reálna mzda, rast	1.4	1.3	0.2	2.5	2.2	2.8
Inflácia, priemerná ročná; HICP	0.9	0.7	3.5	3.1	3.7	3.7
Bežný účet, podiel na HDP	-3,2	-3,8	-2,2	-1,7	-0,6	-0,3

zdroj: MF SR

## 2.2. Fiškálny výhľad

Fiškálna politika Slovenska bola v roku 2009 ovplyvnená ekonomickou krízou, pričom vláda v snahe zmierniť jej vplyv na ekonomiku ponechala voľné pôsobenie automatických stabilizátorov a prijala protikrizové opatrenia. Z dôvodu trvalej straty potenciálneho produktu v ekonomike a fiškálnej expanzie nad rámec týchto faktorov došlo aj k zhoršeniu štrukturálneho salda. Celkový deficit verejnej správy tak dosiahol v roku 2009 úroveň 7,9% HDP. Napriek oživeniu ekonomiky v priebehu roku 2010 sa odhaduje, že deficit verejnej správy dosiahol úroveň 7,8% HDP. Dôvodom je najmä štruktúra ekonomického rastu, ktorý je ťahaný rastom vývozu, pričom pretrvávajú nepriaznivý vývoj na trhu práce s negatívnym vplyvom na spotrebu domácností. Nízka daňovo-odvodová intenzita vývozu sa potom odzrkadľuje aj v nepriaznivom vývoji daňových a odvodových príjmov rozpočtu. Z pohľadu riadenia štátneho dlhu je kľúčové, že uvedený vývoj vedie k zväčšeniu hrubého dlhu verejnej správy z úrovne 27,8% HDP na konci roku 2008 na odhadovaných 43,4% HDP ku koncu roku 2010<sup>3</sup>.

Relatívne veľké hodnoty deficitu verejnej správy a nárast dlhu vedú nevyhnutne k potrebe konsolidácie v strednodobom horizonte. Hlavným strednodobým fiškálnym cieľom vlády je teda zníženie deficitu verejnej správy pod 3% HDP do roku 2013 v súlade s odporúčaniami vyplývajúcimi z procedúry nadmerného deficitu Slovenska, čo si vzhľadom na nepriaznivú východiskovú fiškálnu pozíciu v roku 2010 vyžaduje ambiciózne konsolidačné ciele.

Návrh rozpočtu verejnej správy na roky 2011 až 2013 predpokladá zníženie deficitu verejnej správy na 4,9% HDP v roku 2011. V roku 2012 by mal deficit dosiahnuť úroveň 3,8% HDP a v roku 2013 ďalej klesnúť na úroveň 2,9% HDP. To znamená, že znižovanie deficitu je v strednodobom horizonte sústredené najmä do roku 2011, kedy by sa mali uskutočniť opatrenia v celkovej sume 1,8 mld. Eur, čo predstavuje 2,5% HDP.<sup>4</sup>

Vývoj salda a dlhu verejnej správy (ESA 95, % HDP)						
	2008	2009	2010E	2011B	2012B	2013B
Saldo VS	-2,1	-7,9	-7,8	-4,9	-3,8	-2,9
Hrubý dlh VS	27,8	35,4	43,4	45,6	46,9	45,5
<b>Hrubý štátny dlh</b>	<b>26,5</b>	<b>33,9</b>	<b>41,6</b>	<b>43,7</b>	<b>45,0</b>	<b>43,6</b>
Čistá potreba refinancovania (mil. €) <sup>5</sup>	568	3 496	6 039	3 240	3 526	1 473

Pozn. podľa Návrhu rozpočtu verejnej správy na roky 2011 až 2013 (november 2010)

Zdroj: Ministerstvo financií

Úspešné napĺňanie konsolidačných cieľov sa prejaví aj v stabilizácii veľkosti hrubého dlhu verejnej správy, pričom **od roku 2013 by mal začať klesať od úrovne 47% HDP**.

