

Stratégia riadenia štátneho dlhu do roku 2006

Úvod

Vláda Slovenskej republiky sa vo svojom programovom vyhlásení zaviazala uskutočniť reformu verejných financií, pozostávajúcu zo zásadného prehodnotenia rozpočtových príjmov, výdavkov a z reformy riadenia verejných financií. Dôležitou súčasťou tejto reformy je aj reforma riadenia verejného a štátneho dlhu.

Pomer hrubého verejného dlhu k HDP predstavoval ku koncu roka 2002 44,3 percenta a bol pod hranicou stanovenou maastrichtskými kritériami pre vstup do eurozóny. Napriek tomu ďalší rast dlhu má svoje limity.

Po prvé, výdavky štátneho rozpočtu na obsluhu štátneho dlhu predstavujú v súčasnosti približne 12 až 13 percent celkových výdavkov štátneho rozpočtu a 36 percent HDP. Nielen ďalšie zvyšovanie, ale už súčasný objem týchto výdavkov výrazne obmedzuje možnosti využiť verejné zdroje v iných oblastiach. A naopak, zníženie nákladov na obsluhu štátneho dlhu predstavuje významný zdroj relatívneho znižovania deficitu verejného rozpočtu. Napr. zníženie nákladových úrokov iba o 0,5 percentuálneho bodu pri súčasnom objeme dlhu vytvára priestor pre zníženie výdavkov štátneho rozpočtu približne o 2 mld. Sk.

Po druhé, ďalší rast dlhu, aj v prípade stabilizácie alebo iba mierneho nárastu jeho pomeru k HDP, môže naraziť na absorpčnú kapacitu domáceho kapitálového trhu. Zároveň prípadná výraznejšia expanzia na zahraničné trhy pred vstupom do Európskej menovej únie zvýši kurzové riziko štátneho dlhu.

Reforma riadenia dlhu a likvidity finančných prostriedkov štátu tak prispeje k makroekonomickej stabilizácii, zníženiu tlaku v okruhu verejných financií a urýchli splnenie podmienok pre vstup do eurozóny a ich následné plnenie udržateľným spôsobom. Umožní a napomôže zároveň čiastočne sa vyhnúť finančným rizikám, finančným stratám a neočakávaným prekvapeniam do budúcnosti.

V tomto kontexte **cieľom reformy riadenia dlhu a likvidity je najmä prechod k aktívnemu riadeniu štátneho a verejného dlhu, racionalizácia výdavkov spojených s financovaním štátneho dlhu, minimalizácia rizík súvisiacich s finančnými aktívami, pasívami aj otvorenými trhovými pozíciami štátu.** Aktívne riadenie dlhu znamená aj lepšie monitorovať a zohľadňovať situáciu na trhu vychádzajúc z krátkodobých analýz vývoja trhu, profesionalizovať riadenie finančných rizík a podporovať rozvoj sekundárneho trhu so štátnymi cennými papiermi. Prechod k aktívnemu riadeniu dlhu a likvidity prináša do systému riadenia štátnych financií :

- konzistenciu medzi širšími zámermi a cieľmi vlády a riadením dlhu a likvidity,
- obmedzenie a kontrolu budúcich rizík a elimináciu ich vplyvu – ušetrenie budúcich dodatočných výdavkov spojených s riadením dlhu a likvidity v súlade s najlepšou medzinárodnou praxou,
- zníženie výdavkov spojených s obsluhou štátneho dlhu a zlepšenie riadenia likvidity na jedinom účte štátu,
- zabezpečenie transparentnosti procesu riadenia likvidity a štátneho dlhu,
- flexibilitu v rozhodovaní, možnosť operatívne reagovať na rýchlo sa meniace podmienky na finančných trhoch,

- urýchlenie integrácie do EÚ pri riadení štátnych a verejných financií a integrácie do jednotného finančného trhu EÚ,
- väčšiu nezávislosť riadenia dlhu od politických vplyvov¹.

Prechod k aktívnemu riadeniu dlhu a likvidity je zároveň plne v súlade s vývojovými tendenciami, ktoré sa presadzujú v krajinách s rozvinutou trhovou ekonomikou (OECD), vrátane krajín eurozóny.

Pre naplnenie cieľov reformy bola zákonom o Štátnej pokladnici zriadená Agentúra pre riadenie dlhu a likvidity (ARDaL). ARDaL reálne vznikla vo februári 2003 a v priebehu roka 2003 sa realizuje jej základné organizačné, personálne a informačné budovanie. Zároveň sa doladzuje rozsah činností, ktoré zostanú na Ministerstve financií Slovenskej republiky (MF SR), a ktoré bude vykonávať Štátna pokladnica (ŠP), ARDaL a Národná banka Slovenska (NBS).

Predkladaná Stratégia riadenia dlhu do roku 2006 (stratégia) je hlavným a súčasne východiskovým dokumentom, ktorý na uvedené časové obdobie stanoví základné rámce a smerovanie politiky riadenia dlhu. Z tohto materiálu budú neskôr odvodené jednotlivé predpisy upravujúce pravidlá pre riadenie rizík štátneho dlhu, limity pozícií štátu a systém kontroly. V súčasnom prechodnom období nie je možné jasne a exaktne formulovať záväzné ukazovatele a parametre štátneho dlhu. Portfólio štátneho dlhu bude v roku 2004 podrobené hĺbkovej finančnej analýze s cieľom presnej identifikácie a kvantifikácie parametrov celkového štátneho a verejného dlhu. Aby bolo zabezpečené prepojenie stratégie s vývojom v konkrétnom rozpočtovom roku a možnosť flexibilne reagovať na vývoj trhu, **stratégia bude každoročne konkretizovaná pre nasledujúci rok a predkladaná na schválenie vláde spolu s návrhom štátneho rozpočtu.** Na základe analýzy budú pre rok 2005 navrhnuté záväzné kvantitatívne ukazovatele štátneho dlhu.

Stratégia je ohraničená rokmi 2004 až 2006 z viacerých dôvodov. Po prvé, ide o hranicu volebného obdobia. Je korektné ponechať nasledujúcej vláde možnosť formulovať vlastnú stratégiu v kontexte vlastnej hospodárskej politiky a priorít. Po druhé, od roku 2007 je možné očakávať výrazné zmeny, ktoré budú súvisieť s prípravou na prijatie EUR a vstupom do eurozóny. Tieto zmeny dnes nie je možné predvídať v takej miere podrobnosti, ktorá by umožnila zodpovedne s nimi pracovať v stratégii. A nakoniec, po tretie, uvedené obdobie bude obdobím dobudovania a doladenia celého systému riadenia dlhu a likvidity. Inak povedané, okrem stanovenia cieľov v oblasti parametrov dlhu a riadenia rizík dôležité bude aj inštitucionálne a legislatívne dobudovanie systému riadenia dlhu a likvidity.

V kontexte predkladanej stratégie je potrebné konštatovať, že štát v súčasnosti nemá priamu detailnú kontrolu nad celým okruhom verejných financií. Napríklad niektoré štátne a verejnoprávne inštitúcie (zdravotné poisťovne, Sociálna poisťovňa, verejnoprávne médiá) sú nezávislé právne subjekty a realizujú platby mimo priamej kontroly MF SR. Hoci väčšina týchto klientov ukladá svoje zdroje na účet v NBS, tieto účty nie sú konsolidované s účtami štátneho rozpočtu tak, aby sa minimalizovali požiadavky na krátkodobú likviditu. Niektorí z

¹ Politický vplyv môže mať podobu snahy znížiť výdavky spojené s dlhovou službou v bežnom rozpočtovom roku za cenu vyšších výdavkov a rizík v budúcnosti.

týchto klientov majú navyše účty v komerčných bankách. Tento systém bráni MF SR spolu s ostatnými faktormi riadiť verejné zdroje centralizovane a v tomto zmysle efektívne.

Podobne ako oblasť likvidity, mimo priamej kontroly ostáva v súčasnosti aj možnosť vzniku podmienených záväzkov a skrytého dlhu na regionálnej úrovni. Tomuto problému bude potrebné venovať zvýšenú pozornosť v kontexte fiškálnej decentralizácie. Z vyššie uvedených dôvodov preto stratégia pokrýva iba tú časť dlhu a likvidity, ktorá je riadená ministerstvom financií (t. j. štruktúrou MF SR, ŠP, ARDaL), t. j. štátny dlh a likviditu okruhu subjektov riadených centrálnou vládou.

Predkladaná stratégia poskytuje stručný prehľad o stave štátneho dlhu ku koncu roka 2002 a popisuje existujúci systém riadenia dlhu a likvidity. Nadväzne charakterizuje riziká, ktoré vyplývajú z parametrov existujúceho dlhu a nedostatky súčasného systému jeho riadenia. Samotná stratégia potom vychádza z týchto hodnotení a formuluje ciele v oblasti reštrukturalizácie dlhu, systému riadenia rizík, aj ciele ďalšieho budovania systému riadenia dlhu a likvidity v inštitucionálnej a legislatívnej oblasti.

1. Štruktúra a základné parametre štátneho dlhu

Slovenská republika vykazovala k 31.12.2002 v metodike ESA 95 štátny dlh vo výške 451,6 mld. Sk. Základná štruktúra dlhu je podľa druhu tvorená:

- záväzkami z emisií štátnych cenných papierov	348 941 mil. Sk
- záväzkami z prijatých bankových úverov a ostatných dlhových nástrojov	37 267 mil. Sk
Spolu bez zohľadnenia štátnych záruk	386 208 mil. Sk
- riziká zo štátnych záruk	65 351 mil. Sk
Spolu	451 559 mil. Sk

Podrobná štruktúra štátneho dlhu k 31.12.2002 podľa ESA 95 je uvedená v prílohe č. 1.

Záväzky z emisií štátnych cenných papierov²

Emisie štátnych cenných papierov predstavujú štandardnú, obchodovateľnú formu dlhu. K 31.12.2002 Slovenská republika prostredníctvom MF SR vydala štátne cenné papiere v nasledovnej štruktúre:

- štátne dlhopisy emitované na domácom trhu	234 200 mil. Sk
- štátne dlhopisy emitované v zahraničí	75 295 mil. Sk
- štátne pokladničné poukážky (ŠPP)	39 508 mil. Sk

Priemerná doba splatnosti štátnych dlhopisov vydaných na domácom finančnom trhu bola v roku 2002 3,48 roka, na zahraničných trhoch 2,7 roka. Pri týchto parametroch durácia portfólia štátnych cenných papierov dosahovala hodnotu 2,8 roka. ŠPP boli emitované na priebežné krytie schodku štátneho rozpočtu³.

