

Stratégia riadenia štátneho dlhu na roky 2015 až 2018

Obsah

Obsah.....	1
1. Riadenie a vývoj štátneho dlhu v rokoch 2011-2014.....	3
1.1. Zhodnotenie plnenia Stratégie riadenia štátneho dlhu v rokoch 2011 až 2014.....	3
1.2. Štruktúra a vývoj štátneho dlhu v SR.....	6
1.3. Stav dlhového portfólia	8
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 2015 až 2018	13
4. Záver.....	14

Úvod

Stratégia riadenia štátneho dlhu na roky 2015 až 2018 bola pripravená v období, keď kríza už prekonalala svoju kulmináciu nielen na finančných trhoch, ale aj v reálnej ekonomike. V období, keď stabilizácia svetového hospodárstva pokročila a niektoré krajiny, ktoré sa počas dlhovej krízy nedokázali refinancovať na kapitálových trhoch, sa postupne vracajú úspešnými emisiami na trh.

Slovenské hospodárstvo si vedie takmer vo všetkých ohľadoch dobre, ekonomika rastie nepretržite od 2. štvrťroku 2009 a dosahuje jeden z najväčších rastov HDP v EÚ, inflácia je pod kontrolou na stabilne nízkych úrovniach a platobná bilancia je už druhý rok pozitívna. Pretrvávajúcim dlhodobým problémom Slovenska je stále relatívne veľká nezamestnanosť.

V oblasti riadenia a refinancovania štátneho dlhu Slovensko prekonalalo finančnú a dlhovú krízu v rokoch 2009 až 2012 bez problémov. Dôvodom bolo dôsledné napĺňanie Stratégie riadenia štátneho dlhu, dobrý rating, pozitívne vnímanie krajiny investormi, konsolidačné úsilie vlády a stabilný bankový sektor. Stabilita financovania štátu významne napomohla rozsiahla diverzifikácia investorskej bázy prostredníctvom emisií dlhopisov vydaných mimo eurozóny, v menách iných krajín, ktorá začala v roku 2012. V súčasnosti pokrývajú investori mimo eurozóny v iných menách ako euro približne 10 % hodnoty štátneho dlhu Slovenska. Diverzifikácia priniesla alternatívnu možnosť získavania zdrojov pre financovanie štátu, zvýšenie dopytu zo strany tradičných dlhopisových investorov a pozitívny marketing krajiny na trhoch, kde Slovensko z hľadiska svojej veľkosti a významu nie je známym emitentom štátnych dlhopisov. Úspešné emisie na americkom, švajčiarskom a českom trhu vytvárali od roku 2012 postupný nepriamy tlak na znižovanie prirážok slovenských štátnych dlhopisov, vydaných na domácom európskom kapitálovom trhu.

Finančné potreby štátu (splatné záväzky a priebežné financovanie deficitu štátneho rozpočtu) boli v roku 2011 čiastočne kryté rezervami a zdrojmi zo Štátnej pokladnice. Dôvodom boli opakované turbulencie na finančných trhoch koncom roka 2011. Následne v roku 2012 bolo vydaných viac dlhopisov, než vyžadovalo priebežné financovanie štátu, čo stačilo nielen na nahradenie zdrojov zo ŠP, ale aj na zväčšenie hotovostnej rezervy. Situácia sa zmenila v roku 2013 a najmä v roku 2014, keď sa opäť postupne znižovala hotovostná rezerva. V tomto prípade však nebola dôvodom situácia na finančných trhoch, ale potreba prispôbiť vydávanie nového dlhu zákonu o rozpočtovej zodpovednosti. Zníženie hotovostnej rezervy bolo aj dôsledkom predčasného odkúpenia časti štátnych dlhopisov pred splatnosťou, čo prinieslo komfortnejšie splácanie veľkých emisií štátnych dlhopisov a miernu redukciu nákladov spojených s držbou hotovostnej rezervy. Konsolidácia na kapitálových trhoch priniesla postupne výhodné podmienky pre „bezpečné“ krajiny v podobe úrokových sadzieb na úrovni historických miním a pre Slovensko navyše aj dopyt tých investorov, ktorí obmedzili z dôvodu dlhovej krízy nákupy dlhopisov „okrajových“ krajín. Konsolidáciu na finančných trhoch a historicky minimálne úrokové sadzby využilo Slovensko na podstatné zlepšenie rizikového profilu portfólia štátneho dlhu smerom k väčšej priemernej splatnosti a menšiemu riziku možného negatívneho preceňovania portfólia. Tento princíp správy portfólia je štandardom pre krajiny s rozvinutým kapitálovým trhom a sofistikovaným riadením štátneho dlhu. Táto potrebná a dlhovou krízou vynútená stabilizácia portfólia štátneho dlhu sa uskutočnila v rokoch 2011 až 2014 bez významného nárastu priemerných nákladov na správu štátneho dlhu.

Navrhovaná Stratégia riadenia dlhu na roky 2015 až 2018 nadväzuje v princípoch na predchádzajúcu stratégiu. Vývoj verejných financií a nákladov na správu štátneho dlhu v posledných rokoch a najmä hodnotenie Slovenska investormi, bankami a ratingovými spoločnosťami ukázali, že sledované ciele riadenia štátneho dlhu na roky 2011 až 2014 boli vhodne nastavené pre podmienky slovenskej ekonomiky, verejných financií a systému riadenia štátneho dlhu SR. Vzhľadom na obmedzenú kapacitu regionálneho dlhopisového trhu, stále sprisňujúcu sa všeobecnú finančnú reguláciu a kumulatívny nárast absolútnej hodnoty štátneho dlhu SR je potrebné posunúť parametre cielene riadeného portfólia do oblasti menšieho rizika. Novým nastavením rizikových parametrov sa Slovensko v oblasti riadenia štátneho dlhu priradí k jadrovým krajinám eurozóny s moderným a prísny prístupom k riadeniu finančného rizika. Ciele v navrhovanej stratégii sú v línii s cieľmi definovanými v predchádzajúcich stratégiách riadenia štátneho dlhu. Nová stratégia mierne modifikuje kvantitatívne primárne ciele riadenia rizika.

1. Riadenie a vývoj štátneho dlhu v rokoch 2011-2014

1.1. Zhodnotenie plnenia Stratégie riadenia štátneho dlhu v rokoch 2011 až 2014

Ciele riadenia štátneho dlhu v rokoch 2011 až 2014 sa oproti predchádzajúcej Stratégii riadenia štátneho dlhu významne nezmenili a aktuálna stratégia kontinuálne nadviazala na predchádzajúce stratégie. Zachované zostali primárne ciele, ktorými sú zabezpečenie likvidity a prístupu na trh pre financovanie potrieb štátu transparentným, obozretným a nákladovo úsporným spôsobom a súčasne udržanie rizík obsiahnutých v dlhu na akceptovateľnej úrovni.

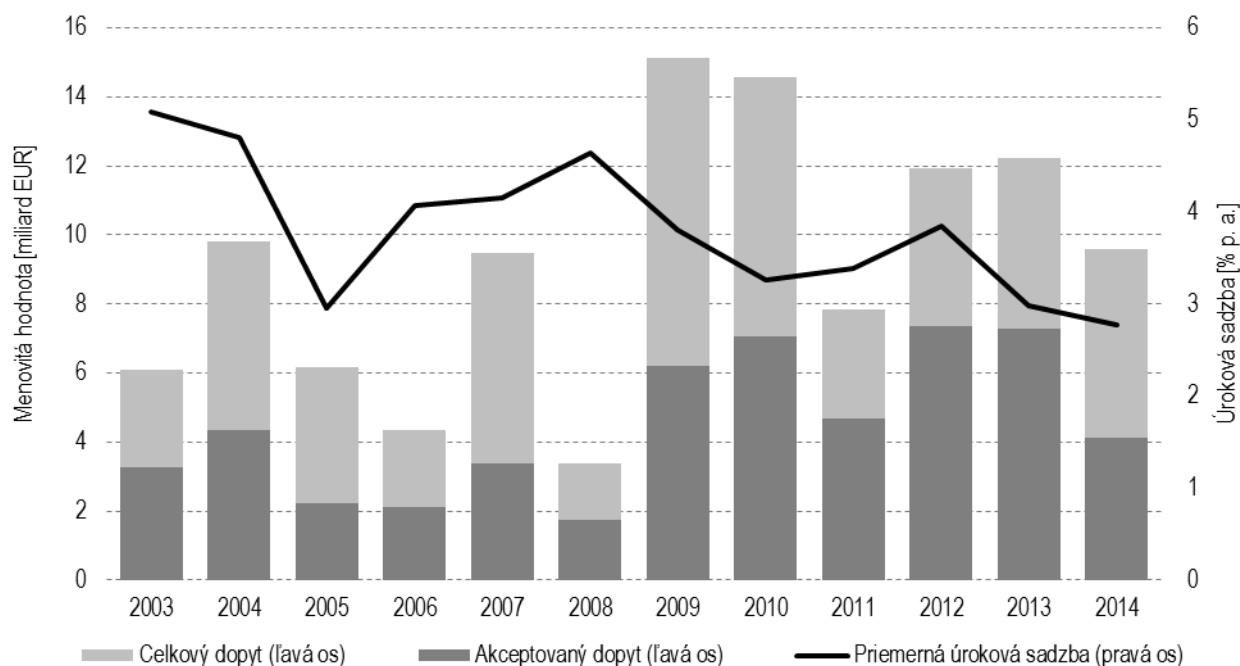
Plnenie parciálnych cieľov:

