

Stratégia riadenia štátneho dlhu Slovenskej republiky

August 2025

Obsah

Obsah	1
1. Riadenie štátneho dlhu a likvidity	2
1.1. Oblasť riadenia dlhu	2
1.2. Oblasť riadenia likvidity	3
1.3. Oblasť riadenia rizík	4
2. Princípy a strategické ciele riadenia štátneho dlhu	5
2.1. Štandardizovanie vlastností nových emisií cenných papierov	6
2.2. Optimalizovanie štruktúry neobchodovateľného dlhu	6
2.3. Dodržiavanie parametrov refinančného, úrokového a cudzomenového rizika štátneho dlhu.....	6
2.4. Diverzifikácia investorskej základne.....	7
2.5. Ďalšie skvalitnenie infraštruktúry riadenia štátneho dlhu	7
3. Záver	7

Úvod

Stratégia riadenia štátneho dlhu stanovuje kľúčové zásady, ktorými sa riadi financovanie štátu, dlhové portfólio štátneho dlhu a emitovanie štátnych dlhových cenných papierov. V pokrízovom období v druhej polovici uplynulej dekády Slovensko postupne konvergovalo k jadrovým krajinám eurozóny a od týchto krajín sa v súčasnosti odlišuje iba veľkosťou kreditnej prirážky, ktorá je priamo závislá od vývoja kreditného ratingu krajiny.

Od roku 2013 je riadenie dlhu na Slovensku do značnej miery ovplyvňované Zákonom o rozpočtovej zodpovednosti (Zákon č. 493/2011 Z. z. Ústavný zákon o rozpočtovej zodpovednosti, ďalej len Zákon). Súčasné znenie Zákona výrazne obmedzilo flexibilitu pri riadení dlhu a likvidity štátu. Najjednoduchším technickým riešením a vylepšením tohto Zákona je odporúčaný prechod na čistý dlh (hrubý dlh mínus finančné aktíva štátu), čím sa zabezpečí oddelenie tvorby reálneho dlhu od jeho financovania.

1. Riadenie štátneho dlhu a likvidity

V pokrízovom období sa ekonomiky a finančné trhy postupne konsolidovali. Na základe menovej politiky ECB sa trhové úrokové sadzby dostali do záporných hodnôt, čo zlacnilo náklady na dlhovú službu všetkým krajinám eurozóny z dlhodobého hľadiska vrátane Slovenska a umožnilo ich relatívne pohodlné a flexibilné financovanie.

Riadenie štátneho dlhu a celková hospodárska situácia vo svete prešli najmä v posledných rokoch turbulentným vývojom. Po relatívne pokojných rokoch sa riadenie dlhu na jar 2020 v priebehu niekoľkých týždňov výrazne zmenilo. Príčinou bola pandémia koronavírusu s rýchlo šíriacim sa ochorením Covid 19. Všetky krajiny eurozóny vrátane Slovenska potrebovali získať na finančnom trhu v priebehu prvého polroka 2020 rekordne veľké finančné zdroje.

Vďaka dôslednému dodržiavaniu princípov a trvalého plnenia cieľov definovaných v Stratégii riadenia dlhu Slovensko zvládlo v oblasti riadenia dlhu krízové obdobie bez ohrozenia schopnosti splácať svoje záväzky, bez výrazných dodatočných výdavkov štátneho rozpočtu a bez zväčšenia rizík portfólia štátneho dlhu.

Po ukladnutí situácie s ochorením Covid 19 čelí riadenie dlhu prakticky všetkých krajín sveta prudkému rastu úrokových sadzieb, ktoré sú reakciou na vysokú infláciu a následné kroky centrálnych bánk. Podobne ako pred pandémiou koronavírusu je portfólio štátneho dlhu vo výbornom stave, s ukazovateľmi rizika na nízkych úrovniach porovnateľných s priemerom krajín eurozóny alebo OECD.