Z pohľadu výnosov pre investorov, dlhopisy SR boli emitované predovšetkým s fixným výnosom. Z celkového objemu emitovaných štátnych dlhopisov sú na pohyblivý výnos (6M BRIBOR, 12M BRIBOR + 0,32) viazané emisie č. 143, 144, 151, 152, a 161, ktoré boli (okrem emisie č. 161) vydané za účelom reštrukturalizácie bánk. Z celkového objemu

² Ďalšie charakteristiky štátneho dlhu sa viažu k dlhu bez zohľadnenia rizík súvisiacich so štátnymi zárukami. Podrobne sa problematikou štátnych záruk zaoberal dokument "Informácia o poskytnutých štátnych zárukách v rokoch 1996-2002 a ich vplyve na deficit verejných financií", ktorý 16. augusta 2003 vláda vzala na vedomie.

³ Priemerná doba splatnosti predstavuje vážený priemer splatnosti všetkých zahrnutých podkladových položiek (napr. priemerná doba splatnosti celého dlhu, alebo len časti, ako sú domáce dlhopisy, zahraničné dlhopisy, cenné papiere a pod.). Durácia je vážená priemerná splatnosť podkladových položiek, pričom ako váha je použitá súčasná hodnota budúcich peňažných tokov podkladových položiek. Durácia vyjadruje citlivosť zahrnutých položiek (jednej, skupiny, portfólia, alebo aj celej bilančnej strany súvahy) na zmenu trhových úrokových sadzieb a je vyjadrená v rokoch.

štátnych dlhopisov na trhu tak predstavujú dlhopisy s fixným výnosom 79,46 %, zatiaľ čo dlhopisy s pohyblivým výnosom iba 20,54 %.⁴

Štátne dlhopisy, ktoré boli vydané v rokoch 1998 až 2000 na zahraničných finančných trhoch boli emitované s fixným kupónom. V máji 2003 bola Slovenská republika úspešná s emisiou s pohyblivou úrokovou sadzbou, keď emitovala dvojročný štátny dlhopis v mene Euro s plávajúcou úrokovou sadzbou a s konštrukciou 3 mesačný Euribor zvýšený o 5 bazických bodov (0,05% p.a.). V súčasnosti tento štátny dlhopis nesie úrokový náklad 2,2 % p.a.

Závazky z prijatých bankových úverov

Objem tohto druhu štátneho dlhu predstavuje 35 169 mil. Sk (9,1 percenta celkového dlhu), z čoho je zahraničná zadlženosť 95 % (33,4 mld. Sk, t. j. 8,6 percenta celkového dlhu). Pritom úvery prijaté vládou predstavujú z celkového objemu iba 28,6 percenta (9,65 mld. Sk). Zvyšok, t. j. 23,77 mld. Sk predstavujú úvery, ktoré k 1. januáru 2002 prevzalo MF SR v súvislosti s prevzatím záväzkov bývalého Štátneho fondu cestného hospodárstva (ŠFCH). Išlo o 18 úverov v celkovom objeme 26 676 mil. Sk. (Úvery prevzaté od ŠFCH sú uvedené v prílohe 2/1 a vládne úvery sú uvedené v prílohe 2/2).

Na základe obchodno-technických podmienok niektorých prijatých úverov možno konštatovať, že proces prijímania vládnych úverov v minulosti neprebíhal štandardne a transparentne navyše finančné podmienky niektorých úverov boli pre štát nevýhodné, horšie než podmienky, ktoré bolo možné dosiahnuť na finančnom trhu. Pri prijímaní úverov sa nezohľadňovali trhové a ostatné riziká spojené so vstupom štátu do úverového záväzku, pričom celý proces bol v značnej miere procesne netransparentný. Výhodou úverov boli najmä dve skutočnosti – dlhšia lehota splatnosti, než bola dosiahnuteľná na trhu štátnych dlhopisov a väzba na poskytnutie technickej asistencie, prípadne grant (najmä v prípade úverov od medzinárodných finančných inštitúcií na realizáciu štrukturálnych reforiem). Priemernú dobu splatnosti zahraničných úverov prijatých v jednotlivých rokoch charakterizuje nasledujúca tabuľka:

Rok	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Splatnosť v rokoch	16,0	9,0	9,6	10,0	31,0	6,4	9,5	14,0

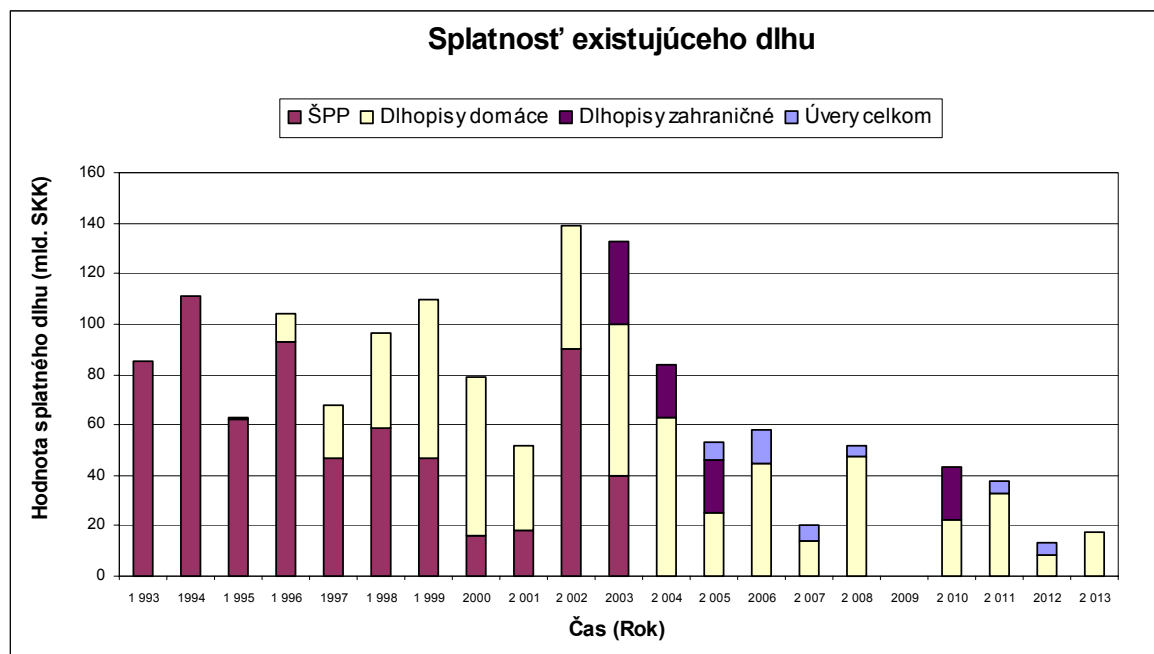
Pokiaľ ide o výnos pre veriteľov, v úverovom portfóliu štátneho dlhu je v porovnaní so štátnymi cennými papiermi väčšie zastúpenie úverov s pohyblivou úrokovou sadzbou v porovnaní s úvermi s fixnou úrokovou sadzbou (podiel úverov s fixnou úrokovou sadzbou na celkovom objeme nesplatených úverov predstavoval k 31. decembru 2002 36,3 percenta). Táto skutočnosť vyplýva z faktu, že štátny dlh vo forme úverov je neobchodovateľný

⁴ Pre emitenta je výhodné vydávať dlhopisy s pevným (fix) úrokovým výnosom vtedy, keď sa očakáva, že v budúcom období hodnota úrokových sadzieb bude stúpať pozdĺž celej výnosovej krivky a vydávať dlhopisy s pohyblivým (float) úrokovým výnosom vtedy, keď sa očakáva, že v budúcom období hodnota úrokových sadzieb bude klesať pozdĺž celej výnosovej krivky. Vysoká (nízka) volatilita úrokových sadzieb pozdĺž celej výnosovej krivky podporuje vydávanie dlhopisov s pevným (pohyblivým) úrokovým výnosom.

a pohyblivá úroková sadzba predstavuje čiastočne v istom kontexte nástroj na eliminovanie úrokového rizika.

Pokiaľ ide o charakteristiku dlhu ako celku, jeho splatnosť charakterizuje graf č.1. Ako z grafu vyplýva, podstatná časť štátnych cenných papierov je splatná v priebehu nasledujúcich troch rokov.

Graf č.1 Splatnosť existujúceho dlhu k 31.12. príslušného roka



Pokiaľ ide o vzťah vnútornej a zahraničnej zadlženosti, z celkového dlhu k 31.12.2002 predstavovala vnútorná zadlženosť 71,3 percenta a pozostávala z nasledujúcich záväzkov (v mld. Sk):

Emisie štátnych dlhopisov	234,2
Emisie štátnych pokladničných poukážok	39,5
Domáce úvery*	1,7
Celkový vnútorný dlh	275,4

* Ide o domáce úvery prevzaté od Štátneho fondu cestného hospodárstva (úvery poskytli VÚB a SLSP)

Zahraničná zadlženosť predstavovala 18,7 percenta a pozostávala z nasledujúcich záväzkov (mld. Sk):

Emisie štátnych dlhopisov	75,3
Vládne úvery prevzaté od bývalého ŠFCH	23,8
Ostatné vládne úvery	11,7
Celkový zahraničný dlh	110,8

Percentuálny podiel jednotlivých mien na celkovej zahraničnej zadlženosti k 31.12.2002 uvádza nasledovná tabuľka :

Mena	EUR	USD	JPY	ostatné
% podiel	79	19	1	1

Ako z tabuľky vyplýva, nosnou menou zahraničnej zadlženosti Slovenskej republiky je EUR. Dôvodom sú rozvíjajúce sa všestranné vzťahy s Európskou úniou a očakávané začlenenie Slovenska do európskych štruktúr. Vo všeobecnosti možno konštatovať, že menové – kurzové riziko slovenskej koruny voči EUR je nižšie ako voči ostatným voľne zameniteľným menám. Ide z pohľadu slovenskej koruny o referenčnú menu a slovenská koruna je od jej vývoja priamo závislá. Riziká vyplývajúce z pozícií štátu v EUR sú v tomto kontexte ľahšie predvídateľné a kontrolovateľné, a preto riadenie portfólia štátneho dlhu sa bude prirodzene zameriavať na denomináciu štátneho dlhu v tejto mene na úkor ostatných voľne zameniteľných mien.