1 - Štandardizovanie vlastností nových emisií cenných papierov

V rokoch 2011 až 2014 bolo na domácom trhu otvorených 11 nových línií dlhopisov, z toho 8 bolo uskutočnených pomocou syndikátu bánk. V uvedenom období bolo splatených 17 emisií, z toho jedna emisia registrovaná v zahraničí. K 30.06.2014 malo MF SR „živých“ celkovo 31 emisií (z toho 14 emisií registrovaných v zahraničí). Novootvorené domáce benchmarkové emisie majú obmedzenú maximálnu menovitú hodnotu na štandardných 3,0 mld. eur, nové ostatné emisie majú obvykle maximálnu menovitú hodnotu 1,5 mld. eur. V rokoch 2013 a 2014 boli vydané dlhopisy s dobou do splatnosti 20 rokov (jedna emisia ako „private placement“). Od roku 2012 ARDAL vo väčšom rozsahu realizuje spätné nákupy štátnych cenných papierov najmä v obdobiach na konci roka, kedy je potrebné upraviť veľkosť dlhu kvôli zákonu o rozpočtovej zodpovednosti, kde sa berie do úvahy iba tzv. hrubý dlh. Spätné nákupy dlhopisov uľahčujú nárazové splácanie veľkých emisií a mierne znižujú náklady na správu hotovostnej rezervy.

Všetky verejne obchodovateľné emitované štátne cenné papiere (denominované v eur) spĺňajú podmienku akceptovateľnosti aktív ECB, takže môžu byť použité v priamych operáciách ECB/NBS alebo ako zábezpeka pri operáciách súvisiacich s výkonom menovej politiky.

Dopyt a akceptovaný dopyt v domácich aukciách ŠD (mld. eur) a úroková sadzba z aukcií (% p. a.)



Pozn. v roku 2014 údaje do 30.06

Zdroj: ARDAL

2 - Optimalizovanie štruktúry neobchodovateľného dlhu

V rokoch 2011 až 2012 bola ukončená intenzívna fáza optimalizácie štruktúry neobchodovateľného dlhu. Všetky úvery, pri ktorých bolo možné predčasné splatenie za finančne priaznivých alebo neutrálnych podmienok, boli predčasne splatené a neobchodovateľný dlh bol nahradený obchodovateľným dlhom (dlhopismi). Nové úvery (okrem realizovaných záruk) boli schvaľované len v prípade ich ekonomickej výhodnosti a „pridanej hodnoty“ vo forme auditu oprávnenosti výdavkov na schválený projekt.

3 - Dodržiavanie parametrov refinančného, úrokového a cudzomenového rizika štátneho dlhu

Pre obdobie 2011 až 2014 boli pre sledovanie refinančného a úrokového rizika stanovené optimálne hodnoty parametrov, v blízkosti ktorých je potrebné udržiavať stav portfólia. Hodnotu splatných aj preceňovaných finančných záväzkov štátu v prvom roku udržiavať blízko úrovne 25 % celkových finančných záväzkov a hodnotu splatných aj preceňovaných finančných záväzkov štátu kumulatívne za päť rokov udržiavať blízko úrovne 65 % celkových finančných záväzkov.

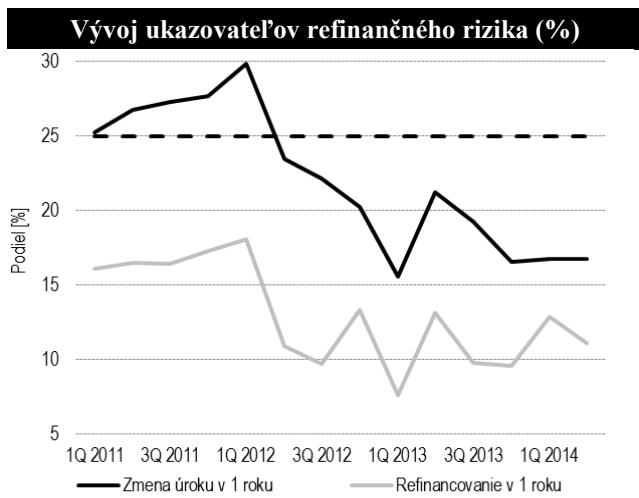
Ukazovatele refinančného rizika a rizika z precenia						
	Priemerná splatnosť* [rok]	Durácia* [rok]	Refinancovanie v 1 roku** (opt. 25 %) [%]	Refinancovanie v 5 rokoch** (opt. 60 %) [%]	Zmena úroku v 1 roku** (opt. 25 %) [%]	Zmena úroku v 5 rokoch** (opt. 65 %) [%]
1Q 2010	4,86	3,99	29,7	74,5	37,8	75,1
2Q 2010	5,23	4,38	25,4	67,2	33,1	67,8
3Q 2010	5,06	4,32	25,9	66,6	32,8	66,7
4Q 2010	5,63	4,62	18,0	58,2	25,4	58,3
1Q 2011	5,67	4,65	16,1	61,4	25,3	61,5
2Q 2011	5,75	4,77	16,5	59,3	26,8	59,3
3Q 2011	5,39	4,51	16,5	59,5	27,3	59,6
4Q 2011	5,15	4,33	17,3	59,6	27,7	59,6
1Q 2012	4,95	4,19	18,1	61,1	29,9	61,1
2Q 2012	5,20	4,47	10,9	62,4	23,5	62,5
3Q 2012	5,39	4,67	9,7	60,2	22,2	60,2
4Q 2012	5,60	4,87	13,3	59,3	20,3	59,3
1Q 2013	6,42	5,54	7,7	50,6	15,6	50,7
2Q 2013	6,37	5,45	13,1	47,6	21,2	47,6
3Q 2013	6,31	5,36	9,8	45,6	19,3	46,8
4Q 2013	6,45	5,44	9,6	47,7	16,6	47,7
1Q 2014	6,93	5,94	11,8	42,2	17,2	42,2
2Q 2014	7,10	6,19	11,1	45,1	16,8	45,1

* Portfólio (Štátne dlhopisy, Štátne pokladničné poukážky, úvery)

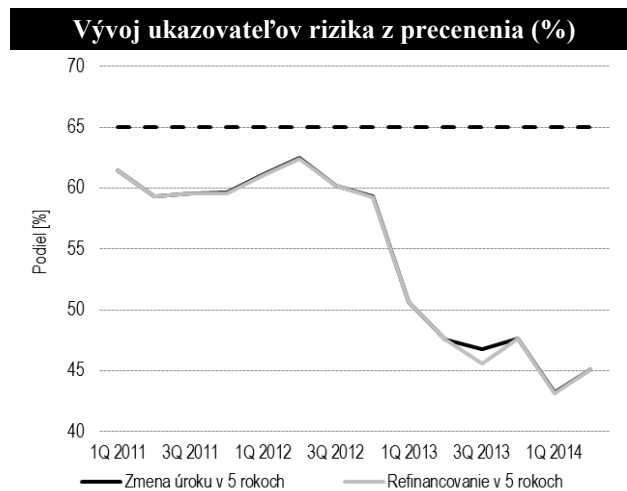
** Celé portfólio (Štátne dlhopisy, Štátne pokladničné poukážky, úvery, peňažný trh a Štátna pokladnica)

Zdroj: ARDAL

Vývoj ukazovateľov refinančného rizika a rizika z precenenia:



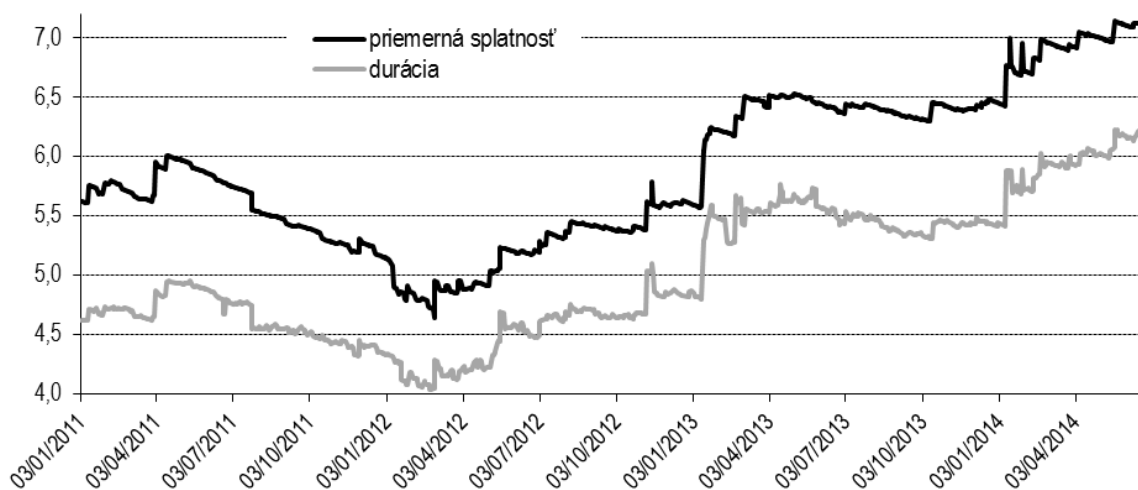
Zdroj: ARDAL



Zdroj: ARDAL

Vývoj na finančných trhoch bol ovplyvnený zásobou centrálnych bánk s krízou, v Európe navyše dlhovou krízou niektorých štátov eurozóny (Grécko, Írsko, Portugalsko, Španielsko, Taliansko a Slovinsko). Po kritickom závere roka 2011 boli v roku 2012 finančné trhy stabilizované opatreniami centrálnych bánk a v Európe aj stabilizačnými mechanizmami. Úrokové sadzby „jadrových“ krajín v dôsledku vývoja na trhoch dosahovali stále nové rekordné minimá. To, spolu so zmenšenou dôverou investorov v „okrajové“ krajiny, znamenalo pre Slovensko v následných rokoch prílev nových investorov, najmä v oblasti stále väčších splatností. Rekordne malé úrokové sadzby sa prejavili aj pri slovenských dlhopisoch, a preto boli uvedené podmienky využité na vydávanie dlhopisov (dlhu) s čo najväčšou dobou do splatnosti (15 až 20 rokov). Parametre portfólia sa takto dostali do oblastí malého rizika, ale vzhľadom k malým a postupne klesajúcim úrokovým sadzbám, nedošlo k zväčšeniu nákladov.

Vývoj priemernej splatnosti (roky) a durácie (roky) štátneho dlhu v rokoch 2011 až 2014



Zdroj: ARDAL

Pre riadenie cudzomenového rizika bolo strategickým zámerom dodržanie limitu otvorenej nezabezpečenej cudzomenovej pozície štátneho dlhu pod úrovňou 5 % v pomere k celkovému štátnemu dlhu. Tento limit bol s veľkou rezervou dodržaný počas celého obdobia (napr. začiatkom roku 2014 bola hodnota nezabezpečeného dlhu v cudzej mene 0,06 % z celého dlhu).

4 - Diverzifikácia investorskej základne

Na stretnutiach s účastníkmi aukcií a na stretnutiach s investormi zástupca emitenta – ARDAL, informoval o aktuálnych zámeroch v oblasti primárneho a sekundárneho trhu štátnych cenných papierov. Každoročne v decembri bol publikovaný plán otvorenia nových línií dlhopisov a ŠPP a tiež harmonogram aukcií štátnych dlhopisov na ďalší rok. ARDAL pravidelne posielala investorom a publikovala na svojej stránke mesačné správy, týkajúce sa činností súvisiacich so správou štátneho dlhu a riadením likvidity. Nepriaznivý vývoj na finančných trhoch (európskom) v roku 2011 bol hlavným dôvodom zintenzívnenia komunikácie s investormi. ARDAL následne v rokoch 2012 a 2013 absolvovala každoročne niekoľko pracovných ciest spojených s návštevami investorov a prezentáciou Slovenska a jeho ekonomiky (roadshow) najmä v Európe (Francúzsko, Nemecko, Švajčiarsko, Nórsko a iné krajiny), ale aj v USA, Japonsku a v Ázii.

Výsledkom diverzifikácie investorskej základne bol predaj 12 tranží šiestich emisií dlhopisov denominovaných v CHF, CZK, JPY, USD a NOK v zahraničí od roku 2012 (okrem CZK boli registrované a kótované v zahraničí). Riziká vyplývajúce z realizovaných transakcií boli eliminované cross currency interest rate swapmi (CCIRS). Zabezpečovacie CCIRS ku každej emisii boli uzatvorené prostredníctvom konkurenčných tendrov s bankami, s ktorými má Slovensko podpísanú ISDA zmluvu pre obchody s finančnými derivátmi. ISDA zmluva s väčšinou bánk obsahuje aj dodatok, určujúci pravidlá pre kolateralizáciu kreditného rizika, čo prináša ďalšie nároky na administratívu a správu.

Diverzifikácia investorskej základne je nevyhnutná najmä z dôvodu každoročných deficitov štátneho rozpočtu, ktoré sú väčšie ako absorpčná kapacita domáceho a regionálneho finančného trhu. Táto diverzifikácia prináša tiež zmenu podielu štátneho dlhu vlastneného domácimi investormi a zahraničnými investormi v prospech zahraničných investorov (väčšie riziko).

5 - Skvalitnenie infraštruktúry riadenia štátneho dlhu (primárni dealeri, ISDA zmluvy, brokeri, zlepšenie podmienok vysporiadania CP)

Systém primárnych dealerov bol zavedený na začiatku roka 2013. Vzhľadom k nie štandardnému fungovaniu vysporiadania transakcií na kapitálovom trhu (nutnosť pre členov BCPB registrovať obchody na BCPB a neexistencia DVP vysporiadania v oblasti OTC obchodov) bolo rozhodnuté zaviesť systém primárnych dealerov zatiaľ len pre primárny trh s tým, že elektronický sekundárny trh spolu s povinnosťou kótovania benchmarkových emisií primárnymi dealermi bude zavedený po vytvorení podmienok pre jeho realizáciu.

V období od začiatku roka 2012 boli uzatvorené zmluvy s desiatimi bankami (ISDA Master Agreement). Banky, s ktorými má Slovensko platné zmluvy môžu byť pozvané do tendra na uzatvorenie zabezpečovacích transakcií. Služby brokerských spoločností (zahraničných) využíva Slovensko na transakcie na peňažnom a na sekundárnom kapitálovom trhu pre spätné nákupy v menšom rozsahu.

1.2. Štruktúra a vývoj štátneho dlhu v SR

Štátny dlh¹ (všetky údaje v menovitej hodnote) v rokoch 2011 až 2014 rástol vplyvom viacerých faktorov. Deficity štátneho rozpočtu prispeli sumou 12,141 mld. eur (z čoho je už realizovaných 9,1 mld. eur v rokoch 2011 až 2013). Príspevkom, ktorý nie je financovaný štátom a zväčšuje dlh len účtovne, sú štátne garancie poskytnuté EFSF v hodnote 1,895 mld. eur. V období rokov 2007 až 2010, kedy boli prejavy krízy väčšie na finančnom trhu ako v reálnej ekonomike, sa dlh Slovenska zväčšil o 10,196 mld. eur. Obdobie rokov 2011 až 2014 možno charakterizovať vyvrcholením krízy na finančnom trhu a následne prejavom krízy v reálnej ekonomike v Európe. Vzhľadom k dlhovej kríze európskych vlád a situácii na peňažnom trhu, začala pri riadení dlhu nadobúdať väčší význam hotovostná rezerva. Riadenie veľkosti hotovostnej rezervy (sledovanej aj ratingovými agentúrami) vytvorenej v rokoch 2012 a 2013 je nepriaznivo ovplyvňované obmedzeniami vyplývajúcimi zo zákona o rozpočtovej zodpovednosti. Podiel štátneho dlhu k HDP dosiahol k 31.12.2013 hodnotu

¹ Štátny dlh pre účely Stratégie riadenia štátneho dlhu vychádza iba z emisnej činnosti ARDALu. Neobsahuje údaje o prevzatých záväzkoch nemocníc, imputovanej pohľadávke EOSA a vklady klientov ŠP nepatriacich do VS.