1.1. Oblasť riadenia dlhu

Emisie dlhu (štátne dlhopisy, štátne pokladničné poukážky a úvery) sú determinované najmä aktuálne splatným dlhom a novým deficitom štátneho rozpočtu. Do roku 2019 boli získané zdroje iba mierne vyššie ako splatný dlh, pričom tento rozdiel bol dlhodobo nižší ako deficit štátneho rozpočtu. Tento pozitívny nesúlad bol spôsobený rastúcimi zdrojmi Štátnej pokladnice, ktoré ARDAL priebežne využíva na krytie dlhu a deficitu štátneho rozpočtu. Systém štátnej pokladnice tak dlhodobo prispieva k úspore výdavkov štátneho rozpočtu, keď štát nemusí celý deficit alebo celý splatný dlh kryť novo-emitovanými dlhopismi alebo úvermi, ale použije na to prírastok zdrojov v Štátnej pokladnici, ktoré sú spravidla lacnejšie ako zdroje získané na finančných trhoch.

Stabilnejšie obdobie na finančnom trhu v období rokov 2014 až 2020 využila ARDAL na zlepšenie rizikových parametrov štátneho dlhu. Postupne nahrádzala drahšie splatné dlhopisy novými dlhopismi s nižšími výnosmi a dlhšou splatnosťou. Priemerná splatnosť celého portfólia dlhu sa dostala z úrovne približne 7 rokov v roku 2014 na úroveň takmer 9 rokov na konci roka 2019. Odvtedy sa podarilo udržať priemernú splatnosť portfólia štátnych dlhopisov a úverov nad hranicou 8 rokov. Mimoriadne pozitívnu je najmä skutočnosť, že súčasne so zlepšením rizikových parametrov dlhu prišlo ku kontinuálnemu poklesu úrokov, za ktoré ARDAL umiestňuje štátny dlh na finančnom trhu. V roku 2024 sa predali dlhopisy s priemerným výnosom 3,47 % p. a. pri primeranej priemernej splatnosti 9,4 roka a v za prvú polovicu roka 2025 s výnosom 3,45 % p. a. pri priemernej splatnosti 11,3 roka.

Výrazný pokles sadzieb v minulej dekáde prispel aj k poklesu úrokových nákladov ako podielu na HDP Slovenska ako aj nákladov v absolútnom (nominálnom) vyjadrení. Náklady ako podiel na HDP sa na rok 2025 odhadujú na úrovni 1,38 % HDP. Úrokové náklady zahŕňajú všetky náklady súvisiace s riadením dlhu. Okrem nákladov na dlhopisy, ŠPP a úvery sú tu zahrnuté aj náklady na zdroje ŠP, poplatky a výnosy z ukladanej hotovostnej rezervy.

S cieľom podpory rozvoja sekundárneho trhu sa ARDAL rozhodla vytvoriť a aktívne podporovať platformu MTS Slovakia, ktorá je elektronickým trhovým štandardom pre obchodovanie so štátnymi dlhopismi na sekundárnom trhu v západnej Európe. Primárni dileri majú povinnosť kótovať štátne cenné papiere na tejto platforme na základe dohodnutých pravidiel, pričom kvalita a kvantita kótovania vstupuje do ich celkového hodnotenia v rámci systému Primárnych dílerov. MTS Slovakia priniesla od svojho zavedenia výrazné zlepšenie transparentnosti sekundárneho trhu, najmä v oblasti cenotvorby. Na tejto platforme obchodujú v súčasnosti najväčšie banky z pohľadu držby a sprostredkovania predaja slovenských štátnych dlhopisov na primárnom a sekundárnom trhu. Kotácie na MTS sú fixné a záväzné, teda realizovateľné, čo znamená, že za kótovanú cenu je účastník trhu povinný obchod aj uskutočniť. Priemerná hodnota (obrat) zobchodovaných dlhopisov v roku 2024 bola 163,5 mil. Eur mesačne.