Vplyv štátnych záruk na štátny dlh

Zo záväzkov Slovenskej republiky voči EÚ vyplýva povinnosť vykazovať deficit a dlh verejného rozpočtu v metodike ESA 95. Podľa tejto metodiky sú súčasťou štátneho dlhu aj riziká vyplývajúce z poskytnutých štátnych záruk.

Poskytovanie štátnych záruk bolo v minulých rokoch využívaným nástrojom na optické zlepšovanie situácie verejných financií. Vláda v minulosti poskytovala štátne záruky na pôžičky, o ktorých bolo vopred zrejmé, že nebudú splatené dlžníkom. Krátkodobo tak vylepšovala pozíciu dlžníka. Napriek poskytnutiu štátnej záruky boli pri úveroch úrokové náklady vždy vyššie, ako náklady, za ktoré si mohol požičať priamo štát, čo zdôrazňuje nutnosť centralizácie riadenia dlhu štátom. Do konca roka 2002 boli realizované štátne záruky v celkovom objeme 40,3 mld. Sk, z toho 17,8 mld. Sk zo štátneho rozpočtu a 22,5 mld. Sk z Fondu národného majetku SR (roky 2000 až 2002). Najvyšší objem štátnych záruk sa doposiaľ realizoval v roku 2001 (8 mld. Sk zo štátneho rozpočtu a 14,6 mld. Sk z FNM).

Prehľad o vývoji poskytnutých štátnych záruk je uvedený v prílohe č. 3. Sú v nej údaje o celkovom objeme istín všetkých úverov so štátnym ručením ku koncu rokov 1996-2002 a objem istín úverov, ktoré je možné považovať za rizikové. Rizikovosť úverov bola určená individuálne na základe analýzy finančnej situácie dlžníka. Z celkového objemu istín štátnych záruk 102,6 mld. Sk je možné považovať za rizikové 65,3 mld. Sk (t. j. 63,6 percenta). Ako najvyššie riziko bolo ohodnotené riziko realizácie úverov so štátnou zárukou Železníc SR v sume 37,3 mld. Sk. Suma 65 mld. Sk rizikových štátnych záruk je z hľadiska splatnosti rozložená do rokov 2003 až 2021 s maximom splátok v rokoch 2005, 2006 a 2007 z dôvodu jednorazovej splatnosti úverov so štátnou zárukou pre Slovenské elektrárne, a. s., Bratislava a Železnice SR.

V súvislosti so zmenou prístupu vlády SR k udeľovaniu štátnych záruk a celkovej zmene koncepcie riadenia verejných a štátnych financií sa nepredpokladá prírastok rizikových štátnych záruk v ďalšom období. Štátne záruky možno všeobecne považovať za najdrahší spôsob zadlžovania štátu, keďže poskytovatelia úverov zohľadňujú v cene poskytnutého úveru okrem rizika štátu aj úverové riziko prijímateľa úveru.

2. Riziká súvisiace so štruktúrou dlhu

Napriek tomu, že doposiaľ neexistuje ucelený systém riadenia dlhu a existujúce portfólio nebolo hĺbkovo analyzované, štruktúra a parametre dlhu už v súčasnosti signalizujú niekoľko typov rizík.

Refinančné riziko

Za najvýznamnejšie možno považovať refinančné riziko, t. j. riziko, že štát si nedokáže požičať na krytie svojho splatného dlhu, alebo si dokáže požičať iba obťažne a za relatívne nevýhodných, najmä cenových podmienok. Možno konštatovať, že podstatná časť štátneho dlhu krytého štátnymi cennými papiermi je splatná v nasledujúcich 3 rokoch (v roku 2004 je splatných 146 mld. Sk, v roku 2005 114 mld. Sk a v roku 2006 114 mld. Sk). Z tohto pohľadu možno hodnotiť refinančné riziko štátneho dlhu SR v pomere k veľkosti a možnostiam slovenského finančného trhu a v porovnaní s bežným štandardom krajín EÚ ako relatívne vysoké. Trh môže kalkulovať s touto skutočnosťou a môže vyvíjať tlak na štát refinancovať svoje záväzky za vyššie úrokové sadzby podobne, ako to bolo v prvom polroku 2003. Prepracovaná emisná politika, zodpovedajúca zahraničnému štandardu a prístup na zahraničné finančné trhy dokážu toto riziko podstatne eliminovať. Od roku 1998 sa refinančné riziko štátu podstatným spôsobom znižuje, pričom sa kontinuálne predlžuje priemerná splatnosť portfólia štátnych dlhopisov a zvyšuje hodnota durácie. Oba ukazovatele v roku 2003 dosiahnu najlepšie hodnoty od vzniku štátneho dlhu v roku 1993. Cieľové hodnoty týchto ukazovateľov, ktoré sú súčasťou predkladanej stratégie, by SR mala dosiahnuť do roku 2006. Kapacita domáceho trhu ponúkaných dlhopisov s dlhšou lehotou splatnosti je obmedzená, a preto bude potrebné udržiavať stály priamy kontakt (výmenu informácií o možnostiach emitovania štátnych dlhopisov na zahraničných trhoch) s medzinárodným finančným trhom.

Úrokové riziko

S refinančným rizikom úzko súvisí úrokové riziko. Úrokové riziko je riziko vyplývajúce z dopadu zmien trhových úrokových sadzieb na dlhové portfólio SR. Toto riziko vyplýva z potreby refinancovania dlhu, ktorý bude splatný v budúcnosti pri neznámych, resp. odhadovaných úrokových sadzbách a z volatility výplat hodnoty kupónov pri plávajúcich úrokových sadzbách štátnych dlhopisov. Riziku nárastu úrokových sadzieb je vystavené portfólio štátnych výpožičiek obsahujúce dlhové záväzky s krátkou dobou splatnosti a dlhové záväzky naviazané na pohyblivú úrokovú sadzbu. V súčasnosti percento pevnej úrokovej sadzby z celkového štátneho dlhu predstavuje 65 % a 35 % plávajúcej úrokovej sadzby. Priemerná doba splatnosti celkového nesplateného dlhu, ktorá nám vyjadruje, akou rýchlosťou sa existujúci dlh stáva krátkodobým, je 3,6 roka⁵.

Kľúčovým ukazovateľom, ktorý sa používa pri monitorovaní a riadení úrokového rizika, je durácia portfólia⁶. Priemerná súčasná durácia portfólia štátnych dlhopisov SR je 3,2

⁵ Vo väčšine štátov EÚ priemerná splatnosť dlhu sa pohybuje v intervale 5 – 6 rokov. Výnimkou je Veľká Británia, kde je priemerná splatnosť približne 11 rokov. V Maďarsku priemerná splatnosť domácich štátnych cenných papierov presahuje 3 roky, v Českej republike je približne na rovnakej úrovni.

⁶ Čím má tento ukazovateľ vyššiu hodnotu, tým je portfólio menej citlivé na zmenu úrokových sadzieb, a tým je viac eliminované riziko negatívneho dopadu zmeny úrokových sadzieb. Na druhej strane, pri očakávanom poklese úrokových sadzieb môže portfólio s krátkou duráciou priniesť úsporu rozpočtových prostriedkov.

roka. Je pravdepodobné, že v prípade celého štátneho dlhu je tento ukazovateľ ešte nižší (pravdepodobne je hodnota durácie celého portfólia štátneho dlhu SR v intervale 2,5 až 2,8 roka), keďže väčšina vládnych úverov je naviazaná na pohyblivú úrokovú sadzbu. Pri tejto hodnote durácie a pri vysokej historickej volatilitě úrokových sadzieb na slovenskom finančnom trhu je portfólio štátneho dlhu vystavené významnému úrokovému riziku, ktoré je v súčasnosti eliminované iba odhadovanými očakávaniami poklesu úrokových sadzieb v súvislosti s integráciou SR. V tomto kontexte môže nízka durácia portfólia priniesť úsporu rozpočtových prostriedkov najmä v rokoch 2005 a 2006. Úrokové riziko bude potrebné v budúcnosti aktívne riadiť. Základným predpokladom zníženia úrokového rizika portfólia je zmena jeho štruktúry z hľadiska profilu splatností. Následne s využitím finančných nástrojov vrátane derivátov bude potrebné čiastočne eliminovať vplyv úrokového rizika.

Riziko likvidity

Riziko likvidity vyjadruje mieru pravdepodobnosti, že štát nebude mať k dispozícii dostatok likvidity na krytie svojich splatných záväzkov. Vzhľadom na to, že podklady a informácie, ktoré slúžia k riadeniu likvidity štátneho rozpočtu a celého okruhu verejných financií nie sú dostatočné a presné, významnosť rizika likvidity nie je možné v súčasnosti kvalifikovane posúdiť. Chýbajú predikcie hotovostných tokov z príjmov a výdavkov jednotlivých výdavkových jednotiek, s výnimkou hotovostných tokov viazucich sa k štátnym pokladničným poukázkam, štátnym dlhopisom a úverom, to znamená finančných tokov riadených priamo MF SR. Chýbajú informácie o realizovaných platbách štátnych rozpočtových organizácií, ale najmä o očakávaných a prijatých platbách v reálnom čase. V celom okruhu verejných financií v súčasnosti neexistuje finančné plánovanie sledované na centrálnej úrovni. Zmenu v tejto oblasti prinesie naplnenie zákona o štátnej pokladnici, ktorá zaviazá štátne rozpočtové organizácie plánovať svoje príjmy a výdavky.

Keďže neexistuje finančné plánovanie celého okruhu štátnych a verejných financií, dochádza k výraznému časovému nesúladiu príjmov a výdavkov, čím sa náklady na riadenie likvidity štátu významne predražujú. Je preto možné konštatovať, že riziko likvidity je v súčasnosti relatívne vysoké. Tým, že náklady na likviditu nemožno v súčasnosti plánovať a likvidita sa riadi pasívnym spôsobom, štát musí udržiavať na zabezpečenie likvidity pomerne vysoké prebytky finančných prostriedkov, ktoré by pri aktívnom riadení likvidity nemuseli vôbec existovať, resp. by boli investované na finančnom trhu pri trhových úrokových podmienkach.

Kurzové riziko

Základným ukazovateľom kurzového rizika je podiel dlhu v zahraničnej mene k celkovému dlhu. V súčasnosti (stav k 31.12.2002) je tento podiel 28,6 %⁷ (z toho 79 % v EUR, 19 % v USD a 2 % v ostatných menách).