52,8 %. Takmer celý štátny dlh je krytý emitovanými cennými papiermi, ktorých podiel na celkovom dlhu je 90,2 %, pričom podiel úverov predstavuje 4,9 % (podiel záruk vystavených na záväzky EFSF je 5 %).

Štruktúra štátneho dlhu v menovitej hodnote (v mil. eur)						
	Stav	Stav	Stav	Stav	% z HDP	% z celku
	k 31.12.2011	k 31.12.2012	k 31.12.2013	k 30.6.2014	k 31.12.2013	k 31.12.2013
Cenné papiere	27 029,4	32 776,2	34 326,0	35 582,78	47,6	90,2
Úvery	1 360,6	1 577,9	1 851,6	1 678,05	2,6	4,9
Riziká z realizácie štátnych záruk	172,6	1 494,0	1 894,8	1 895,14	2,6	5,0
Ostatné	8,0	0,0	0,0	0,00	0,0	0,0
Štátny dlh v menovitej hodnote	28 570,6	35 848,1	38 072,4	39 155,97	52,8	100,0

zdroj: MF SR

Z menového hľadiska bol v roku 2014 štátny dlh denominovaný prevažne v eurách. Podiel ostatných mien oproti predchádzajúcemu obdobiu stúpol zo zanedbateľných 0,3 % z celkového dlhu na takmer 8 % z celkového dlhu ku koncu roka 2013. Zmena je spôsobená rozhodnutím prijatým na konci roka 2011 o rozšírení investorskej základne vstupom na cudzomenové kapitálové trhy (registrácia a kótovanie v zahraničných inštitúciách). Napriek nárastu podielu cudzomenových dlhopisov, nezabezpečený podiel cudzomenových záväzkov bol počas celého obdobia oveľa menší ako maximálnych 5 % z celkových záväzkov (0,6 %).

Štátny dlh podľa meny (v mil. eur)						
	Stav	Stav	Stav	Stav	% z HDP	% z celku
	k 31.12.2011	k 31.12.2012	k 31.12.2013	k 30.6.2014	k 31.12.2013	k 31.12.2013
EUR	28 490,0	33 705,7	35 246,6	35 920,97	48,9	92,6
USD	0,0	1 160,1	1 160,1	1 160,09	1,6	3,0
JPY	75,5	61,4	272,8	274,04	0,4	0,7
CZK	0,0	500,0	500,0	500,00	0,7	1,3
CHF	5,0	420,9	892,9	892,90	1,2	2,3
NOK	0,0	0,0	0,0	407,98	0,0	0,0
Štátny dlh v menovitej hodnote	28 570,6	35 848,1	38 072,4	39 155,97	52,8	100,0

zdroj: MF SR

Z teritoriálneho hľadiska predstavoval k 30.6.2014 domáci štátny dlh (veriteľom je rezident) 34,9 % a zahraničný dlh (veriteľom je nerezident) 65,1 % z celkového dlhu. Štátny dlh bol krytý prevažne zahraničnými subjektmi, čiastočne komerčnými bankami, poisťovňami, penzijnými a investičnými fondmi. Zmena pomeru vo vlastníctve oproti predošlým obdobiam je spôsobená najmä tým, že v domácej ekonomike, napriek jednému z najväčších rastov HDP v Európe, nerastie kapacita domáceho kapitálového trhu takým rýchlym tempom, akým rastie dlh. Veľká časť deficitu verejného rozpočtu sa preto musí „vyvážať“ do zahraničia.

Domáci a zahraničný štátny dlh (v mil. eur)						
	Stav	Stav	Stav	Stav	% z HDP	% z celku
	k 31.12.2011	k 31.12.2012	k 31.12.2013	k 30.6.2014	k 31.12.2013	k 31.12.2013
domáci	16 662,1	18 296,4	13 682,9	13 656,37	19,0	35,9
zahraničný	11 908,4	17 551,8	24 389,5	25 499,60	33,8	64,1
Štátny dlh v menovitej hodnote	28 570,6	35 848,1	38 072,4	39 155,97	52,8	100,0

zdroj: MF SR

Dlhodobý dlh (splatnosť nad jeden rok) k 30.6.2014 tvorí 100 % celkového dlhu. Od roku 2011 nebolo potrebné použitie krátkodobých zdrojov na krytie štátneho dlhu, štátne pokladničné poukážky boli používané ako rezerva a nástroj na „doladenie“ cash flow štátu.

Krátkodobý a dlhodobý štátny dlh (v mil. eur)						
	Stav	Stav	Stav	Stav	% z HDP	% z celku
	k 31.12.2011	k 31.12.2012	k 31.12.2013	k 30.6.2014	k 31.12.2013	k 31.12.2013

krátkodobý	1 136,9	1 316,0	11,5	0,00	0,0	0,0
dlhodobý	27 433,7	34 532,1	38 060,9	39 155,97	52,8	100,0
Štátny dlh v menovitej hodnote	28 570,6	35 848,1	38 072,4	39 155,97	52,8	100,0

zdroj: MF SR

1.3. Stav dlhového portfólia

Udalosti na finančnom trhu v posledných rokoch znamenali zmenšenie alebo až pozastavenie investovania niektorých investorov do dlhu niektorých krajín eurozóny (Grécko, Írsko a iné) a hľadanie iných investičných príležitostí. Slovensko, so stabilizovaným bankovým sektorom a dobrými parametrami ekonomiky, bolo veľmi vhodným kandidátom pre investície, keďže úrokové sadzby Slovenska boli väčšie ako pri všetkých „jadrových“ krajinách eurozóny. V honbe za väčšími úrokovými sadzbami boli investori ochotní investovať aj do splatností, ktoré dovtedy boli pre Slovensko nedostupné z dôvodu príliš veľkých úrokových nákladov alebo nemožnosti umiestenia dostatočnej menovitej hodnoty novej emisie. Takáto situácia umožnila Slovensku vydávanie dlhopisov so splatnosťami väčšími ako 10 rokov pri pomerne dobrých úrokových sadzbách. Na dlhovom portfóliu sa to prejavilo v tom, že sledované parametre portfólia sa dostali ďaleko do oblasti menšieho rizika pri nezväčšených, stabilných nákladoch. Takýto stav portfólia umožní v budúcnosti dlhodobejšie udržať približne rovnaké relatívne náklady (pri abstrahovaní od zväčšovania dlhu) aj pri zväčšení úrokových sadzieb na finančnom trhu pri dodržaní rizikových parametrov portfólia.

Navyše Slovensko svojím diverzifikačným úsilím ukázalo, že si dokáže sprístupniť aj iné kapitálové trhy, napr. v roku 2012 švajčiarsky, americký, a ako prvá krajina aj český trh. V roku 2013 to bol japonský trh a v roku 2014 nórsky trh.

Vydávanie dlhopisov na zahraničných kapitálových trhoch prináša potrebu zabezpečenia rizík vyplývajúcich z takýchto emisií derivátovými obchodmi (hlavne CCIRS). Vzhľadom k relatívne dlhej splatnosti derivátových obchodov, ktorá korešponduje so splatnosťou vydaných dlhopisov, je potrebná robustná právna dokumentácia (ISDA zmluva), ktorá „ošetruje“ takéto obchody pre prípad zlyhania niektorej z protistrán. Kreditné riziko protistrany vyplývajúce zo zmeny trhovej hodnoty derivátu výrazne znižuje tzv. kolateralizácia, ktorej pravidlá určuje dodatok (CSA) k ISDA zmluve. Takáto komplexná dokumentácia je v súčasnej dobe trhovým štandardom.

Správa derivátového portfólia a s ňou súvisiace riadenie kolaterálov spôsobuje väčšie personálne, procesné a systémové nároky. Ako kolaterál sa používa hotovosť v mene eur - zostatok na účte vedenom u protistrany, v prospech ktorej je aktuálna trhovú hodnotu derivátu. Takto prijatý kolaterál je záväzkom voči protistrane a stáva sa súčasťou dlhu.