1.2. Oblasť riadenia likvidity

ARDAL riadi likviditu účtu Štátnej pokladnice v systéme Target2 na dennej báze. Na tomto peňažnom účte sa realizujú všetky platby štátneho rozpočtu, platby spojené s riadením dlhu a rizík a platby klientov Štátnej pokladnice. ARDAL na účely riadenia likvidity Štátnej pokladnice využíva štandardné nástroje peňažného trhu, kde vystupuje v mene a na účet MF SR.

Dočasne voľné zdroje systému ŠP, ktoré nie sú využité na krytie potrieb štátneho dlhu a deficitu štátneho rozpočtu tvoria hotovostnú rezervu štátu. Jej hlavným účelom je zabezpečiť hladké splácanie záväzkov štátu, teda najmä vykryť časový nesúlad pri vydávaní a splácaní štátnych cenných papierov a pokryť časový nesúlad príjmov a výdavkov štátneho rozpočtu.

Hotovostná rezerva zároveň slúži na krytie náhlych, neočakávaných záväzkov alebo výdavkov štátu, výpadku príjmov štátneho rozpočtu, odlivu zdrojov zo Štátnej pokladnice alebo nefunkčnosti, resp. nedostupnosti finančných trhov. Význam udržiavania dostatočnej hotovostnej rezervy rastie ruka v ruke s rastúcim globálno-politickým napätím a ekonomickými šokmi, ktoré môže vyvolať.

ARDAL umiestňuje hotovostnú rezervu na peňažnom trhu, prevažne vo forme vkladov (depozít). Cieľom je zhodnotenie hotovostnej rezervy pri trhových úrokových sadzbách,

pričom dôraz je kladený hlavne na minimalizovanie kreditného rizika. Alokácia vkladov rešpektuje prísne stanovené kreditné limity, ktoré vyplývajú hlavne z ratingových hodnotení protistrán, a ich splatnosť nepresahuje jeden rok.

Trhové úrokové sadzby na peňažnom trhu ovplyvňujú hlavne menovo-politické rozhodnutia ECB a očakávania ich ďalšieho vývoja. Po období sprísňovania menovej politiky, kedy sa úroková sadzba pre jednoduché sterilizačné (depozitné) operácie dostala až na svoju absolútnu rekordnú úroveň 4 % p. a., pristúpila ECB v júni 2024 k jej uvoľňovaniu. V súčasnosti, po sérii 8 znížení, klesla táto sadzba na úroveň 2 % p. a.

Hlavným cieľom ECB zostáva zabezpečiť včasný návrat inflácie na jej cieľovú úroveň 2 % v strednodobom horizonte a jej ďalšie rozhodnutia budú vychádzať z aktuálnych hospodárskych a finančných údajov, inflačného výhľadu a účinnosti transmisie menovej politiky.

1.3. Oblasť riadenia rizík

Riadenie rizík je základným nástrojom zodpovednej správy štátneho dlhu. Slovensko sa v tejto oblasti už dlhodobo drží konzervatívneho a predvídateľného prístupu, čo sa odráža na stabilných výsledkoch aj dôvere investorov. K 30. júnu 2025 dosiahli hlavné rizikové ukazovatele opäť veľmi priaznivé úrovne, čo potvrdzuje kvalitu nastavenej stratégie.

Refinančné riziko ukazuje, aký podiel dlhu bude potrebné splatiť alebo nahradiť novým dlhom v krátkom čase. Úrokové riziko zas hovorí o tom, aký veľký podiel dlhu môže byť v blízkej budúcnosti ovplyvnený zmenami úrokových sadzieb. Slovensko má v oboch prípadoch jednu z najnižších expozícií spomedzi krajín EÚ, 10,36 % do jedného roka a 34,20 % do piatich rokov. Znamená to, že Slovensko nie je pod tlakom rýchlo splácať alebo preceňovať veľkú časť svojho dlhu, a to ani v prípade, že by sa trhové podmienky zhoršili. Tento výsledok je dôsledkom rozhodnutí Agentúry pre riadenie dlhu a likvidity (ARDAL), ktorá cielene rozkladá splatnosti dlhu do dlhšieho obdobia a uprednostňuje fixné úročenie. Vďaka tomu je rozpočet štátu odolnejší voči výkyvom trhov a Slovensko si zachováva manévrovací priestor aj v neistých časoch.