V druhej polovici 90. rokov predstavovala hodnota durácie hodnotu menšiu ako 2 roky, čo spôsobilo koncom tohto obdobia výrazne zvýšené náklady – výdavky ŠR na dlhovú službu sa zvýšili v rokoch 1999 a 2000 v rozsahu niekoľkých miliárd Sk.

⁷ Vo väčšine štátov EÚ tento podiel nepresahuje hodnotu 5 %, čo však súvisí s najmä so vstupom týchto krajín do eurozóny. Podiel zahraničného dlhu k celkovému dlhu v štátoch EÚ, ktoré neprijali spoločnú menu, je rozličný. Vo Švédsku je tento ukazovateľ 33 % (z toho viac ako polovica je v EUR), v Dánsku je to 8 % a vo Veľkej Británii sú to 2 %. V Českej republike ako jednej z kandidátskych krajín dosahuje podiel zahraničného dlhu na celkovom dlhu menej ako 10 %.

V súčasnosti sa kurzové riziko sleduje, ale sa aktívne neriadi. Štát má otvorený účet v NBS iba v slovenských korunách a portfólio zahraničného štátneho dlhu tvoria väčšinou úvery naviazané na pohyblivú úrokovú sadzbu. Portfólio štátneho dlhu je vystavené riziku pohybu výmenného kurzu slovenskej koruny voči danej zahraničnej mene, a teda zmene hodnoty dlhového portfólia (zmenou kurzu meny sa zvýši, resp. zníži hodnota dlhu a zmení sa súčasná hodnota dlhového portfólia), najmä však hodnoty cash flow (zmenou kurzu sa zvýšia, resp. znížia splátky kupónov z dlhopisov, úrokov z prijatých úverov a istín, čo má priamy vplyv na rozpočet).

Kurzové riziko štátneho dlhu možno považovať za významné, na druhej strane možno konštatovať, že všeobecne očakávané posilnenie slovenskej koruny v rokoch 2005 a 2006 pravdepodobne prinesie úsporu rozpočtových prostriedkov. Otvorené kurzové pozície štátneho dlhu sú pri hodnotách kurzu EUR/SKK 43,0 a vyššom, to znamená, že na splácanie záväzkov z úverov a cenných a papierov bude potrebné menej slovenských korún. Vplyv pozície NBS nebol pri konverziách štátneho dlhu v tejto úvahe zohľadnený.

Riziko protistrán

Ďalším rizikom, ktorému je štát vystavený, je riziko, že protistrana nebude schopná plniť svoje záväzky vyplývajúce z finančných operácií. Aj keď sa v súčasnosti riziko protistrán týka iba poskytovania štátnych záruk za úvery, aktívne sa nesleduje.

3. Súčasný stav riadenia dlhu a likvidity a riziká s ním spojené

Legislatívny rámec pre oblasť riadenia štátneho dlhu je vymedzený nasledovnými zákonmi:

- zákon č. 291/2002 Z. z. o štátnej pokladnici a o zmene a doplnení niektorých zákonov,
- zákon č. 386/2002 Z. z. o štátnom dlhu a štátnych zárukách,
- zákon č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách,
- zákon č. 510/2002 Z. z. o platobnom styku a o zmene a doplnení niektorých zákonov,
- zákon č. 566/1992 Zb. o Národnej banke Slovenska v znení neskorších predpisov,
- zákon o štátnom rozpočte na príslušný rok,
- zákon č. 303/1995 Z. z. o rozpočtových pravidlách v znení neskorších predpisov,
- zákon č. 530/1990 Zb. o dlhopisoch v znení neskorších predpisov.

Vychádzajúc z tejto legislatívy, MF SR je v súčasnosti zodpovedné za koncepčnú stránku riadenia dlhu a likvidity a zároveň aj za jeho realizáciu - operatívne riadenie. NBS v súčasnosti pôsobí ako agent ministerstva financií a zabezpečuje technickú realizáciu pri vydávaní a splácaní štátnych dlhopisov, vrátane výnosov. Spolupráca týchto inštitúcií je skôr v rovine operatívnej a realizačnej ako riadiacej a koncepcnej.

Pri riadení likvidity ministerstvo financií najmä vypracováva na dennej báze operatívny plán zdrojov a potrieb financovania priebežného schodku štátneho rozpočtu a splatného štátneho dlhu v časovom horizonte jedného mesiaca a riadi zostatok na súhrnnom účte štátu.

Dočasne a väčšinou krátkodobu voľné finančné prostriedky alokuje na termínované vklady výhradne v NBS, a tak zvyšuje výnosy z finančných aktív, a tým príjmy štátneho rozpočtu.

Pri riadení štátneho dlhu ministerstvo financií vydáva štátne cenné papiere na domácom a zahraničnom finančnom trhu podľa schválených plánov emisií štátnych cenných papierov v spolupráci s NBS ako jeho agentom na domácom trhu. Pri tvorbe emisnej politiky využíva závery aukčného výboru ako poradného orgánu ministra s cieľom skvalitnenia emisného plánu štátnych cenných papierov a koordinácie dlhovej politiky s menovou, fiškálnou a rozpočtovou politikou.

Pre kvalitné uzatváranie úverových zmlúv v mene SR MF SR v júli 2003 spracovalo postupy prijímania vládnych úverov a štátnych záruk, ktoré vyústili do normatívnych aktov - do usmernenia MF SR pre prijímanie, čerpanie a splácanie vládnych úverov zo zahraničia, čím sa jednoznačne vymedzilo postavenie prijímateľa vládneho úveru (príslušný rezort), MF SR a ostatných inštitúcií zainteresovaných v danom procese. Zároveň vznikla odborná komisia "Úverový a záručný výbor pre vládne úvery a štátne záruky" ako poradný orgán ministra pre financovanie v oblasti vládnych úverov a štátnych záruk.

NBS ako agent MF SR v súčasnosti pripravuje podmienky pre aukcie štátnych cenných papierov (ŠCP), vypláca výnosy a istiny ŠCP, vedie centrálny register ŠPP, pripravuje podklady pre kótovanie emisií ŠD na Burze cenných papierov v Bratislave, vyhodnocuje informácie o obchodovaní na sekundárnom trhu a zhromažďuje informácie o primárnom trhu (monitoruje finančný trh, publikuje výsledky aukcií a pod.)

Riziká súčasného systému riadenia

Súčasný stav riadenia dlhu a likvidity, ktorý sa historicky vyvinul od roku 1993, nezodpovedá požiadavkám kladeným na moderný systém riadenia dlhu a likvidity vo vyspelej trhovej ekonomike. Historicky vyplynul z podcenenia významu tejto problematiky v minulosti a nedostatočného personálneho, materiálneho a technického zabezpečenia. Riziká súvisia najmä s nasledujúcimi skutočnosťami.

Po prvé, chýba jasné stanovenie strategických cieľov v strednodobom a dlhodobom horizonte. Riadenie sa prispôsobuje aktuálnemu štátnemu rozpočtu s presúvaním rizík do budúcnosti. Riadenie je decentralizované, rozhodnutia o jednotlivých zložkách dlhu sa prijímajú mimo kontextu celkového dlhu a reagujú len operatívne na meniace sa potreby financovania bez zohľadnenia širších súvislostí. Rozhodovanie nie je podložené finančnými analýzami a predikciou budúceho vývoja. Pre uskutočňovanie finančných analýz neboli v minulosti ani vytvorené informačné a personálne predpoklady.

Po druhé, neexistuje integrovaný informačný systém, takže ani evidencia a vykazovanie dlhu nie je úplne jednoznačné, transparentné a presné. Výkon obsluhy dlhu sa uskutočňuje v značnej miere manuálnymi vstupmi bez prípravnej a kontrolnej fázy.

Po tretie, úplne absentuje systém riadenia rizík, a to v celom jeho rozsahu – od metodiky ich analýzy, cez systém monitorovania a vyhodnocovania, čo následne vedie k tomu, že pre jednotlivé riziká nie sú stanovené limity a neexistuje systém kontroly ich dodržiavania.

Po štvrté, v súčasnosti monitorovanie finančného trhu robí pre MF SR Národná banka Slovenska. MF SR nemá možnosť priamo pružne reagovať na vývoj trhu. Prístup

k aktuálnym informáciám z tohto trhu je však nevyhnutnou podmienkou efektívneho riadenia štátneho dlhu a likvidity a realizácie operácií a transakcií na finančnom medzibankovom trhu.

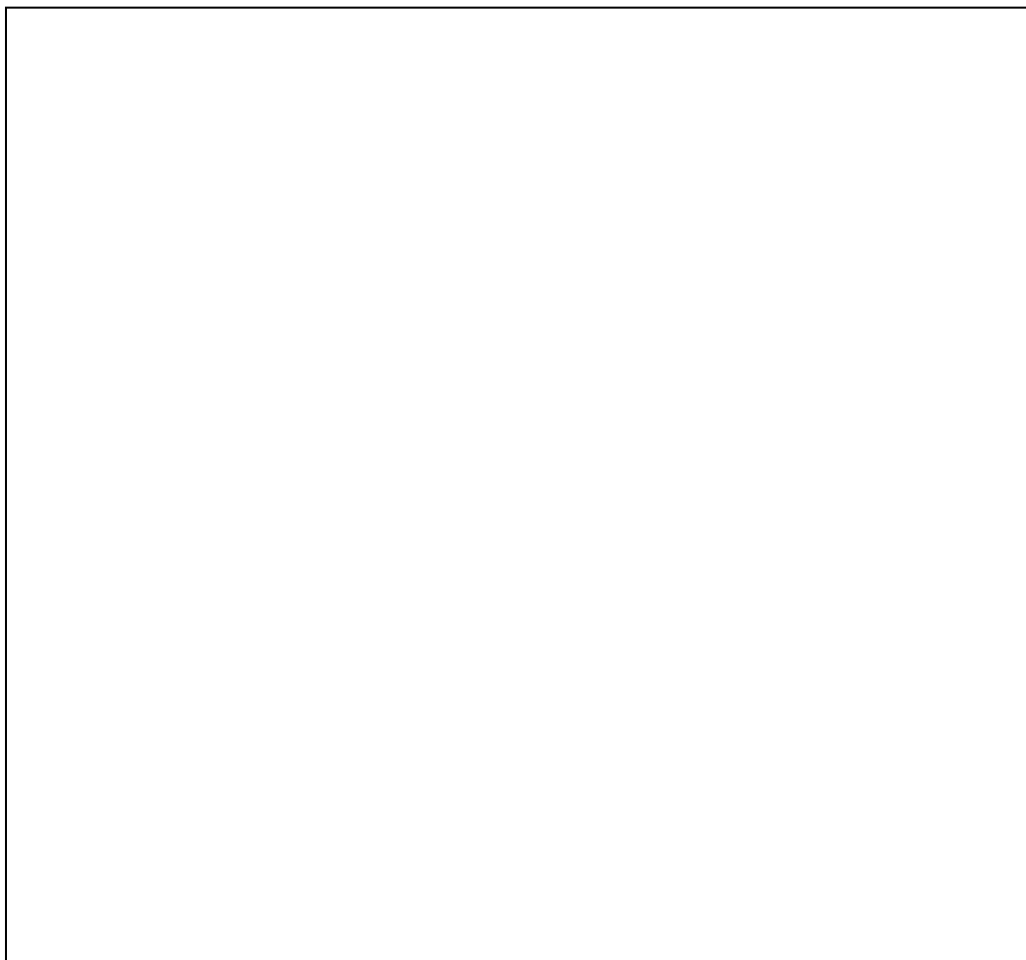
Po piate, chýba aktívna komunikácia s finančnými trhmi doma aj v zahraničí. Cieľom takejto komunikácie je v krajinách s málo rozvinutým kapitálovým trhom zvýšenie likvidity trhu so ŠCP. Okrem toho, chýba koncepcia rozvoja sekundárneho trhu s cieľom rozšíriť okruh potenciálnych investorov a zvýšenou likviditou ŠCP dosiahnuť zníženie výdavkov spojených s ich vydávaním. Ministerstvo financií nemá spracovanú žiadnu koncepciu pre túto oblasť.