2. Makroekonomické východiská a fiškálny výhľad

Svetová ekonomika prešla v uplynulých rokoch krehkým zotavovaním sa po najhoršej hospodárskej kríze od Veľkej hospodárskej krízy v 30-tych rokoch 20. storočia. Situácia na finančných trhoch sa výrazne stabilizovala predovšetkým od roku 2012 pod výrazným vplyvom konania centrálnych bánk. Ekonomiky viacerých krajín vrátane Slovenska zaznamenali výrazný pokles úrokových sadzieb a zlepšenie podmienok na riadenie dlhu. 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 2011 až 2014*. V nasledujúcich rokoch sa predpokladá pokračujúce oživenie ekonomík a postupný nárast sadzieb z ich historických miním, čo bude ovplyvňovať ekonomiku a riadenie dlhu aj v najbližších rokoch, v horizonte stratégie na roky 2015 až 2018.

2.1. Vývoj na finančných trhoch a makroekonomické východiská

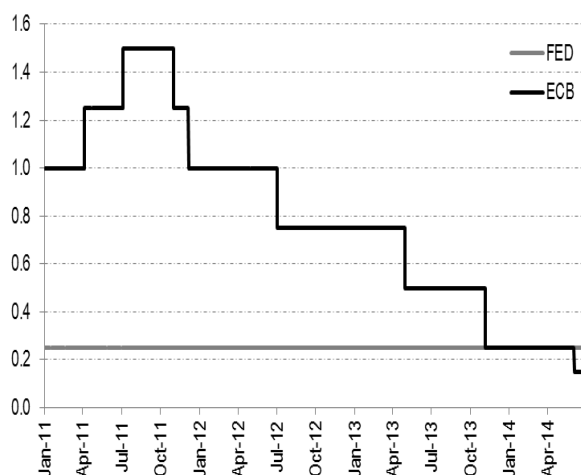
Obdobie predošlej stratégie sa nieslo v duchu doznievania krízy a snahe centrálnych bánk o naštartovanie hospodárskeho rastu cez bezprecedentne uvoľnenú monetárnu politiku. Základné sadzby hlavných centrálnych bánk sa tak držali na rekordných minimách, rovnako ako sadzby na peňažnom trhu. Akcie sa z krízy zotavili relatívne rýchlo a väčšina svetových indexov prekonalala svoje dlhoročné alebo historické maximá. Výrazne sa upokojila aj situácia na dlhopisovom trhu, kde klesali výnosy dlhopisov naprieč celým spektrom, od korporátnych po vládne, od krajín bezpečného jadra eurozóny až po periférne krajiny na juhu Európy.

Americký FED udržiaval v rokoch 2011 – 2014 uvoľnenú menovú politiku. Základná sadzba bola naďalej na historicky najnižšej úrovni 0,25 % p. a.. FED tiež pokračoval vo využívaní nekonvenčných nástrojov. V prvej polovici roka 2011 sa skončilo druhé kolo kvantitatívneho uvoľňovania, počas ktorého FED nakúpil štátne dlhopisy v hodnote 600 mld. USD. Tretie kolo kvantitatívneho uvoľňovania bolo ohlásené v septembri roka 2012 bez vopred stanovenej doby ukončenia. Mesačné nákupy aktív (americké dlhopisy a hypotekárne cenné papiere) boli v decembri 2012 navýšené z pôvodných 40 mld. na 85 mld. USD a začali postupne klesať až začiatkom roka 2014. Očakáva sa ukončenie nákupov aktív do konca roka 2014 a postupné zvyšovanie sadzieb od roka 2015.

ECB po krátkodobom navýšení základnej sadzby v roku 2011 z 1 % p. a. na 1,5 % p. a. pokračovala po vzore FEDu v uvoľňovaní svojej menovej politiky. Všetky úrokové sadzby boli postupne (naposledy v júni 2014) znížené na historické minimum. Základná úroková sadzba je v súčasnosti 0,15 % p. a. a depozitná sadzba je -0,1 % p. a. Bezprecedentné nastavenie depozitnej sadzby do záporných hodnôt má motivovať banky k poskytovaniu úverov. ECB tiež pokračovala v podpore ekonomiky eurozóny s využitím dlhodobých refinančných operácií (LTRO) a ústnymi intervenciami. Úvery s nízkym úrokom poskytla ECB na dobu 36 mesiacov v roku 2011 (489,2 mld. eur) a 2012 (529,5 mld. eur). V roku 2012 sľuboval prezident ECB, Mario Draghi, bezprostredné nákupy dlhopisov problémových krajín eurozóny. Jeho vyhlásenia pomohli k upokojeniu nálad na trhu a eliminovali riziko rozpadu eurozóny. V druhej polovici roka 2014 bude spustený nový program LTRO cielený na podporu úverov súkromnému nefinančnému sektoru. Očakáva sa dlhodobjšie udržanie nízkych sadzieb zo strany ECB.

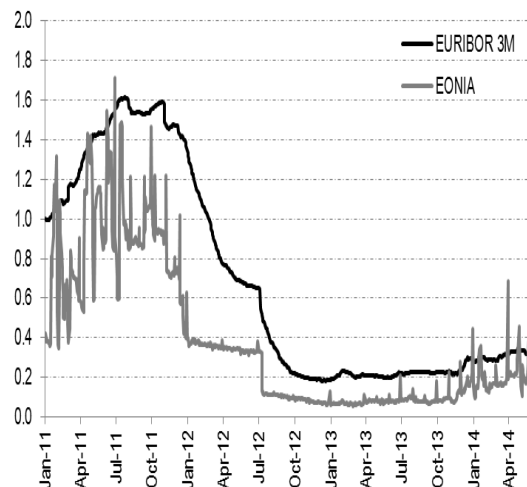
Medzibankové sadzby kopírovali v prevažnej miere vývoj základných sadzieb ECB až do polovice roka 2012, kedy prudko klesli. Od konca roka 2012 sa medzibankové sadzby držia na nízkych úrovniach, ale so zvýšenou volatilitou od 4. kvartálu 2013. Posledné znižovanie sadzieb ECB posunulo jednodňové medzibankové sadzby takmer k nule a prispelo k ďalšiemu zníženiu 3-mesačného Euriboru na 0,2 % p. a.. Očakáva sa, že medzibankové sadzby sa budú držať naďalej veľmi nízko a začnú rásť až so zvyšovaním sadzieb centrálnych bánk.

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



Zdroj: Bloomberg

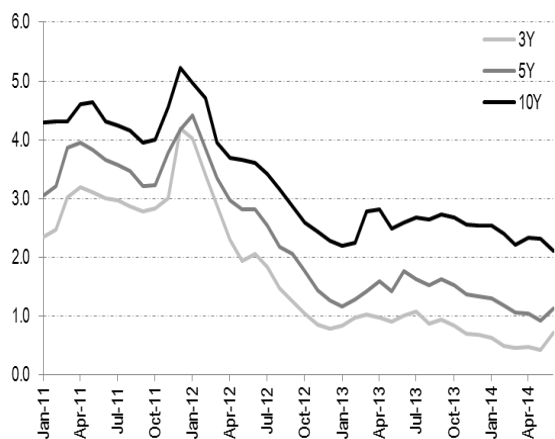
Vývoj medzibankových sadziieb (% p. a.)



Zdroj: Bloomberg

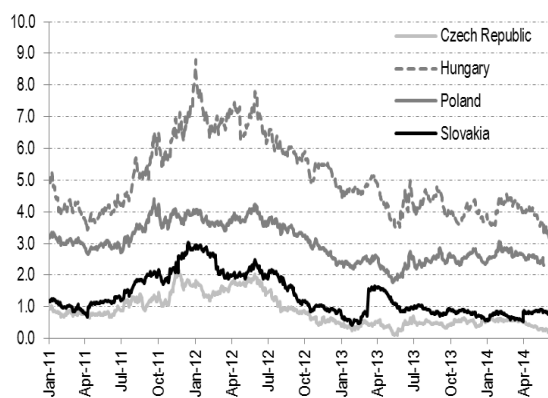
Stabilizácia na trhoch Európy, nízke sadzby a injekcie likvidity od centrálnych bánk pomohli k zníženiu výnosov aj slovenských dlhopisov na historicky najnižšie úrovne. Výnos 3-ročných dlhopisov sa v súčasnosti pohybuje pod 0,5 % p. a. a výnos 10-ročných dlhopisov je pod 2 % p. a.. Spreads voči referenčným nemeckým dlhopisom klesali takmer po celej dĺžke horizontu predchádzajúcej stratégie a výrazne sa priblížili k spreadom Českej republiky. V nasledujúcich rokoch je možné očakávať postupné vyrovnávanie výnosovej krivky prostredníctvom prudšieho nárastu výnosov pri krátkych splatnostiach a miernejšieho nárastu výnosov dlhých splatností.