Tab. č. 1 Rizikové ukazovatele vybraných krajín EÚ k 30.6.2025

ESDM rizikové ukazovatele	Priemerná splatnosť dlhu (v rokoch)	Refinančné riziko do 1 roka (% štátneho dlhu)	Refinančné riziko do 5 rokov (% štátneho dlhu)	Úrokové riziko do 1 roka (% štátneho dlhu)	Úrokové riziko do 5 rokov (% štátneho dlhu)
Slovensko	8,33	10,36%	34,20%	10,36%	34,20%
Belgicko	10,25	17,36%	39,46%	17,79%	39,89%
Francúzsko	8,60	14,47%	47,84%	25,01%	54,75%
Slovinsko	9,48	14,35%	39,22%	14,99%	39,63%
Lotyšsko	6,46	8,66%	59,21%	8,81%	59,25%
Nemecko	8,04	14,88%	50,85%	17,54%	52,80%
Rakúsko	11,50	13,01%	45,60%	14,84%	47,46%
Eurozóna	8,54	14,25%	46,03%	21,38%	50,53%
EÚ (priemer)	8,34	13,96%	46,63%	21,80%	51,16%
EÚ (emitent)	10,25	9,73%	35,99%	9,73%	35,99%
EFSF	8,40	11,74%	49,04%	11,74%	49,04%
ESM	6,28	26,88%	65,24%	26,88%	65,24%

Zdroj: ESDM

Ďalšou dôležitou súčasťou stratégie je eliminácia kurzového rizika. Slovensko má stanovený limit na nezabezpečený dlh v cudzej mene na úrovni 3 %, no k 30. júnu 2025 bola reálna expozícia prakticky nulová – menej než 0,01 %. V praxi to znamená, že štát sa nespolieha na zahraničné meny a dlh financuje najmä v eurách. Ak sa aj realizuje emisia v inej mene, napríklad v švajčiarskych frankoch, je vždy zabezpečená proti výkyvom výmenných kurzov prostredníctvom hedgingových nástrojov. Tým sa zamedzí tomu, aby prípadné oslabenie eura spôsobilo zvýšenie dlhových nákladov.

Stabilitu a dôveryhodnosť Slovenskej republiky na finančných trhoch potvrdzujú aj ratingy medzinárodných agentúr. K 2. štvrtroku 2025 drží Slovensko hodnotenie A+ (S&P, negatívny výhľad), A3 (Moody's, stabilný výhľad) a A- (Fitch, stabilný výhľad). Všetky tieto hodnotenia sú v investičnom pásme a ukazujú, že investori aj ratingové agentúry považujú Slovensko za dôveryhodného dlžníka.

Celkovo tak Slovensko patrí medzi štáty so zodpovednejším prístupom k riadeniu rizík. V čase rastúcej globálnej neistoty je to jasný signál, že riadenie dlhu je pod kontrolou a postavené na pevných základoch.

2. Princípy a strategické ciele riadenia štátneho dlhu

Hlavným cieľom riadenia štátneho dlhu je zabezpečiť plnenie finančných záväzkov štátu a zabezpečiť spoľahlivé refinancovanie na kapitálovom trhu pri únosnej miere rizík a primeraných úrokových nákladoch. Ciele formulované v tejto stratégii nadväzujú na ciele z predchádzajúcich stratégií. Aktuálna stratégia mierne modifikuje kvantitatívne ciele riadenia rizika a ponecháva ciele týkajúce sa diverzifikácie investorskej základne a ďalšieho skvalitnenia infraštruktúry štátneho dlhu.

Napĺňanie sledovaných cieľov je podmienené dodržiavaním piatich hlavných všeobecných princípov:

Princíp prvý: Transparentnosť tvorby a krytia dlhu - krytie dlhu musí byť v súlade s jasne definovanými cieľmi v stratégii riadenia dlhu. Akékoľvek zväčšovanie dlhu a zabezpečovanie jeho krytia musí mať jasné rámcové ciele, aby sa vylúčil neodôvodnený alebo nekontrolovateľný rast dlhu.