Súčasný systém riadenia dlhu a likvidity tak generuje významné operačné riziko - riziko potencionálnych strát vyplývajúcich z nezvládnutia procesného riadenia obsluhy štátneho dlhu. Za najväčší nedostatok možno považovať chýbajúce centrálné riadenie a databázovú evidenciu úverového portfólia štátneho dlhu.

4. Reforma riadenia dlhu a likvidity – aktuálny stav a ďalší postup

Ministerstvo financií si uvedomuje nedostatky v systéme riadenia dlhu a likvidity a riziká z neho vyplývajúce. **V kontexte medzinárodných skúseností a najlepšej medzinárodnej praxe zvolilo koncept oddelenia strategicko-koncepčného riadenia od operatívneho riadenia dlhu a likvidity.** Zatiaľ čo strategicko-koncepčné riadenie zostane v kompetencii ministerstva financií, operatívne riadenie sa presúva na novozriadenú Agentúru pre riadenie dlhu a likvidity. Reforma tejto oblasti riadenia verejných financií začala v roku 2002, a to schválením zákona č. 386/2002 Z. z. o štátnom dlhu a štátnych zárukách, ktorý vymedzil základné inštitucionálne a politické rámce pre túto oblasť, a schválením zákona č. 291/2002 Z. z. o štátnej pokladnici. Práve zákon o štátnej pokladnici umožnil zriadiť Agentúru pre riadenie dlhu a likvidity.

Vznik a profesionálne fungovanie ARDaL je súčasťou zmien, ktorých cieľom je vytvoriť moderný režim riadenia dlhu a likvidity vychádzajúci z najlepšej medzinárodnej praxe.



Úlohou ARDaL bude predovšetkým:

- zabezpečiť profesionálne riadenie dlhu a likvidity, v rámci ktorého bude optimalizovať štruktúru dlhu a náklady s ním spojené na základe analýzy trhu, analýzy portfólia dlhu a vypracovaného systému riadenia rizík,
- umožniť oddelenie operatívneho riadenia dlhu a likvidity od formulovania politiky a kontroly dodržiavania rámcov a pravidiel,
- výrazne zlepšiť komunikáciu s trhom a investormi - a pokúsi sa v spolupráci s MF SR a ostatnými inštitúciami zvýšiť likviditu trhu so ŠCP,
- zabezpečiť flexibilitu operatívneho riadenia dlhu,
- na medzinárodnej úrovni spolupôsobiť pri integrácii finančného trhu a finančného riadenia okruhu verejných financií s krajinami EÚ.

Vzhľadom na založenie ARDaL, vznikla potreba nanovo definovať del'bu činností a zodpovednosti medzi MF SR, ARDaL, ŠP a NBS. Na porade vedenia MF SR bol preto schválený materiál "Návrh na prerozdelenie činností a zodpovedností medzi Agentúrou pre riadenie dlhu a likvidity, Štátnou pokladnicou, Ministerstvom financií SR a Národnou bankou Slovenska", ktorý vymedzuje základné činnosti a zodpovednosti jednotlivým subjektom v procese riadenia dlhu a likvidity. Navrhnuté rozdelenie rešpektuje zákon 575/2001 Z. z. o organizácii činnosti vlády a organizácii ústrednej štátnej správy.

Správu štátneho dlhu, v súlade so zákonom 386/2002 o štátnom dlhu a zárukách bude naďalej vykonávať ministerstvo financií. Do budúcnosti bude zodpovedné za celkovú stratégiu dlhu, bude vytvárať a schvaľovať operačný rámec pre dlhový manažment a kontrolovať jeho dodržiavanie.

Podľa uvedeného dokumentu ARDaL bude zodpovedná za výkon riadenia štátneho dlhu a bude predovšetkým:

- pre ministerstvo zabezpečovať vydávanie štátnych cenných papierov vrátane aukcií,
- podieľať sa na tvorbe stratégie riadenia dlhu,
- v spolupráci so ŠP zodpovedná za zabezpečenie dennej platobnej schopnosti štátu,
- vykonávať finančné operácie na finančnom trhu súvisiace so zabezpečením proti trhovým rizikám pri riadení dlhu a likvidity,
- v spolupráci so ŠP riadiť a optimalizovať zostatok na jedinom účte štátu,
- poskytovať NBS podklady pre vyporiadanie emisií ŠCP,
- vypracovávať na dennej báze operatívny plán zdrojov a potrieb financovania priebežného schodku štátneho rozpočtu a splatného štátneho dlhu v horizonte jedného mesiaca,
- spolupracovať pri evidovaní, vykazovaní a analýzach štátneho dlhu a likvidity podľa požiadaviek ministerstva a zabezpečovať ostatné činnosti v súlade s platnými normami.

Zmení sa aj postavenie Národnej banky Slovenska, ktorá bude predovšetkým:

- ako agent štátu vyporiadavať výsledky primárnych emisií ŠD, ŠPP a vyporiadať ŠPP pri ich splatnosti, realizovať výplatu kupónov a istín ŠD pri ich splatnosti,
- podieľať sa na aktivitách pre rozvoj trhu štátnych cenných papierov a podporovať standardizáciu vysporiadania ŠCP podľa obvyklej praxe EÚ,
- pripravovať podklady pre tvorbu stratégie riadenia dlhu, likvidity a rizík v súvislosti s menovou politikou a na expertnej úrovni koncepčne spolupracovať pri riadení štátneho dlhu.

Nový systém riadenia dlhu a likvidity začne fungovať od 1. januára 2004, keď ARDaL prevezme plnú zodpovednosť za operatívne riadenie dlhu. Je však nesporné, že efektívne riadenie štátneho dlhu si aj v budúcnosti vyžiada ďalej spresňovať prerozdelenie činnosti a zodpovednosti medzi ARDaL, ŠP, MF SR a NBS. Po zvládnutí operatívneho riadenia dlhu agentúrou sa reforma v oblasti dlhu zameria na skvalitnenie procesu rozhodovania, stanovenie regulačných opatrení, limitov a noriem pre riadenie dlhu.

5. Stratégia riadenia dlhu a likvidity pre roky 2004 až 2006

Zámerom stratégie je, vychádzajúc z existujúcich rizík súvisiacich so štruktúrou a parametrami štátneho dlhu a súčasného systému riadenia dlhu a likvidity a pri zohľadnení trhového a ostatného externého prostredia, formulovať základné politické ciele v oblasti riadenia dlhu a likvidity, transformovať ich do operatívnych cieľov a identifikovať spôsoby ich dosiahnutia.

Východiská

Z hľadiska súčasného stavu dlhového portfólia stratégia vychádza najmä z potreby reagovať na refinančné a úrokové riziko.

V oblasti riadenia dlhu a likvidity stratégia reaguje najmä na štyri hlavné problémy:

- neexistenciu integrovaného informačného systému ako základu pre sledovanie kvality riadenia dlhu a likvidity,
- absenciu systému riadenia rizík a absenciu aktívneho riadenia likvidity,
- absenciu pravidelných analýz trhu,
- absenciu profesionálnej komunikácie s trhom.

Pokiaľ ide o vývoj trhového a ostatného externého prostredia, stratégia vychádza z Predvstupového ekonomického programu, ktorý predpokladá z pohľadu naplňovania cieľov stratégie priaznivý vývoj, najmä:

- klesajúci tlak vývoja verejných financií na štátny rozpočet prostredníctvom dlhovej služby,
- relatívne stabilný vývoj kurzu s možnosťou jeho ďalšieho zhodnotenia,
- postupné zblížovanie úrokových sadzieb v SR a v zahraničí,
- pokles pomeru úrokových nákladov na obsluhu štátneho dlhu k HDP.

Očakáva sa, že deficit verejných financií klesne z hodnoty 3,9 percenta v roku 2004 na 3 percentá v roku 2006. Tento pokles bude dôsledkom tak úspešne zvládnutých procesov v rámci verejných financií, ale veľký podiel na tom bude mať aj relatívne vysoký hospodársky rast SR, ktorý by v období 2004 až 2006 mal dosiahnuť viac ako 4 %. Pozitívna predikcia vývoja ekonomiky SR vytvára predpoklady pre relatívne stabilný vývoj koruny, nevylučujúc aj možnosť jej ďalšieho nominálneho a reálneho zhodnotenia.

V roku 2004 možno očakávať mierne zvýšenie úrokových sadzieb v zahraničí zväčša o 0,5 – 0,6 percentuálneho bodu. V ostatných rokoch až do roku 2008 je reálne očakávať ďalšie postupné zvyšovanie sadzieb. Znamená to, že úrokové sadzby (aj miera inflácie) v SR a v zahraničí sa budú postupne zblížovať. Rozhodovanie o domácich či zahraničných výpožičkách bude môcť viac reflektovať potreby stabilizačnej politiky SR.