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



Zdroj: Bloomberg

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



Zdroj: Bloomberg

Po kríze v roku 2009 zažila slovenská ekonomika pomerne výrazné oživenie. Slovensko sa zaradilo medzi najrýchlejšie rastúce ekonomiky v Európe. Domáci dopyt však zostal utlmený a rast HDP bol ťahaný najmä zahraničným dopytom. Dlhová kríza v Eurozóne viedla k recesii a slovenská ekonomika tak spomalila na 1,8 % v roku 2012 a 0,9 % v roku 2013. Rok 2013 však priniesol aj pozitívne správy, keď k rastu HDP začala po štyroch rokoch prispievať aj spotreba domácností. Nezamestnanosť dosiahla v roku 2013 vrchol na úrovni 14,2 % a postupne klesá. S pokračujúcim oživením v zahraničí rast HDP Slovenska v súčasnosti opäť zrýchľuje a prináša aj tvorbu nových pracovných miest. Inflácia však začala výrazne spomaľovať a v prvej polovici roka 2014 ceny dokonca klesali.

Ekonomika Slovenska by mala v roku 2014 zrýchliť na 2,4 %. V ďalších rokoch sa očakáva postupné zrýchľovanie ekonomiky s vyváženejšou štruktúrou rastu. Zrýchľujúci zahraničný dopyt sa premietne

do slovenského exportu, ktorý bude naďalej získavať podiely na zahraničných trhoch. V spotrebe domácností sa odrazí oživenie na trhu práce, ako aj podpora kúpyschopnosti pomalším rastom cien. Hospodársky rast stlačí v tomto roku mieru nezamestnanosti pod 14 %. V ďalších rokoch rast zamestnanosti ešte mierne zrýchli. Reálne mzdy budú v roku 2014 najmä vďaka poklesu inflácie rásť najrýchlejšie od roku 2008. V ďalších rokoch dynamika reálnej mzdy mierne oslabí a jej vývoj bude kopírovať rast produktivity práce.

Prognóza MF SR - hlavné indikátory ekonomiky (jún 2014)						
Ukazovateľ (v %)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
HDP, reálny rast	1,8	0,9	2,4	3,0	3,5	3,5
Zamestnanosť (VZPS), rast	0,6	0,0	0,6	0,7	0,9	1,1
Miera nezamestnanosti (VZPS)	14,0	14,2	13,7	13,1	12,3	11,3
Reálna mzda, rast	-1,2	0,9	2,8	1,7	2,0	2,3
Inflácia, priemerná ročná; HICP	3,7	1,5	0,3	1,6	2,1	2,3
Bežný účet, podiel na HDP	2,2	2,1	2,3	3,1	4,3	5,7

zdroj: MF SR

2.2. Fiškálny výhľad

Konsolidácia verejných financií prebieha v súlade s plánom vlády, čo umožnilo ukončiť procedúru nadmerného deficitu pre Slovensko v júni 2014. Deficit verejnej správy klesol z úrovne 4,5 % HDP v roku 2012 na 2,8 % HDP v roku 2013. Na rok 2014 bol stanovený cieľ deficitu vo výške 2,6 % HDP. V strednodobom horizonte je hlavným cieľom vytvorenie podmienok pre dosiahnutie dlhodobej udržateľnosti verejných financií. To si vyžaduje pokračovanie v konsolidácii verejných financií aj po roku 2013 tak, aby Slovensko smerovalo k svojmu strednodobému rozpočtovému cieľu².

Návrh rozpočtu verejnej správy na roky 2015 až 2017 stanovuje hlavné fiškálne ciele na nasledujúce roky v podobe deficitu verejnej správy na úrovni 2,5 % HDP v roku 2015. V roku 2016 by mal deficit klesnúť na 1,4 % HDP a v roku 2017 na úroveň 0,4 % HDP.

Z pohľadu riadenia štátneho dlhu je kľúčové, že uvedený vývoj vedie k zachovaniu podielu hrubého dlhu verejnej správy³ na HDP na úrovni 55,4 % HDP. Za predpokladu naplnenia rozpočtových cieľov zostane podiel dlhu na HDP zachovaný na tejto úrovni aj v rokoch 2014 aj 2015. Nominálne bude dlh napriek tomu rásť. Prognóza hrubého dlhu v rámci návrhu rozpočtu verejnej správy je pripravená v ESA 95 a zatiaľ nezahŕňa možné vplyvy z novej metodiky ESA 2010.

Vývoj salda a dlhu verejnej správy (ESA 95, % HDP)							
	2012 S	2013 S	2014 R	2014 OS	2015 N	2016 N	2017 N
Saldo VS	-4,5	-2,8	-2,6	-2,8	-2,5	-1,4	-0,4
Hrubý dlh VS	52,7	55,4	56,5	55,4	55,4	53,4	51,4
Štátny dlh (bez vplyvu EFSF a ESM)	48,4	50,6	51,7	49,7	50,0	48,3	46,7

Zdroj: MF SR

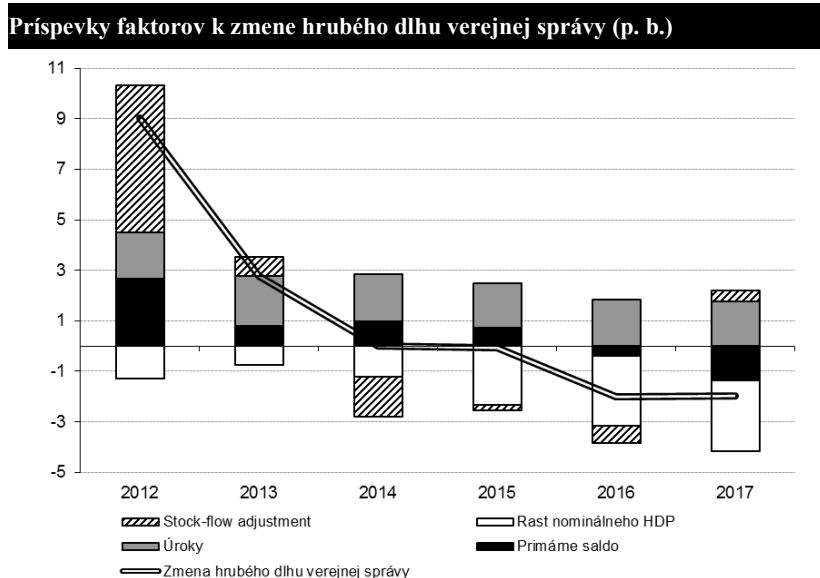
Analytický pohľad na príspevky jednotlivých faktorov k zmene dlhu ukazuje, že nárast dlhu je do roku 2015 podmienený výškou deficitov VS a medzinárodnými záväzkami v rámci EFSF a ESM. Vzhľadom na pokračujúcu konsolidáciu sa od roku 2016 predpokladá prvýkrát primárny prebytok, čo znamená, že saldo VS očistené o úrokové náklady bude znižovať dlh.

Príspevok zosúladenia dlhu a deficitu (ang. stock-flow adjustment) k zmene hrubého dlhu bude v prognózovanom období ovplyvnený vývojom zdrojov Štátnej pokladnice a rozdielom medzi

² Strednodobý rozpočtový cieľ Slovenska je dosiahnutie štrukturálneho deficitu vo výške 0,5 % HDP, pričom podľa Programu stability na roky 2014 – 2017 by mal byť dosiahnutý v roku 2017.