Pri pohľade na príspevky jednotlivých faktorov k zmene hrubého dlhu najvýznamnejším faktorom jeho nárastu v prognózovanom období budú plánované deficity rozpočtu verejnej správy. Okrem väčších úrokových nákladov sa v tomto období očakáva aj relatívne veľký, avšak v dôsledku uskutočňovania plánovanej fiškálnej konsolidácie klesajúci primárny deficit. Príspevok zosúladenia dlhu a deficitu k zmene hrubého dlhu bude v prognózovanom období ovplyvnený najmä predpokladaným vývojom vkladov v komerčných bankách, t.j. aktív, ktoré sa nepoužívajú na krytie dlhu. Príkladom je začiatok roku 2011, keď relatívne veľká potreba splatenia cenných papierov si vyžaduje držbu dostatočného množstva likvidných prostriedkov v období pred ich splatením, t.j. na konci roku 2010. To znamená, že tieto prostriedky nemôžu byť použité na krytie dlhu, čo vedie k väčšiemu hrubému dlhu na konci tohto roku popri existencii väčšieho množstva aktív. V prognóze nie sú zahrnuté možné garancie v súvislosti s EFSF.

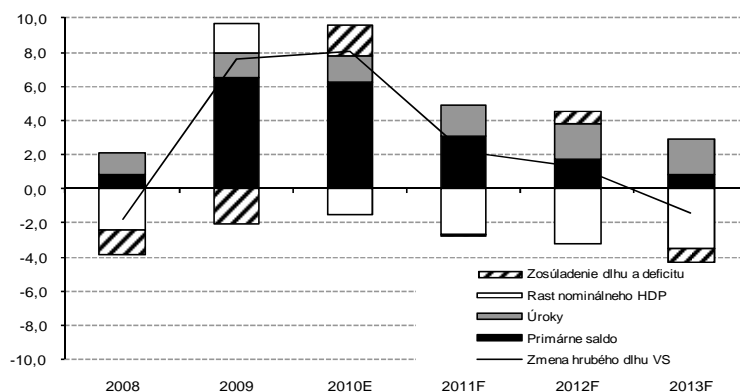
Na druhej strane možno predpokladať, že k poklesu dlhu na HDP bude prispievať rast nominálneho HDP, ktorý v roku 2013 v plnej miere vykompenzuje ostatné vyššie spomenuté negatívne faktory. Z tohto dôvodu už v roku 2013 prognóza predpokladá mierny pokles dlhu v pomere k HDP.

<sup>3</sup> údaje podľa Návrhu rozpočtu verejnej správy na roky 2011 až 2013 (november 2010)

<sup>4</sup> Potreba uskutočnenia opatrení v hodnote 2,5% HDP v roku 2011 vyplynula z porovnania scenára bez zmien v existujúcich politikách, v rámci ktorého by deficit verejnej správy dosiahol 7,4% HDP v roku 2011 a cieľovej hodnoty deficitu v hodnote 4,9% HDP.

<sup>5</sup> Čistá potreba refinancovania predstavuje prostriedky, ktoré sa musia pri riadení dlhu získať v danom roku nad rámec splátok existujúcich dlhopisov a úverov. Vypočítaná je ako hotovostný deficit štátneho rozpočtu upravený o zmenu zdrojov Štátnej pokladnice použitých na krytie dlhu.

### Príspevky faktorov k zmene hrubého dlhu verejnej správy (p. b.)



Zdroj: Ministerstvo financií

Z uvedených prognóz je zrejmé, že predpokladaný makroekonomický a fiškálny vývoj podstatne ovplyvní aj riadenie štátneho dlhu. Napriek očakávanému pokračovaniu v oživení ekonomiky a ambicióznym fiškálnym cieľom, makroekonomická situácia na Slovensku bude determinovaná najmä vývojom globálnej ekonomiky, čo predstavuje isté riziká pre budúci fiškálny vývoj, a tým aj pre riadenie štátneho dlhu.

**Ambíciou fiškálnej politiky bude presadenie a udržanie Slovenska medzi tzv. „jadrovými“ krajinami eurozóny. Preto sa okrem dodržania konsolidácie príjme legislatíva v priebehu roku 2011 na zriadenie nezávislej fiškálnej rady spolu s dlhovým pravidlom.**

### 3. Strategické ciele riadenia štátneho dlhu na roky 2011 až 2014

Hlavným cieľom riadenia štátneho dlhu je zabezpečiť plnenie záväzkov štátu a zabezpečiť refinancovanie na kapitálovom trhu. Ciele formulované v stratégii na roky 2011 až 2014 sú v línii s cieľmi prijatými v stratégii na roky 2007 až 2010. Vývoj v predchádzajúcich rokoch ukázal, že sledované ciele riadenia štátneho dlhu boli vhodné pre podmienky ekonomiky a systému riadenia dlhu v SR. Aktuálna stratégia len mierne modifikuje kvantitatívne ciele riadenia rizika, optimalizáciu štruktúry neobchodovateľného dlhu, zavádza limit pre sledovanie cudzomenového rizika a pridáva ciele týkajúce sa diverzifikácie investorskej základne a skvalitnenia infraštruktúry štátneho dlhu.