Vzhľadom na vysoký rast HDP, pokles domácich úrokových sadzieb, na splatné dlhopisy s vysokým kupónom, výhodné podmienky na zahraničných trhoch a aktívne riadenie štátneho dlhu sa dá predpokladať, že úrokové náklady na obsluhu štátneho dlhu klesnú do roku 2006 na 2,3 % z HDP z úrovne 3,7 % v roku 2002.

Inak povedané, je možné konštatovať, že reštriktívna fiskálna politika, štrukturálne reformy, zodpovedajúca monetárna politika a profesionálne riadenie dlhu by mali v najbližších troch rokoch položiť základy pre stabilizáciu dlhového pomeru k HDP.

Ciele

Všeobecný, politický cieľ v oblasti riadenia dlhu a likvidity je možné formulovať nasledovne: **“zabezpečenie likvidity a prístupu na trh pre financovanie potrieb štátu transparentným, obozretným a nákladovo úsporným spôsobom, za predpokladu udržania rizík obsiahnutých v dlhu na akceptovateľnej úrovni”**. Vychádzajúc z tohto cieľa, je možné definovať niektoré všeobecné princípy.

Princíp prvý: *akékoľvek zvyšovanie dlhu musí byť transparentné a musí mať jasné pravidlá. Je potrebné eliminovať 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 potenciálnou stratou z neriadeného rizika a s nákladmi spojenými na jeho elimináciu.*

Konkretizácia cieľov a princípov

Prvý princíp

Pokiaľ ide o prvý princíp, týka sa predovšetkým oblasti úverov, štátnych záruk, ale aj ostatných zložiek verejných financií, ako sú verejné fondy, mestá, obce a vyššie územné celky a verejnoprávne inštitúcie. **Návrh stratégie riadenia dlhu vychádza z predpokladu, že najefektívnejšia forma zadlžovania štátu je forma emisií štátnych dlhopisov na domácom a zahraničnom trhu.**

Zadlžovanie štátu prostredníctvom úverov na konkrétne projekty predstavuje alternatívny zdroj financovania, ktorého priame finančné náklady sú oproti dlhopisom obvykle vyššie, pretože ide o neobchodovateľný dlh, ktorý poskytovateľ úveru nemôže predať na trhu. Táto skutočnosť je spolu s rizikom protistrany (riziko vyporiadania) priamo zohľadnená v cene úveru.

Prijímanie úverov prináša so sebou i nepriame náklady, ktoré sú vo všeobecnosti ťažko kvantifikovateľné, lebo vyplývajú z konkrétnych ustanovení úverových zmlúv. Výhodou úverov oproti dlhopisom je však možnosť diverzifikovať touto cestou investorskú bázu štátneho dlhu SR a možnosť získania zdrojov na obdobie dlhšie ako 15 rokov.

Za úplne nevyhovujúcu formu zadlžovania štátu možno všeobecne považovať poskytovanie štátnych záruk za komerčné úvery štátnych organizácií, keďže ich realizácia prináša s vysokou pravdepodobnosťou zvyšovanie štátneho dlhu ťažko kontrolovateľným a netransparentným spôsobom.

Tento spôsob riešenia finančných potrieb štátu a štátnych organizácií je považovaný za najmenej efektívny aj podľa medzinárodnej praxe. Okrem tradične slabšej možnosti finančnej kontroly hospodárenia štátnej (alebo komerčnej) organizácie (zo štátnej záruky sa v prípade nesplácania úveru stáva štátny záväzok zvýšený o sankciu) tento spôsob financovania prináša so sebou zvýšené náklady vo forme kreditnej prirážky pre beneficienta. V prípade priameho financovania štátu prostredníctvom štátnych dlhopisov sú náklady pre porovnateľný dlhopis nižšie v priemere o 1 % p. a.

Základné pravidlá pre poskytovanie štátnych záruk sú obsiahnuté v zákone č. 386/2002 Z. z. o štátnom dlhu a štátnych zárukách. Okrem toho, vláda sa v Programovom vyhlásení z novembra 2002 zaviazala k zásadnej zmene v poskytovaní štátnych záruk. V Programovom vyhlásení sa píše: *“Súčasťou reformy verejných financií bude aj zásadné sprísnenie poskytovania štátnych záruk. Vláda bude využívať štátne záruky iba v nevyhnutných prípadoch na prefinancovanie splatných úverov so štátnymi zárukami, ak to umožní zákon o štátnej pomoci a ak hrozí realizácia záruk z prostriedkov verejných financií. V nevyhnutnom rozsahu vláda umožní prevzatie štátnych záruk na financovanie projektov, ak sa tým súčasne zabezpečí využitie zahraničných grantov a zdrojov z predstupových a štrukturálnych fondov Európskej únie. Vláda tiež zabezpečí, aby úvermi a dlhopismi so štátnymi zárukami neboli nahradzované priame výdavky štátneho rozpočtu. Výsledkom tejto zásadnej zmeny v poskytovaní štátnych záruk bude postupné znižovanie objemu rizík vyplývajúcich zo štátnych záruk.”*

Pre realizáciu cieľov programového vyhlásenia v oblasti posudzovania štátnych záruk vláda zriadila úverový a záručný výbor. Úverový a záručný výbor vlády Slovenskej republiky bol zriadený uznesením vlády č. 131/1999 zo dňa 10.2.1999 v súlade s § 2a zákona NR SR č. 74/1995 Z. z. zo 6. apríla 1995, ktorým sa mení a dopĺňa zákon Slovenskej národnej rady č. 347/1990 Zb. o organizácii ministerstiev a ostatných ústredných orgánov štátnej správy Slovenskej republiky v znení neskorších predpisov. Okrem tohto výboru bola zriadená odborná komisia, ktorá je poradným orgánom a koordinačným orgánom ministra financií SR pre financovanie ekonomicky návratných projektov zaradených do rozvojových programov vyhlásených vládou SR v oblasti prevzatia štátnych záruk a v oblasti financovania vládnych úverov. Členmi Odbornej komisie sú určení zástupcovia odborných útvarov Ministerstva financií SR, zástupca Agentúry riadenia štátneho dlhu a likvidity a zástupca Národnej banky Slovenska.

V oblasti vládnych úverov a štátnych záruk stratégia predpokladá dodržiavanie dohodnutých pravidiel, pričom pokiaľ ide o:

- **vládne úvery**, predpokladá individuálne posudzovanie na úrovni úverového a záručného výboru a rozhodovanie na úrovni vlády o trade-off medzi obchodno – finančnými podmienkami a inými výhodami, ktoré úver prináša (technická asistencia,

grant a pod.). Obchodno-finančné podmienky, rovnako ako vhodnosť úveru z pohľadu štruktúry celkového dlhového portfólia bude posudzovať ARDaL,

- **štátne záruky**, predpokladá taktiež individuálne posudzovanie na úrovni úverového a záručného výboru, pričom výbor bude využívať ratingové hodnotenie dlžníkov. Štátna záruka sa bude môcť poskytovať iba v prípadoch, keď bonita beneficienta garantuje návratnosť (rizikovosť štátnej záruky je blízka nule), zdroje nie je možné bez štátnej záruky získať a účel použitia zdrojov je v súlade s prioritami vlády, pričom štátna záruka je v súlade s pravidlami o štátnej pomoci.

Pokiaľ ide o možnosť nekontrolovateľného zadlžovania, významný posun smerom k eliminácii tejto možnosti bude znamenať spustenie systému štátnej pokladnice, ktorý neumožní vstup klienta (rozpočtovej alebo príspevkovej organizácie) do nekrytého záväzkového vzťahu. Pretože systém štátnej pokladnice nezahŕňa všetky rozpočtové a príspevkové organizácie v okruhu verejných financií, riziko vzniku nekontrolovaného dlhu stále ostáva. Nedoriešenou ostáva možnosť nekontrolovaného zadlžovania predovšetkým na regionálnej úrovni, ale aj zadlžovanie verejnoprávnych inštitúcií.

Cieľovým stavom reformy bude, aby hlavné parametre charakterizujúce udržateľnosť verejného rozpočtu – ukazovateľ deficitu (v metodike ESA95 čisté výpožičky/pôžičky) a ukazovateľ verejného dlhu mala plne pod kontrolou Národná rada SR tak, aby princípy transparentnosti a trvalej udržateľnosti vývoja verejných financií boli rovnako uplatňované pre všetky zložky verejnej správy.

Druhý princíp

Dodržanie druhého princípu vyžaduje predovšetkým reštrukturalizáciu existujúceho dlhu a emitovanie nového dlhu tak, aby sa vytvorili predpoklady pre strednodobú optimalizáciu nákladov na financovanie potrieb štátu a zároveň sa vytvárali predpoklady pre dodržanie tretieho princípu. ***Inak povedané, cieľová štruktúra dlhového portfólia má byť taká, aby potreba využívať zabezpečovacie nástroje na trhu bola čo najmenšia.***

Reštrukturalizácia z pohľadu eliminácie úrokového rizika

Optimalizovať náklady na obsluhu dlhu značí vydávať štátne dlhopisy s takými splatnosťami, aby bolo minimalizované riziko zvýšených nákladov v strednodobom a dlhodobom horizonte.

Pokiaľ má úroková krivka normálny tvar (t.j. úročenie investícií s krátkymi splatnosťami je menšie ako úročenie investícií s dlhšími splatnosťami), je tendencia financovať potreby dlhovými nástrojmi s kratšou dobou splatnosti, a teda lacnejšie. Uvedeným spôsobom financovania však vzniká relatívne veľké riziko zvýšených nákladov v budúcnosti zapríčinených posunom celej úrokovej krivky k väčším hodnotám. Toto riziko sa dá odstrániť vydávaním dlhopisov s dlhou dobou splatnosti s pevným úročením. Podkladom pre určenie doby splatnosti vydávaných dlhopisov je vždy analýza úrokového rizika a stanovenie akceptovateľnej hodnoty tohto rizika.

Súčasná slovenská úroková krivka má inverzný tvar, čo podporuje vydávanie dlhopisov s dlhšími splatnosťami a “ukladanie peňazí na krátke obdobia”. Je oprávnený predpoklad, že v nasledujúcich rokoch sa bude tvar úrokovej krivky normalizovať, a preto **je potrebné využiť roky 2004 – 2006 na vydávanie dlhopisov s dlhšími splatnosťami.** Úlohou

ARDaL bude v rokoch 2004, 2005 a 2006 postupne rozložiť splácanie existujúceho štátneho dlhu, ktorý je splatný do roku 2006, od 3 do 15 rokov v závislosti od vývoja situácie na domacom a zahraničnom dlhopisovom trhu, a predĺžiť priemernú dobu splatnosti do intervalu 4 až 4,5 roka. Vzhľadom na absorpčnú schopnosť domáceho finančného trhu pre cenné papiere so splatnosťou dlhšou ako 3 roky bude potrebné uvažovať aj s tzv. “benchmarkovými” emisiami na zahraničných kapitálových trhoch.