³ Všetky uvádzané hodnoty sú počítané v metodike, ktorá sa používa pri posudzovaní plnenia maastrichtského kritéria pre výšku hrubého dlhu verejnej správy – tzv. maastrichtský hrubý dlh verejnej správy.

hotovostným a akruálnym zaznamenaním salda verejnej správy. Výrazný hotovostný vplyv má plánovaná privatizácia vo výške 1,3 % HDP. Ďalšou položkou, ktorá ovplyvňuje veľkosť zosúladenia dlhu a deficitu, je podiel SR na dlhu EFSF - v roku 2013 bol zaznamenaný negatívny vplyv na dlh vo výške 0,6 % HDP a v roku 2014 sa očakáva dodatočných 0,2 % HDP. **Hlavným faktorom prispievajúcim k poklesu dlhu ako podielu HDP je rast nominálneho HDP, ktorý od roku 2015 prevýši ostatné negatívne faktory a prispeje k znižovaniu dlhu.**



Zdroj: MF SR

3. Strategické ciele riadenia štátneho dlhu na roky 2015 až 2018

Hlavným cieľom riadenia štátneho dlhu je zabezpečiť plnenie finančných záväzkov štátu a zabezpečiť spoľahlivé refinancovanie na kapitálovom trhu pri primeraných úrokových nákladoch a únosnej miere rizík. Ciele formulované v stratégii na roky 2015 až 2018 sú v súlade s cieľmi predchádzajúcich stratégií. Nastavenie cieľov riadenia štátneho dlhu a likvidity bolo vyhovujúce pre podmienky ekonomiky a dostatočné pre systém riadenia dlhu v SR v predchádzajúcom období. Aktuálna navrhovaná stratégia mierne modifikuje kvantitatívne ciele riadenia rizika a upravuje ciele týkajúce sa diverzifikácie investorskej základne a skvalitnenia infraštruktúry štátneho dlhu.

Napĺňanie sledovaných cieľov je 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.*

1. Štandardizovanie vlastností nových emisií cenných papierov

Slovenská republika už od prijatia eura vydáva dlhopisy so štandardnými vlastnosťami. Pre benchmarkovú emisiu dlhopisov je štandardná veľkosť 3 mld. eur (v menovitej hodnote). Okrem veľkosti emisie dlhopisov, ktorá je viac závislá na veľkosti krajiny, jej dlhu a hotovostných tokov, všetky ostatné charakteristiky dlhopisov sú v súlade s kapitálovým trhom eurozóny (vrátane povinnej časti „Collective Action Clauses“). Ak to situácia na finančných trhoch dovoľí (aj vo forme priaznivého výnosu), bude snahou emitenta vydať dlhopis so splatnosťou 30 rokov (pre ocenenie dlhodobých finančných aktív a pasív slovenských subjektov). Okrem toho bude pokračovať realizácia spätného odkupovania štátnych dlhopisov a ŠPP s cieľom udržiavania hotovostnej rezervy (s ohľadom na zákon o rozpočtovej zodpovednosti) na dostatočne dlhý čas, a tiež eliminovania výkyvov v hotovostných tokoch spôsobených najmä veľkosťou splatných benchmarkových emisií dlhopisov.

2. Optimalizovanie štruktúry neobchodovateľného dlhu

Konsolidácia podielu neobchodovateľného dlhu bola už realizovaná. Do budúcnosti bude prijímanie nových úverov obmedzené na prípady, keď je úver ekonomicky výhodnejší alebo porovnateľný ako vydanie cenného papiera (štátneho dlhopisu), prípadne prinesie ešte ďalšie vedľajšie prínosy pre štát.

3. Dodržiavanie parametrov refinančného, úrokového a cudzomenového rizika štátneho dlhu

Aj v budúcom období bude potrebné pokračovať v sledovaní refinančného a úrokového rizika, s mierne modifikovanými cieľovými hodnotami parametrov. V predchádzajúcom období boli zjednotené typy ukazovateľov pre sledovanie rizík kumulatívnej splatnosti a precenenia dlhu (na úrovniach mierne väčších v porovnaní so stratégiou z rokov 2007-2010). Skúsenosti z uplynulých krízových rokov, ako aj odporúčania investorov, bánk a najmä ratingových spoločností vyústili do miernej úpravy (sprísnenia) hodnôt splatných, aj preceňovaných finančných záväzkov štátu. Pre refinančné riziko bude strategickým zámerom udržiavanie hodnoty splatných finančných záväzkov štátu v prvom roku blízko úrovne 20 %. Pre riziko z precenenia bude udržiavanie hodnoty preceňovaných finančných záväzkov štátu v prvom roku blízko úrovne 25 % z celkových finančných záväzkov štátu. Hodnoty splatných finančných záväzkov štátu kumulatívne za päť rokov budú udržiavané blízko úrovne 55 % z celkových finančných záväzkov štátu. Hodnoty preceňovaných finančných záväzkov štátu kumulatívne za päť rokov budú udržiavané blízko úrovne 55 % z celkových finančných záväzkov štátu. Dodržiavanie uvedených cieľov posúva portfólio slovenských štátnych záväzkov oproti uplynulému obdobiu do oblasti menšieho rizika v oblasti refinancovania aj v oblasti úrokových sadzieb, znamená však s tým nerozlučne spojené relatívne zväčšenie výdavkov. Dodržiavanie uvedených cieľov predpokladá štandardné podmienky vývoja finančných trhov

a štandardný makroekonomický a fiškálny vývoj ekonomiky SR v rámci eurozóny. Udržiavanie hodnôt portfólia aj v prípade neštandardných podmienok môže znamenať zväčšenie výdavkov na obsluhu dlhu.

Rozdielne hodnoty parametrov pre refinančné riziko a riziko z precenenia vyplývajú z predpokladu, že primárne je riadenie refinančného rizika pred rizikom z precenenia. Zmenšovanie refinančného rizika je pri normálnom tvare výnosovej krivky spojené s miernym a postupným celkovým nárastom úrokových nákladov na správu štátneho dlhu. Snahou aktívneho riadenia dlhu bude prostredníctvom emisnej politiky a finančných nástrojov regulovať a čiastočne kompenzovať takto zväčšené úrokové náklady. Rozdielnymi hodnotami parametrov rizika dlhu sa otvára priestor na aktívne riadenie úrokového rizika a optimalizáciu nákladov na správu štátneho dlhu v bežnom rozpočtovom roku.

Limitná hodnota cudzomenového rizika štátneho dlhu sa oproti predošlej stratégii sprísňuje. Otvorená nezabezpečená cudzomenová pozícia finančných záväzkov štátu môže krátkodobo dosiahnuť maximálne 3 % z celkových finančných záväzkov štátu.

4. Diverzifikácia investorskej základne

Vzhľadom k fiškálnej konsolidácii štátu a predpokladanému každoročnému zmenšovaniu štrukturálneho deficitu štátneho rozpočtu už pravdepodobne nebude potrebné významne zväčšovať podiel zahraničných investorov. Aj naďalej je však potrebné pokračovať v komunikácii emitenta s investormi, ratingovými agentúrami a ďalšími finančnými inštitúciami a prostredníctvom pravidelných stretnutí prezentovať výsledky a zámery emitenta na investorských konferenciách. Pre propagáciu Slovenska je potrebné uskutočňovať informačno-prezentačné stretnutia so súčasnými a potenciálnymi investormi do štátneho dlhu SR a pozície, ktoré Slovensko získalo na zahraničných trhoch (najmä USD), udržiavať pravidelnými návštevami investorov a emisiami ďalších dlhopisov vždy, keď to bude vhodné a potrebné.

5. Skvalitnenie infraštruktúry riadenia štátneho dlhu (sekundárny trh, zlepšiť podmienky vysporiadania ŠCP)

S cieľom zlepšenia likvidity ŠCP na sekundárnom trhu je potrebné zaviesť najmenej jednu elektronickú platformu prístupnú pre všetkých primárnych dealerov (PD), na ktorej budú všetci PD povinné kótovať benchmarkové emisie slovenských štátnych dlhopisov. Pre zahraničných investorov je nevyhnutné zabezpečiť medzinárodne štandardné podmienky vysporiadania slovenských štátnych cenných papierov (v CDCP, a.s. alebo v ICSD).

4. Záver

Stratégia riadenia štátneho dlhu na roky 2015 až 2018 je strategický dokument vlády Slovenskej republiky, ktorý určuje základné pravidlá správy štátneho dlhu na najbližšie štvorročné obdobie. Cieľom týchto pravidiel je zabezpečiť správu štátneho dlhu optimálnym spôsobom, to znamená pri akceptovateľných a riadených trhových a ostaných finančných a nefinančných rizikách minimalizovať náklady spojené so správou štátneho dlhu v strednodobom a dlhodobom horizonte. Pri príprave tejto stratégie boli pre stanovenie cieľov využité slovenské a európske skúsenosti získané počas finančnej, hospodárskej a dlhovej krízy a poznatky z vývoja finančných trhov v uplynulom období. Stanovené ciele a kritériá stratégie boli navrhnuté pri predpoklade štandardného fungovania finančných trhov, v prípade významných a nepredpokladaných zmien na finančných trhoch nemožno v budúcnosti vylúčiť ich modifikáciu. Stratégia bola prediskutovaná v rámci poradného Výboru pre riadenie dlhu a likvidity na MF SR.