#### 1. Štandardizovanie vlastností nových emisií cenných papierov

Likviditu na sekundárnom trhu cenných papierov, ktorá je dôležitá z pohľadu investorov, je možné podporiť vydávaním emisií štandardnej veľkosti. Veľkosť štandardnej emisie štátnych pokladničných poukázok (ŠPP) a dlhopisov (v menovitej hodnote) bude najmenej 1 mld. Eur. **Podstatná časť potreby bude financovaná prostredníctvom benchmarkových emisií dlhopisov s pevným výnosom (5, 10 a 15 rokov) a s veľkosťou (v menovitej hodnote) najmenej 3 mld. Eur.** Ak to situácia na finančných trhoch dovoľí (aj vo forme priaznivej ceny), **bude snaha predĺžiť výnosovú krivku na splatnosť 20, resp. 30 rokov** aj z dôvodu, aby v ekonomike existoval mechanizmus pre ocenenie dlhodobých finančných aktív a pasív. Okrem toho bude vyvíjaná snaha o realizáciu spätného odkupovania štátnych dlhopisov a ŠPP a výmenu dlhopisov z emisií pred splatnosťou za dlhopisy z novootvorených emisií s cieľom eliminovať výkyvy v cash flow spôsobené najmä veľkými menovitými hodnotami nových emisií.

#### 2. Optimalizovanie štruktúry neobchodovateľného dlhu

Ďalším cieľom je pokračovať v snahe o znižovanie podielu neobchodovateľného dlhu (predovšetkým vládnych úverov), pričom do úvahy budú brané relevantné finančné podmienky. Prijímanie nových úverov bude obmedzené na prípady, keď je úver ekonomicky výhodnejší (alebo porovnateľný) ako vydanie cenného papiera (štátneho dlhopisu), prípadne prinesie ešte ďalšie sekundárne – vedľajšie prínosy pre štát.

#### 3. Dozrievanie parametrov refinančného, úrokového a cudzomenového rizika štátneho dlhu

Pokračovať v sledovaní refinančného a úrokového rizika s mierne modifikovanými parametrami. V predchádzajúcom období boli stanovené dva rôzne typy limitov pre sledovanie rizík kumulatívnej splatnosti a precenenia dlhu. Vzhľadom na skúsenosť s novoprijatou menou euro, lepšími možnosťami zabezpečenia likvidity, ktoré vstup do eurozóny priniesol a v záujme zjednodušenia sledovania týchto dvoch typov rizík sa budú v nasledujúcom období sledovať rovnaké (v porovnaní s predchádzajúcou stratégiou mierne vyššie) parametre pri oboch typoch rizík. Údaje z predošlých rokov ukázali, že zahrnutie nákladovo výhodných krátkodobých zdrojov zo ŠP a peňažného trhu zväčšujú monitorovanú hodnotu kritérií najmä v prvom roku. Preto do kritéria budú vstupovať čisté záväzky (to znamená, budú sa odraťovať vklady na peňažnom trhu). To môže spôsobiť kolísanie (volatilitu) tohto parametra v intervale 0 až 10%. Pre **refinančné riziko** a **riziko z precenenia** bude strategickým zámerom udržiavanie **hodnoty splatných aj preceňovaných finančných záväzkov štátu v prvom roku blízko úrovne 25% celkových finančných záväzkov štátu** a udržiavanie **hodnoty splatných aj preceňovaných finančných záväzkov štátu kumulatívne za päť rokov blízko úrovne 65% celkových finančných záväzkov**. Udržanie týchto hodnôt predpokladá štandardné podmienky vývoja finančných trhov a štandardný makroekonomický a fiškálny vývoja ekonomiky SR v rámci eurozóny. Udržiavanie hodnôt aj v prípade neštandardných podmienok môže viesť k zväčšeniu výdavkov na obsluhu dlhu.

V rámci systému monitorovania a vyhodnocovania rizík je stanovený nový limit pre sledovanie cudzomenového rizika štátneho dlhu. Pre riadenie cudzomenového rizika bude strategickým zámerom dodržanie limitu otvorenej **nezabezpečenej cudzomenovej pozície štátneho dlhu pod úrovňou 5% v pomere k celkovému štátnemu dlhu**.