Pokiaľ ide o nové emisie, na základe akceptovateľnej veľkosti rizika zvýšených nákladov bude v budúcnosti potrebné dodržiavať profil splatností, a to 20 % splatnosti nad 10 rokov, 30 % splatnosti od 5 do 10 rokov a 50 % splatnosti do 5 rokov z celkovej hodnoty portfólia štátnych dlhových cenných papierov. Ako už bolo konštatované, súčasná úroková krivka na Slovensku je inverzná (t. j. krátkodobé úrokové sadzby sú vyššie ako strednodobé a dlhodobé sadzby), a teda jej profil podporuje vydávanie dlhopisov s dlhšou splatnosťou. Pri emisiách však treba zohľadniť aj potreby zabezpečenia refinancovania dlhu a potreby a očakávania finančného trhu.

Reštrukturalizácia z pohľadu eliminácie refinančného rizika

Pre refinancovanie je dôležité zlepšenie likvidity sekundárneho trhu so ŠCP, ktoré možno dosiahnuť redukciou počtu emisií dlhopisov súčasne so zväčšením veľkosti emisií. V nasledujúcich rokoch bude MF SR prostredníctvom ARDaL vydávať tzv. otvorené (Tap) emisie v nominálnej hodnote približne 40 mld. Sk (viac aukcií na jednu emisiu). ARDaL sa pokúsi koncentrovať malé emisie z minulých rokov s cieľom skúpiť staršie malé emisie alebo vymeniť staršie malé emisie za ekvivalentnú časť novej veľkej emisie⁸. Zvýšenie objemu jednotlivých emisií prispeje k zvýšeniu likvidity sekundárneho trhu. Zvýšenie likvidity sekundárneho trhu cenných papierov prinesie zníženie úrokových nákladov pre emitenta.

Predpokladom sú však legislatívne zmeny smerujúce ku štandardizácii trhu so štátnymi cennými papiermi z pohľadu investora, predovšetkým štandardizácia vyrovnania cenných papierov podľa praxe EÚ a zlepšená komunikácia emitenta s trhom. Dôležitým krokom k zvýšeniu transparentnosti z pohľadu investora je vládny návrh daňovej reformy. Zjednotenie zdaňovania všetkých cenných papierov rovnakým spôsobom (rovná daň 19%) napomôže transparentnosti obchodov so štátnymi cennými papiermi, nakoľko predmetom obchodu sa stane porovnateľný výnos do splatnosti daného cenného papiera a nie špekulácia medzi rozličnými daňovými režimami. Daňová reforma v oblasti cenných papierov zrušením zrážkovej dane pre cenné papiere podstatným spôsobom obmedzí daňovú špekuláciu pri vyplácaní výnosov – kupónov štátnych dlhopisov, čím sa odstráni významná deformácia slovenského kapitálového trhu. Zrušenie zrážkovej dane prinesie zvýšenie daňových výnosov do štátneho rozpočtu. Zabránenie daňovej špekulácie v oblasti cenných papierov môže na druhej strane mierne negatívne ovplyvniť absorpčnú schopnosť domáceho trhu štátnych cenných papierov, nakoľko trh čiastočne stratí motiváciu kúpy cenných papierov z dôvodu daňovej optimalizácie.

Nový systém zdaňovania štátnych cenných papierov sa stane zrozumiteľným aj pre zahraničných investorov, čo prinesie zvýšenie záujmu zahraničných investorov o slovenské

⁸ V tejto súvislosti je potrebné poznamenať, že väčšinu štátnych dlhopisov vlastní banky, ktoré majú zaradené väčšinu dlhopisov do “Held to maturity” portfólia, a teda je pre ne nemožné predat’ uvedené dlhopisy bez vyjadrenia, resp. súhlasu audítora.

štátne cenné papiere. Zapojenie zahraničných investorov do trhu ŠD zníži refinančné riziko dlhu SR a vytvorí lepšie konkurenčné prostredie z pohľadu diverzifikácie investorskej bázy. Požiadavka spoľahlivého refinancovania štátu súvisí s profilom splatnosti štátneho dlhu (tzv. „likviditné gapy“). **Emisiami dlhopisov v roku 2004 až 2006 je potrebné dosiahnuť rovnomerný profil splatnosti štátnych dlhových cenných papierov.** Pre zníženie rizika refinancovania je potrebné do roku 2006 dosiahnuť rovnomerný profil splatnosti celého existujúceho portfólia dlhopisov s maximálnou odchýlkou menej ako 30 % priemernej splatnej hodnoty za jeden rok, a tiež nasledovné kritériá splatnosti:

- a) maximálny objem dlhu splatného do jedného roka – menej ako 25 % z celkovej hodnoty portfólia štátnych dlhových cenných papierov,
- b) maximálny objem dlhu splatného do dvoch rokov – menej ako 40 % z celkovej hodnoty portfólia štátnych dlhových cenných papierov,
- c) maximálny objem dlhu splatného do troch rokov – menej ako 65 % z celkovej hodnoty portfólia štátnych dlhových cenných papierov.

Tieto kritériá sú stanovené empiricky podľa skúseností s riadením štátneho dlhu v krajinách EÚ profilovo porovnateľných so Slovenskom. Tieto parametre sa budú ďalej objektivizovať, predovšetkým nadväzne na prevzatie dokumentácie o štátnom dlhu ARDaL od ministerstva financií a jej zapracovanie do informačného systému, analýzu štandardnými analytickými nástrojmi, ale predovšetkým nadväzne na analýzu trhových rizík.

Napriek tomu, nasýtenosť domáceho trhu štátnymi cennými papiermi je v súčasnosti významná, navyše silnou konkurenciou z hľadiska výnosu a rizika je pre banky sterilizácia likvidity NBS prostredníctvom vlastných pokladničných poukázok. Prefinancovanie štátneho dlhu výlučne na domacom trhu bude preto v časovom horizonte najbližších troch rokov limitované jeho absorpčnou schopnosťou, keďže problémy sa pravdepodobne prejavajú pri emisiách cenných papierov so splatnosťou nad 3 roky. Z tohto dôvodu (spolu s ostatnými faktormi a dôvodmi) bude potrebné udržiavať stály kontakt so zahraničnými finančnými trhmi a pravdepodobne uvažovať každý rok s jednou zahraničnou emisiou štátnych dlhopisov. Podľa odporúčaní krajín, ktoré vstúpili do EMÚ **bude potrebné “otvoriť” portfólio štátnych dlhopisov SR zahraničným investorom a postupne diverzifikovať investorskú bázu ešte pred vstupom do EMÚ.** V závislosti od podmienok na finančných trhoch bude potrebné **rozložiť pomer zdrojov na krytie štátneho dlhu prostredníctvom štátnych dlhopisov získaných na primárnom trhu od domácich a zahraničných investorov (v súčasnosti 82 % ku 18 %) smerom k vyššiemu podielu zahraničných investorov.**

Reštrukturalizácia z pohľadu kurzového rizika

Z pohľadu štruktúry domáceho a zahraničného dlhu, krytie štátneho dlhu v zahraničí prináša porovnateľné výhody aj nevýhody. Generuje štátu kurzové riziko a zvyšuje objem prostriedkov na trhu, ktoré musí NBS sterilizovať, s čím sú spojené úrokové náklady. Získané devízové prostriedky sa stávajú súčasťou devízových rezerv NBS a sú zhodnocované minimálnym bezrizikovým výnosom. Na druhej strane krytie štátneho dlhu prostredníctvom zahraničnej emisie dlhopisov prináša nominálne nižšie úrokové sadzby (v súčasnosti je rozdiel 3 % p. a.) a štát získava investorov zo zahraničia, čím rozkladá refinančné riziko lokálneho trhu. Pri úspešnej zahraničnej emisii a pozitívnom vývoji krajiny je predpoklad väčšieho investorského záujmu o krajinu a zvyšuje sa pravdepodobnosť získania nových

zahraničných priamych investícií do reálnej ekonomiky. **Inak povedané, pri znižujúcom sa kurzovom riziku bude možné využívať zahraničné emisie na elimináciu iných rizík, najmä refinančného a úrokového rizika.**

Parametre dlhového portfólia vyjadrujúce optimálne náklady na správu dlhu v strednodobom a dlhodobom horizonte pri prijateľnej miere rizika sú - priemerná zostatková splatnosť portfólia (v európskych krajinách je cieľená od 4 do 6 rokov) a durácia portfólia, (ktorá má dosiahnuť úroveň minimálne 4 roky).

Z pohľadu optimalizácie nákladov na financovanie potrieb štátu je možné za cieľové hodnoty pre obdobie do roku 2006 kľúčových parametrov dlhu považovať nasledujúce hodnoty :

- **v súlade s odporúčaniami expertov EÚ je potrebné dosiahnuť a udržiavať priemernú zostatkovú splatnosť portfólia štátnych dlhových cenných papierov a štátnych úverov v rozmedzí 4 až 6 rokov,**
- **je potrebné dosiahnuť v súvislosti s predpokladaným vývojom úrokových sadzieb hodnotu durácie dlhového portfólia štátu na úrovni približne 4 rokov.**

Pritom v súčasnosti je priemerná splatnosť: 4 roky u domácich dlhopisov, 3,1 roka u dlhopisov v iných menách a menej ako 0,2 roka u ŠPP, celková priemerná splatnosť štátnych dlhových papierov je 3,6 roka a durácia portfólia je 3,2 roka.

V súvislosti s duráciou portfólia je potrebné s ohľadom na optimalizáciu nákladov na obsluhu dlhu i požiadavky investorov **mierne znížiť pomer cenných papierov s fixným výnosom k cenným papierom s pohyblivým výnosom** (v súčasnosti 81 % ku 19 %). Podľa skúseností krajín s podobnou štruktúrou štátneho dlhu ako má Slovensko, za optimálny s ohľadom na očakávaný vývoj trhového prostredia možno predbežne považovať pomer 75 % ku 25 %. *Realizácia tohto cieľa však bude podmienená analýzou úrokového rizika celého portfólia cenných papierov a následne bude optimálny pomer upresnený.* Následne bude ARDaL uskutočňovať emisie cenných papierov s cieľom priblížiť sa k optimálnemu pomeru cenných papierov s fixným výnosom a cenných papierov s pohyblivým výnosom k celkovému dlhu.