Princíp druhý: Orientácia na dlhodobé ciele - pri aktívnom riadení portfólia štátneho dlhu majú byť preferované strednodobé a dlhodobé ciele pred krátkodobými úsporami. Krátkodobé úspory nesmú byť na úkor väčších nákladov alebo väčších rizík v budúcnosti.

Princíp tretí: Optimalizácia rizík - aktívne riadenie portfólia štátneho dlhu má vychádzať z kvantifikácie rozdielu medzi potenciálnym zväčšením nákladov, ktoré vyplýva z neriadeného rizika a s nákladmi spojenými na jeho elimináciu.

Princíp štvrtý: Riadenie rizík a nákladov - portfólio štátneho dlhu sa spravuje na základe nastavenia maximálnej akceptovateľnej miery jeho rizika. Budúce náklady na správu štátneho dlhu vyplynú z tohto nastavenia a z nastavenia štruktúry portfólia.

Princíp piaty: Optimalizácia nákladov - strednodobým a dlhodobým zámerom správy portfólia štátneho dlhu je minimalizácia nákladov a ostatných výdavkov na jeho správu, rešpektujúc stanovené riziká.

Strategické ciele riadenia štátneho dlhu:

2.1. Štandardizovanie vlastností nových emisií cenných papierov

Slovenská republika od vstupu do Eurozóny vydáva benchmarkové dlhopisy so štandardnou veľkosťou 3 mld. Eur (v menovitej hodnote) a od roku 2017, pri stredných a dlhých splatnostiach dlhopisy so štandardnou veľkosťou 5 mld. Eur. Všetky ostatné charakteristiky dlhopisov sú v súlade s kapitálovým trhom eurozóny (vrátane povinnej časti „Collective Action Clauses“). Cieľom je v budúcnosti pokračovať v tomto trende a vydávať dlhopisy s celkovou menovitou hodnotou 3 mld. Eur pre splatnosti do 10 rokov a dlhopisy s celkovou menovitou hodnotou 5 mld. Eur pre splatnosti nad 10 rokov (vrátane). Menovitá hodnota 5 mld. Eur je minimálnou štandardnou veľkosťou na európskom dlhopisovom trhu. Štandardizovanie veľkosti prispieva k rovnomernému rozloženiu splatnosti štátneho dlhu v čase.

2.2. Optimalizovanie štruktúry neobchodovateľného dlhu

Čerpanie nových úverov má byť obmedzené na prípady, keď je úver ekonomicky výhodnejší alebo porovnateľný ako vydanie cenného papiera (štátneho dlhopisu), prípadne ak prinesie ešte ďalšie vedľajšie prínosy pre štát, napríklad diverzifikáciu investorskej bázy.

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

Vzhľadom na pretrvávajúcu geopolitickú neistotu, zhoršenú fiškálnu a ekonomickú situáciu v mnohých krajinách a očakávané zmeny menovej politiky Európskou centrálnou bankou, Slovensko pristupuje k posilňovaniu svojej obozretnosti. Strategické ciele v oblasti riadenia rizík boli upravené smerom k väčšej obozretnosti. Nové limity stanovujú maximálnu hodnotu krátkodobého (ročného) rizika na úrovni 15 % a kumulatívneho päťročného rizika na úrovni 45 %, pričom tieto prahové hodnoty sa uplatňujú jednotne pre refinančné aj úrokové riziko.

Zmena predstavuje posun od predchádzajúcej stratégie, ktorá zohľadňovala limity 20 % (refinančné riziko) a 25 % (úrokové riziko) do jedného roka a s kumulatívnym stropom 55 % do piatich rokov. Sprísnenie cieľov zohľadňuje aktuálne výzvy a je plne v súlade s odporúčaniami Európskej komisie v rámci ESDM (EU Sovereign Debt Management). Nové nastavenie zároveň reflektuje postavenie Slovenska ako malej a otvorenej ekonomiky s menej rozvinutým domácim kapitálovým trhom, ktorá je citlivejšia na výkyvy vonkajšieho prostredia.