#### 4. Diverzifikácia investorskej základne

Komunikáciu emitenta (MF SR) s investormi, ratingovými agentúrami a ďalšími finančnými inštitúciami je potrebné naďalej rozvíjať a zlepšovať pravidelnými stretnutiami a prezentáciami výsledkov a zámerov emitenta na investorských konferenciách. Pre lepšiu propagáciu Slovenska a jeho štátneho dlhu bude potrebné **realizovať ročne najmenej jedno informačno-prezentačné stretnutie so súčasnými a potenciálnymi investormi do štátneho dlhu SR**. Prioritnou snahou najmä v oblasti vydávania nových benchmarkových emisií bude ďalšia diverzifikácia investorskej bázy so snahou získania nových investorov do štátneho dlhu SR z hľadiska ich geografického pôvodu a typu. Dôraz bude kladený na ďalšie zväčšenie podielu v krajinách EÚ, ako aj mimo eurozóny, kde sa doteraz predávalo menej slovenských dlhopisov a na prítiahnutie dlhodobých nebankových investorov. Tomuto procesu výrazne napomôže zavedenie systému primárnych dealerov. Tiež väčšie zapojenie (ďalších) domácich subjektov do financovania vládneho dlhu, najmä penzijných fondov môže pomôcť pri refinancovaní vládneho dlhu v kritickom období, keďže úspory v druhom pilieri by po prijatí navrhovaných zmien v legislatíve mohli v tomto období predstavovať stabilný zdroj financovania.

#### 5. Skvalitnenie infraštruktúry riadenia štátneho dlhu (primárni dealeri, ISDA zmluvy, brokeri, zlepšiť podmienky vysporiadania CP)

S cieľom zlepšenia likvidity ŠCP na sekundárnom trhu je potrebné zaviesť systém primárnych dealerov pre primárny trh štátnych cenných papierov vytvorením skupiny najaktívnejších domácich a zahraničných bánk. Pre zahraničných investorov je nevyhnutné zabezpečiť **medzinárodne štandardné podmienky vysporiadania ŠCP** v SR. S cieľom skvalitniť a rozšíriť rozsah finančných nástrojov pre zabezpečenie rizík v rámci stanovených parametrov je potrebné zabezpečiť vytvorenie právneho podkladu (**ISDA zmluva**) pre uzatváranie obchodov s finančnými derivátmi. Využitie služieb brokerov zlepší informovanosť o aktuálnych trhových podmienkach a môže priniesť mierne zlacnenie finančných operácií štátu. Toto skvalitnenie infraštruktúry by malo byť realizované **do konca roku 2011**.

## Príloha- Riadenie finančných rizík štátneho dlhu

Riadenie štátneho dlhu je založené na nastavení cieľových hodnôt (alebo hraníc, resp. rozsahu) rizika a ich dodržiavani, resp. približovaní sa k stanoveným hodnotám (v zmysle aktuálnej stratégie na roky 2011 až 2014). Tým sú determinované výdavky spojené s obsluhou dlhového portfólia. Medzi najdôležitejšie riziká štátneho dlhu možno zaradiť tieto:

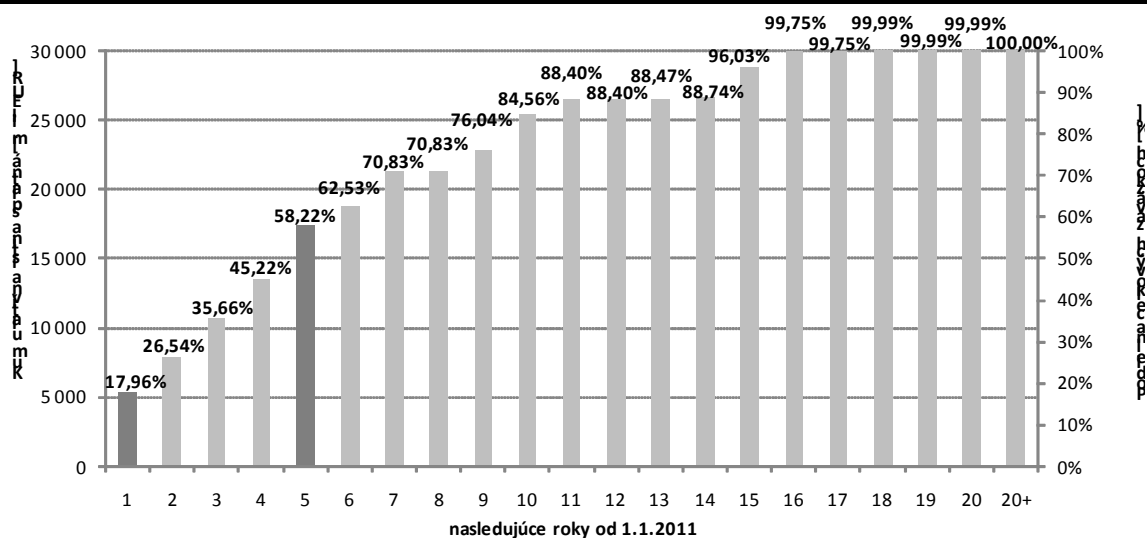
### REFINANČNÉ RIZIKO

Refinančné riziko predstavuje možnosť straty schopnosti štátu refinancovať sa a plniť svoje záväzky v čase ich splatnosti, resp. schopnosť splniť si svoje záväzky len pomocou núdzových opatrení, pravdepodobne za oveľa väčšiu cenu ako obvykle. Riziko vyplýva aj z neistoty, či požadované obchody budú môcť byť na finančných trhoch v plnej miere realizované. Toto riziko je sledované prostredníctvom ukazovateľov kumulatívnej splatnosti, t.j. súčtu všetkých splatných záväzkov v stanovenom období.

- Ukazovateľ kumulatívnej splatnosti v jednom roku
- Ukazovateľ kumulatívnej splatnosti do 5 rokov

Na obdobie rokov 2011-2014 bude strategickým zámerom udržiavanie podielu súčtu všetkých splatných záväzkov v období do jedného roka k celkovým finančným záväzkom čo najbližšie k hodnote 25 % a udržiavanie podielu súčtu všetkých splatných záväzkov v období do piatich rokov k celkovým finančným záväzkom čo najbližšie k hodnote 65%. Dodržanie týchto parametrov predpokladá štandardné podmienky vývoja finančných trhov, makroekonomického a fiškálneho vývoja ekonomiky SR v rámci eurozóny. Rozhodnutie o dodržaní parametrov aj v prípade neštandardných podmienok môže viesť k podstatnému zväčšeniu výdavkov ŠR na obsluhu dlhu.

Kumulatívne refinančné riziko v jednotlivých rokoch (% k 31.12.2010)



Zdroj: ARDAL

### ÚROKOVÉ RIZIKO

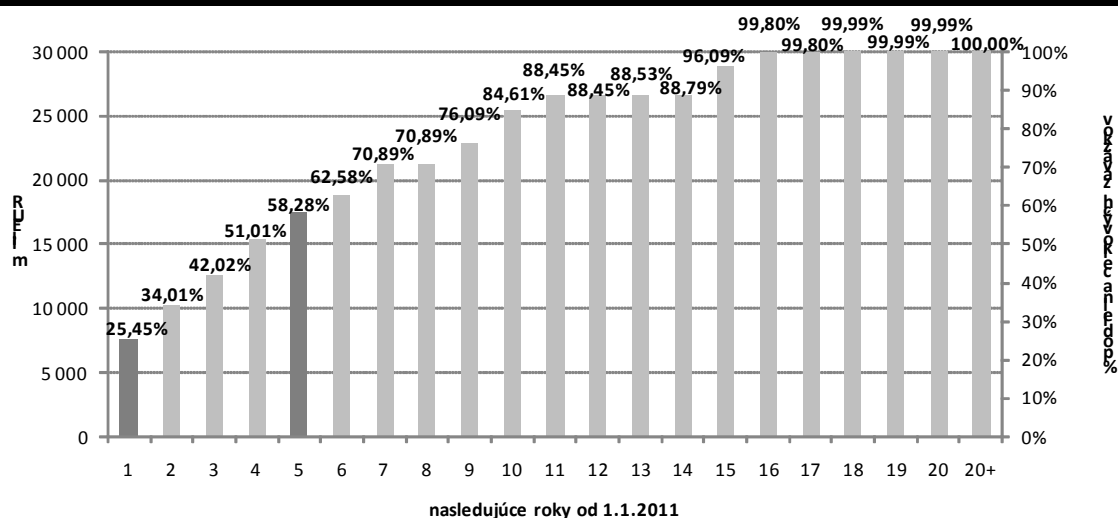
Úrokové riziko predstavuje riziko zmeny výdavkov spojených s portfóliom štátneho dlhu v dôsledku zmien trhových úrokových sadzieb. Ukazovatele precenenia dlhu, ktorými sa toho riziko riadi, vyjadrujú mieru ohrozenia – rastu (poklesu) výdavkov v dôsledku nepriaznivých (priaznivých) pohybov úrokových sadzieb. Sekundárne sa pri úrokovom riziku sleduje aj vývoj celkovej durácie portfólia.