Praktické naplnenie stratégie bude potrebné v najmä v oblasti emisnej politiky ďalej zosúladiť s platným ústavným zákonom o rozpočtovej zodpovednosti, najmä v oblasti riadenia hotovostnej rezervy štátu. Snahou bude optimalizovať veľkosť tejto rezervy s ohľadom na očakávané finančné toky štátu a stav a predpokladaný vývoj finančných trhov. Náklady na správu štátneho dlhu a efektívnosť riadenia likvidity bude pozitívne ovplyvňovať plánovaný nárast bilančnej hodnoty Štátnej pokladnice. Spoločne fungujúci systém Štátnej pokladnice bol v uplynulom krízovom období jedným z kľúčových faktorov, ktorý pozitívne ovplyvnil výsledky riadenia štátneho dlhu a efektívnosť riadenia likvidity štátu.

Príloha- Riadenie finančných rizík štátneho dlhu

Riadenie parametrov portfólia štátneho dlhu je založené na nastavení cieľových hodnôt rizík a dodržiavaní nastavených hodnôt v určitom rozsahu odchýlok od stanovených úrovní. Nastavením hodnôt rizík sú determinované výdavky spojené s obsluhou dlhového portfólia. Medzi najdôležitejšie riziká štátneho dlhu patria nasledovné:

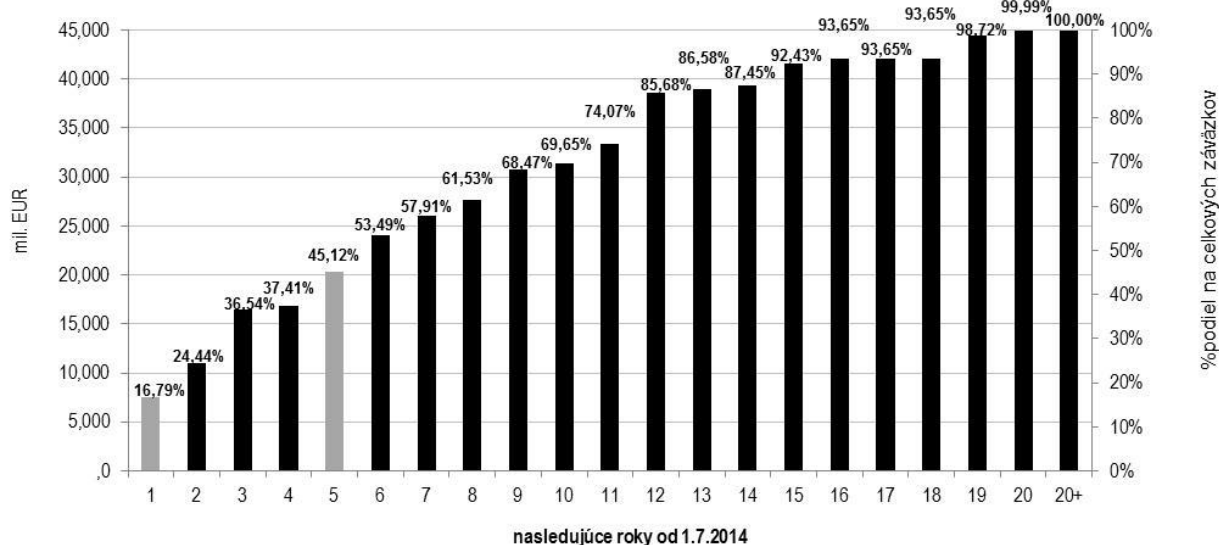
REFINANČNÉ RIZIKO

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 prvom roku
- Ukazovateľ kumulatívnej splatnosti do 5 rokov

V období rokov 2015-2018 bude strategickým zámerom udržiavanie podielu súčtu všetkých splatných záväzkov v období do jedného roka k celkovým finančným záväzkom, čo najbližšie k hodnote 20 % a udržiavanie podielu súčtu všetkých splatných záväzkov v období do piatich rokov k celkovým finančným záväzkom, čo najbližšie k hodnote 55 %. 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 30.6.2014)



Zdroj: ARDAL

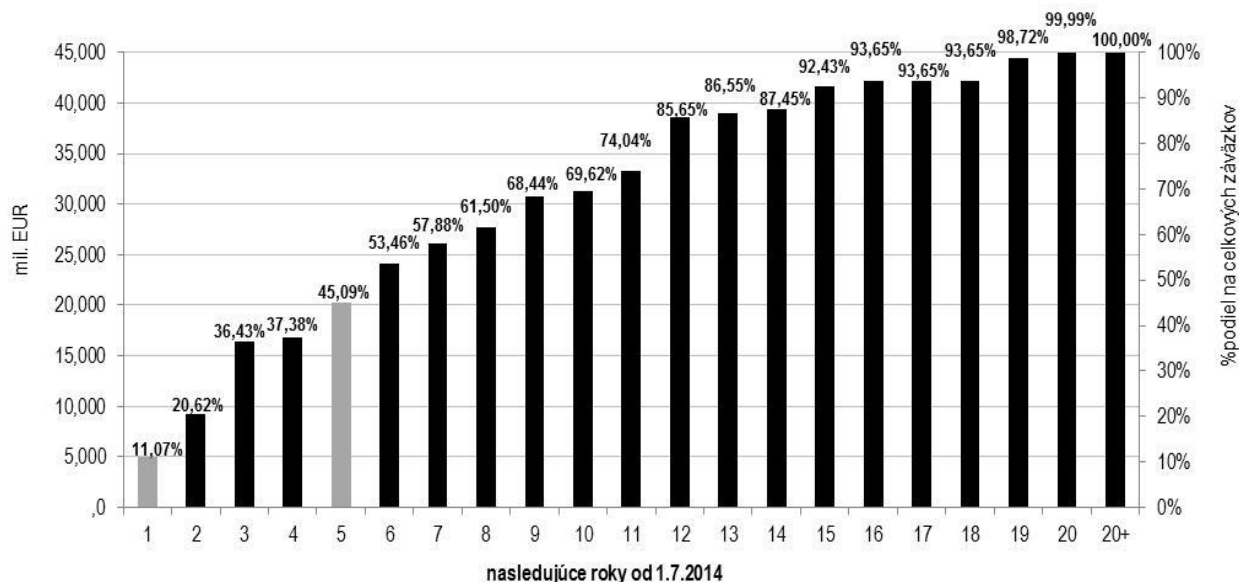
ÚROKOVÉ RIZIKO

Úrokové riziko predstavuje riziko zmeny výdavkov spojených s portfóliom štátneho dlhu v dôsledku zmien trhových úrokových sadzieb. Ukazovatele precenenia dlhu, ktorými sa toto 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 prvom roku
- Ukazovateľ precenenia dlhu do 5 rokov

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 55 %. Splnenie týchto parametrov tiež predpokladá štandardné podmienky vývoja finančných trhov, ekonomiky a fiškálnej pozície štátu.

Kumulatívne úrokové riziko v jednotlivých rokoch (% , k 30.6.2014)



Zdroj: ARDAL

Priemerná splatnosť a durácia dlhového portfólia budú sledované aj naďalej ako sekundárne ukazovatele.

KURZOVÉ RIZIKO

Kurzové riziko predstavuje riziko straty spôsobenej zmenou kurzov iných mien a ich vplyv na aktíva a pasíva štátu. Vzhľadom na činnosti, ktoré vykonáva ARDAL v mene MF SR, 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 udržiavať diverzifikované dlhové portfólio aj z hľadiska menovej štruktúry. Strategickým zámerom štátu bude udržanie zatvorenej – zabezpečenej cudzomenovej pozície finančných záväzkov štátu, otvorená nezabezpečená cudzomenová pozícia finančných záväzkov štátu môže krátkodobo dosiahnuť maximálne 3 % v pomere k celkovým finančným záväzkom štátu.

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 metodiky a limitov a spôsobu ich kontroly sú schválené vedením MF SR (ŠT).

Princíp stanovenia a kontroly kreditných 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 jedinú 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.