Strategickým cieľom Slovenskej republiky v oblasti riadenia rizík štátneho dlhu zostáva dôsledné monitorovanie refinančného, úrokového a cudzomenového rizika pri mierne upravených cieľových hodnotách v porovnaní s predchádzajúcou stratégiou. S ohľadom na aktuálny stav dlhového portfólia a takmer nulový podiel dlhopisov s pohyblivým kupónom boli v novej stratégii zjednotené ukazovatele pre sledovanie rizík kumulatívnej splatnosti a preceňovania dlhu.

Pre refinančné a úrokové riziko bolo stanovené strategické smerovanie:

- Hodnota splatných finančných záväzkov štátu v prvom roku bude udržiavaná blízko 15 %.
- Hodnota preceňovaných finančných záväzkov štátu v prvom roku bude udržiavaná blízko 15 %.

- Kumulatívna hodnota splatných finančných záväzkov štátu za päť rokov bude udržiavaná blízko 45 %.
- Kumulatívna hodnota preceňovaných finančných záväzkov štátu za päť rokov bude rovnako udržiavaná blízko 45 %.

Dodržiavanie uvedených cieľov prispeje k znižovaniu rizikovosti portfólia štátnych záväzkov v oblasti refinancovania a úrokových sadzieb. Cieľové hodnoty vychádzajú z predpokladu štandardného vývoja finančných trhov, makroekonomickej stability a fiškálnej situácie Slovenskej republiky v rámci eurozóny. V prípade neštandardných podmienok môže ich dodržiavanie vyžadovať vyššie výdavky na obsluhu dlhu.

V oblasti cudzomenového rizika sa strategické ciele nemenia. Limit otvorenej nezabezpečenej cudzomenovej pozície štátneho dlhu zostáva na úrovni maximálne 3 % z celkových finančných záväzkov štátu.

2.4. Diverzifikácia investorskej základne

Zastavenie nákupov dlhopisov zo strany ECB a postupné zmenšovanie podielu nakúpených dlhopisov v rámci kvantitatívneho uvoľňovania prináša do riadenia dlhu nové výzvy v podobe hľadania a otvárania nových trhov na prefinancovanie tejto pozície ECB. Každoročne bude potrebné nájsť nových investorov, ktorí nahradia pozíciu ECB v hodnote 1,0 – 1,5 mld. Eur. Cieľom bude pokračovať v emisiách aj na cudzomenových trhoch. K stabilite a rozširovaniu investorskej základne bude prispievať aj pravidelný program dlhopisov pre obyvateľov, ktorý bol úspešne spustený v roku 2025.

2.5. Ďalšie skvalitnenie infraštruktúry riadenia štátneho dlhu

V posledných rokoch sa podarilo Slovensku dosiahnuť v oblasti infraštruktúry riadenia štátneho dlhu významný pokrok (napojenie CDCP do T2S a zavedenie MTS Slovensko). Cieľom ďalšieho rozvoja kapitálového trhu bude implementácia všetkých relevantných nových trendov podľa štandardov uplatňovaných v jadrových krajinách eurozóny.

3. Záver

Riadenie dlhu na Slovensku prešlo od vzniku Agentúry pre riadenie dlhu a likvidity výraznou transformáciou a v súčasnosti je svojimi pravidlami a procesmi podobné systému riadenia dlhu ostatných krajín eurozóny. Princípy riadenia sú zamerané na riadenie rizík s cieľom optimalizácie a minimalizácie nákladov na obsluhu dlhu v dlhodobom horizonte. V takejto situácii nie je potrebné ohraničovať Stratégiu riadenia dlhu na špecifické obdobie. Táto Stratégia je preto platná na neurčito, kým sa nezmenia podmienky, ktoré budú vyžadovať zmenu jej cieľov.