Žiadanú hodnotu durácie je možné rýchlejšie dosiahnuť za pomoci derivátových finančných obchodov na medzibankovom trhu – konkrétne úrokového swapu. Pri takomto obchode dlžník (štát) platí pevný úrok a dostáva úrok pohyblivý, pričom si štát zafixuje náklady oproti meniacim sa príjmom. Tento spôsob použili v minulosti úspešne Taliansko a Česko a niektoré iné krajiny.

Riziká súvisiace s úverovým portfóliom

Zo súčasného úverového portfólia štátu vyplývajú do budúcnosti riziká – možné zvýšené výdavky spojené najmä s kurzovým a úrokovým rizikom. Úlohou ARDaL bude v roku 2004 analyzovať tieto riziká a s využitím finančných nástrojov ich riziká eliminovať. **Portfólio štátnych úverov bude potrebné v rokoch 2004 a 2005 reštrukturalizovať, to znamená v maximálnej možnej miere eliminovať vplyv nevýhodných úverov a po analýze ich nahradiť úvermi alebo štátnymi dlhopismi so štandardnými obchodnými a technickými podmienkami.**

Tretí princíp

Minimalizácia rizika musí byť založená na permanentnom monitorovaní a analýze rizík. Riadenie rizík sa dotýka nielen každej jednotlivých finančných a nástrojov a súvisiacich operácií (dlhopisy, úvery, depozitá, menové konverzie a pod), ale aj dlhového portfólia ako celku. Riziká vyplývajúce zo štruktúry štátneho dlhu musia byť pravidelne monitorované a prehodnocované. Cieľom ARDaL je navrhnúť, sledovať a riadiť optimálny pomer medzi trhovým rizikom, nákladom na obmedzenie rizika a možnosťami realizácie zabezpečenia, ktoré poskytuje trh. Keďže sa v súčasnosti na MF SR nevykonáva žiadny monitoring a taktiež ne-existuje metodika a limity pre riadenie rizík, bude hlavným cieľom príprava metodiky monitoringu, hodnotenia a riadenia rizík, ako aj stanovenie a kontrola limitov jednotlivých rizík. ARDaL bude na základe predpisového rámca MF SR a konzultácií s NBS používať finančné nástroje – deriváty na elimináciu jednotlivých typov trhových rizík.

K zníženiu rizík prispeje predovšetkým centralizácia celej agendy riadenia dlhu a likvidity, zavedením štandardizovaného a centralizovaného informačného systému, ktorý zabezpečí v reálnom čase spoľahlivú evidenciu obchodov a kontrolu limitov. V oblasti riadenia rizík systém poskytuje výstupy o hodnotách jednotlivých parametrov dlhového portfólia (durácia, priemerná splatnosť,...), výšku kreditného rizika voči jednotlivým protistranám, možnosti simulácií rozličných trhových podmienok. Prostredníctvom systémov Reuters, Telerate a Bloomberg bude zabezpečený priamy prístup k aktuálnym trhovým finančným údajom a informáciám.

Konkretizácia cieľov stratégie riadenia štátneho dlhu v roku 2004

Od roku 2004 bude štátny dlh riadený prostredníctvom Agentúry pre riadenie dlhu a likvidity.

Strategickým cieľom ARDaL v roku 2004 bude prechod na aktívny spôsob riadenia dlhu a likvidity. Pre naplnenie strategického cieľa bude potrebné v roku 2004 zabezpečiť :

- postupnú reštrukturalizáciu portfólia štátneho dlhu s cieľom eliminácie refinančného a úrokového rizika,
- zavedenie pravidelných analýz dlhového portfólia a trhových rizík s ním spojených,
- vypracovanie interných predpisov a pracovných postupov pre systém riadenia štátneho dlhu a trhových rizík vrátane využitia derivátových nástrojov v rámci pôsobnosti MF SR,
- zmodernizovanie systému aukčného predaja a prechod na elektronický spôsob účasti investorov v primárnych aukciách,
- pokúsiť sa spolu s ostatnými inštitúciami pôsobiacimi na kapitálovom trhu o zlepšenie likvidity štátnych cenných papierov o získanie väčšieho zastúpenia zahraničných investorov na dlhu SR,
- prostredníctvom legislatívnych a inštitucionálnych zmien postupne štandardizovať a zjednodušiť vyporiadanie štátnych cenných papierov,
- v spolupráci s domácimi a zahraničnými investormi prehodnotiť myšlienku zavedenia systému primárnych dílerov,

- výrazne zlepšiť komunikáciu s domácim a zahraničným finančným trhom, najmä bankami, pravidelne prezentovať výsledky riadenia dlhu a rámcovo vopred informovať o strategických zámeroch riadenia dlhu.

Z hľadiska parametrov štátneho dlhu bude ARDaL v roku 2004 klásť dôraz na predĺženie durácie a priemernej splatnosti portfólia štátnych cenných papierov a rovnomernejšie rozloženie splatnosti dlhopisov do dlhšieho časového úseku. Cieľom v roku 2004 bude dosiahnuť duráciu portfólia štátneho dlhu v intervale 3,5 až 3,8 roka a priemernú splatnosť portfólia štátneho dlhu presahujúcu 4 roky. Predpokladom eliminácie najmä refinančného rizika bude propagácia krajiny na zahraničných finančných trhoch s cieľom diverzifikácie portfólia investorov do štátneho dlhu SR.

Dôležitou úlohou ARDaL bude aj podpora rozvoja kapitálového trhu v oblasti štátnych cenných papierov. Sekundárny trh štátnych cenných papierov je z historických dôvodov (privatizácia, kolektívne investovanie, legislatíva, komplikované daňové zákony, nekvalifikované zásahy štátu do kapitálového trhu, veľkosť trhu a pod.) najmenej rozvinutým v regióne V4 a jeden z najslabších v Európe vôbec. Organizácia a zlepšenie fungovania kapitálového trhu a sekundárneho trhu štátnych cenných papierov presahuje rámec pôsobnosti ARDaL. Napriek tejto skutočnosti sa ARDaL pokúsi spolu s organizátormi a účastníkmi kapitálového trhu (MF SR, BCPB, SCP, investori a profesné organizácie typu AOCP, ASS, Asociácie bánk a pod.) o zlepšenie likvidity štátnych cenných papierov. Rozvoj kapitálového trhu a špeciálne jeho likvidity je jedným z limitujúcich faktorov znižovania úrokových nákladov štátu na refinancovanie. Ďalším krokom smerom k štandardnému kapitálovému trhu bude pravdepodobné zavedenie systému primárnych dilerov pri aukciách štátnych cenných papierov.

Podľa zahraničných skúseností bude ARDaL inicializovať vznik systému primárnych dilerov pre primárny predaj štátnych dlhopisov. Systém by mal garantovať primárny predaj štátnych dlhopisov za určitých vopred stanovených podmienok skupinou vybraných rozhodujúcich investorov, ktorí by zabezpečovali ďalšiu distribúciu týchto dlhopisov ostatným menším investorom a zároveň by boli garantom aspoň minimálnej likvidity jednotlivých emisií. V tejto forme tento systém úspešne funguje takmer vo všetkých krajinách EÚ a rozhodujúcim spôsobom prispieva k rozvoju trhu štátnych cenných papierov v týchto krajinách.

Aby bolo možné prejsť k modernejšiemu a efektívnejšiemu elektronickému spôsobu aukcií štátnych cenných papierov, ARDaL implementuje elektronický aukčný systém „BLOOMBERG AUCTION SYSTEM“ na zbieranie a vyhodnocovanie objednávok pre primárny trh so štátnymi cennými papiermi, čím sa zvýši transparentnosť primárneho trhu štátnych cenných papierov a kompatibilita s finančnými trhami EÚ⁹.

Štandardizovanie kapitálového trhu k rozvinutým kapitálovým trhom značí aj ponúkať investorom dlhodobé investičné nástroje - benchmarkové emisie SR. Možnosť investovania penzijných fondov do dlhodobých investičných finančných nástrojov bude súčasne nepriamou podporou dôchodkovej a sociálnej reformy.

⁹ Väčšina inštitúcií zabezpečujúcich vydávanie štátnych cenných papierov v európskych krajinách využíva na aukcie Bloomberg Auction System.

V súčasnosti kritickou podmienkou rozvoja trhu štátnych cenných papierov najmä z pohľadu zahraničných investorov je zlepšenie, modernizácia a zjednodušenie vyrovnania záväzkov z obchodov s cennými papiermi. Podporou transformácie Strediska cenných papierov na Centrálného depozitára sa dosiahnu štandardné podmienky vyrovnania obchodov (delivery versus payment - DVP) ako je to napr. v medzinárodných clearingoch - organizáciách, ktoré vyrovnávajú obchody s CP – v Clearstream alebo Euroclear. V tejto oblasti bude nevyhnutná koordinácia a spolupráca s NBS najmä v oblasti organizácie trhu krátkodobých štátnych cenných papierov (ŠPP).

Z hľadiska marketingu bude veľmi dôležitá komunikácia s médiami. Bude potrebné udržiavať kontakt s investormi a flexibilne reagovať na požiadavky domáceho, resp. zahraničného trhu. S týmto cieľom ARDaL bude organizovať a koordinovať činnosť neformálnej “skupiny pre rozvoj trhu so štátnymi cennými papiermi” (pracovný názov) so silným zastúpením predstaviteľov trhu. Propagácia reforiem riadenia štátneho dlhu v zahraničí, najmä v krajinách EÚ napomôže zvýšeniu záujmu o investície do štátneho dlhu zo strany zahraničných investorov. Podľa zahraničných skúseností môže nepriamo aj napomôcť získaniu priamych zahraničných investícií a prehĺbeniu záujmu o krajinu ako takú. Rok 2004 by mal byť prvým významným medzníkom pri príprave systému riadenia štátneho dlhu na vstup do Európskej menovej únie.

Zároveň zriadenie “konzultačnej skupiny pre štátny dlh” (pracovný názov) zloženej zo zástupcov MF SR, ŠP, NBS a ARDaL zabezpečí informovanosť a koordináciu MF SR a NBS pri riadení menovej a rozpočtovej politiky s odporúčaniami pre ARDaL pre riadenie štátneho dlhu.