- Ukazovateľ precenenia dlhu v jednom roku
- Ukazovateľ precenenia dlhu do 5 rokov
- Sledovanie durácie a priemernej splatnosti portfólia (sekundárne ukazovatele)



Podobne ako pri refinančnom riziku aj tu bude strategickým zámerom udržiavanie podielu súčtu všetkých záväzkov preceňovaných v období do jedného roka k celkovým finančným záväzkom čo najbližšie k hodnote 25% a udržiavanie podielu súčtu všetkých splatných záväzkov preceňovaných v období do piatich rokov k celkovým finančným záväzkom čo najbližšie k hodnote 65%. Splnenie týchto parametrov tiež predpokladá štandardné podmienky vývoja finančných trhov, ekonomiky a fiškálnej pozície štátu.

#### Kumulatívne úrokové riziko v jednotlivých rokoch (% k 31.12.2010)



Zdroj: ARDAL

### KURZOVÉ RIZIKO

Kurzové riziko predstavuje riziko straty spôsobenej zmenou kurzov iných mien a ich vplyv na aktíva a pasíva štátu. Vzhľadom na činnosti, ktoré v mene MF SR vykonáva ARDAL, toto riziko môže vzniknúť len v prípade, že na financovanie záväzkov štátu budú prijaté zdroje v cudzej mene a tie budú bez zabezpečovacích operácií konvertované do EUR.

- Ukazovateľ otvorenej nezabezpečenej cudzomenovej pozície finančných záväzkov štátu

V prípade výhodných podmienok na trhu, bude snahou MF SR diverzifikovať dlhové portfólio aj z hľadiska menovej štruktúry. Stratégia preto zavádza limit pre riadenie kurzového rizika. Strategickým zámerom štátu bude udržanie otvorenej nezabezpečenej cudzomenovej pozície finančných záväzkov štátu pod úrovňou 5% v pomere k celkovým finančným záväzkom štátu. Pre aktívne riadenie cudzomenovej pozície bude potrebné v systéme Štátnej pokladnice vytvoriť vhodné technické podmienky.

### KREDITNÉ RIZIKO

Kreditné riziko predstavuje riziko straty vyplývajúce z toho, že dlžník alebo iná zmluvná strana zlyhá pri plnení svojich záväzkov vyplývajúcich z dohodnutých podmienok. Kreditné riziko zahŕňa aj riziko druhého štátu (napr. ak príslušné orgány štátu alebo centrálnej banky nebudú schopné alebo ochotné splniť svoje záväzky voči zahraničiu a ostatní dlžníci v príslušnom štáte nebudú schopní splniť svoje záväzky z dôvodu, že sú rezidentmi tohto štátu), riziko koncentrácie, riziko protistrany, či riziko vysporiadania obchodov vyplývajúce z toho, že vysporiadanie finančnej transakcie sa nemusí zrealizovať podľa dohodnutých podmienok. Kreditné riziko je riadené prostredníctvom limitov, ktoré predstavujú maximálnu hodnotu finančných prostriedkov v jednom okamihu deponovaných (uložených) u konkrétnej obchodnej protistrany, či už štátu, bankovej skupiny alebo konkrétnej banky. Stanovenie a kontrola limitov sú riadené internými predpismi MF SR.

Princíp stanovenia a kontroly limitov je založený na základe externých ratingov najvýznamnejších nezávislých ratingových agentúr (Moody's, S&P, Fitch). Pre kreditné limity na jednotlivé protistrany je zavedený systém priebežnej kontroly ich dodržiavania. Napriek viacerým možným výhradám voči spoľahlivosti externých ratingov, predstavuje ich využitie v dnešnom finančnom svete jedinou dostupnú alternatívu získania informácií o finančnom zdraví a kredibilitate obchodných protistrán. Vychádzajúc z princípu obozretnosti sa pri kreditnom riziku okrem využitia ratingov kontinuálne monitoruje situácia na finančných trhoch, vyhodnocujú sa všetky dostupné informácie z trhu (napr. credit default spreads), prípadne sa využívajú aj vlastné ratingové alebo skóringové hodnotenia jednotlivých subjektov.