

Stratégia riadenia štátneho dlhu na roky 2007 až 2010

Obsah

1. VYHODNOTENIE STRATÉGIE RIADENIA ŠTÁTNEHO DLHU DO ROKU 2006.....	3
2. MAKROEKONOMICKÝ A FIŠKÁLNY VÝHEAD	8
2.1. MAKROEKONOMICKÝ VÝHEAD A FINANČNÉ TRHY.....	8
2.2. FIŠKÁLNY VÝHEAD	13
3. DETERMINANTY, CIELE A PRINCÍPY STRATÉGIE RIADENIA ŠTÁTNEHO DLHU NA ROKY 2007 AŽ 2010.....	14
3.1. DETERMINANTY STRATÉGIE RIADENIA ŠTÁTNEHO DLHU NA ROKY 2007 AŽ 2010.....	14
3.2. CIELE A PRINCÍPY STRATÉGIE RIADENIA ŠTÁTNEHO DLHU NA ROKY 2007 AŽ 2010	15
3.3. ZÁVEREČNÉ ODPORÚČANIA PRE STRATÉGIU RIADENIA DLHU.....	18

1. Vyhodnotenie stratégie riadenia štátneho dlhu do roku 2006

V schválenej Stratégii riadenia štátneho dlhu do roku 2006 boli určené nasledujúce priority a ciele

- Zmenšenie počtu emisií nových štátnych cenných papierov a štandardizovanie veľkosti jednotlivých emisií
- Zlepšenie transparentnosti zámerov emitenta (MF SR) a jeho komunikácie s investormi a finančnými trhmi
- Optimalizácia nákladov (výdavkov) štátneho rozpočtu na obsluhu štátneho dlhu v strednodobom a dlhodobom horizonte
- Predlžovanie priemernej splatnosti portfólia štátnych cenných papierov a durácie portfólia štátnych cenných papierov
- Postupné zväčšenie podielu štátneho dlhu v zahraničných menách v pomere k slovenským korunám

Zníženie počtu emisií nových štátnych cenných papierov a štandardizovanie veľkosti jednotlivých emisií

V roku 2004 boli na primárny trh v súlade so stratégiou uvedené nové „otvorené“ emisie štátnych dlhopisov. Bolo otvorených 5 emisií s možnosťou postupného predaja dlhopisov prostredníctvom viacerých aukcií. Každá emisia mala od začiatku roka 2004 štandardnú nominálnu hodnotu 40 mld. Sk. Týmto spôsobom emitent vytvoril základný predpoklad pre zlepšenie likvidity a dosiahnutie efektívnejšieho sekundárneho trhu so štátnymi dlhopismi. Zahraničný dlhopis emitovaný v máji 2004 v rovnakej menovitej hodnote 1 mld. EUR (približne 40 mld. Sk) ako prvý slovenský Eurobond spĺňa kritériá prijatia na obchodovanie na významnom európskom dlhopisovom trhu (MTS). V roku 2005 ARDAL pokračovala v emisnej politike v súlade so stratégiou a otvorila jednu novú emisiu štátneho dlhopisu, a to so splatnosťou 7 rokov, s nulovým kupónom v celkovej nominálnej hodnote 40 mld. Sk. Splatnosť nového štátneho dlhopisu bola určená na základe profilu splatnosti štátneho dlhu v jednotlivých rokoch. V roku 2005 ARDAL vstupovala na primárny trh s 5 emisiami, tak ako v roku 2004. Štátny dlhopis s nulovou úrokovou sadzbou kupónu so splatnosťou 3 roky bol predaný investorom v celej nominálnej hodnote v roku 2004. Keďže v roku 2005 boli do systému štátnej pokladnice zapojené aj finančné prostriedky určené na dôchodkovú reformu, ARDAL navrhla v roku 2005 neuskutočniť emisiu zahraničného štátneho dlhopisu. Aj v roku 2006 ARDAL postupovala v emisnej politike tak ako v rokoch 2004 a 2005. Na domáci kapitálový trh uviedla jednu novú emisiu štátneho dlhopisu, a to historicky prvú emisiu so splatnosťou 20 rokov, s pevnou úrokovou sadzbou kupónu, v nominálnej hodnote 40 mld. Sk.

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

MF SR sa prostredníctvom ARDAL snažila počas rokov 2004, 2005 a 2006 zlepšiť komunikáciu s finančnými trhmi a investormi na domácom trhu aj v zahraničí. Prvýkrát v histórii Slovenska bol v decembri 2003 predložený investorom a finančnému trhu kompletný plán – záväzný harmonogram vydávania štátnych cenných papierov na rok 2004. V závere roka 2004, 2005 a 2006 bol taktiež vypracovaný a zverejnený záväzný harmonogram vydávania štátnych cenných papierov na rok 2005, 2006 a 2007. Cieľom tohto kroku bolo priblíženie sa štandardu krajín EÚ a zlepšenie transparentnosti zámerov emitenta. Publikovanie záväzného harmonogramu na celý rok vopred a jeho záväznosť boli pozitívne hodnotené domácimi a zahraničnými investormi a finančnými trhmi.

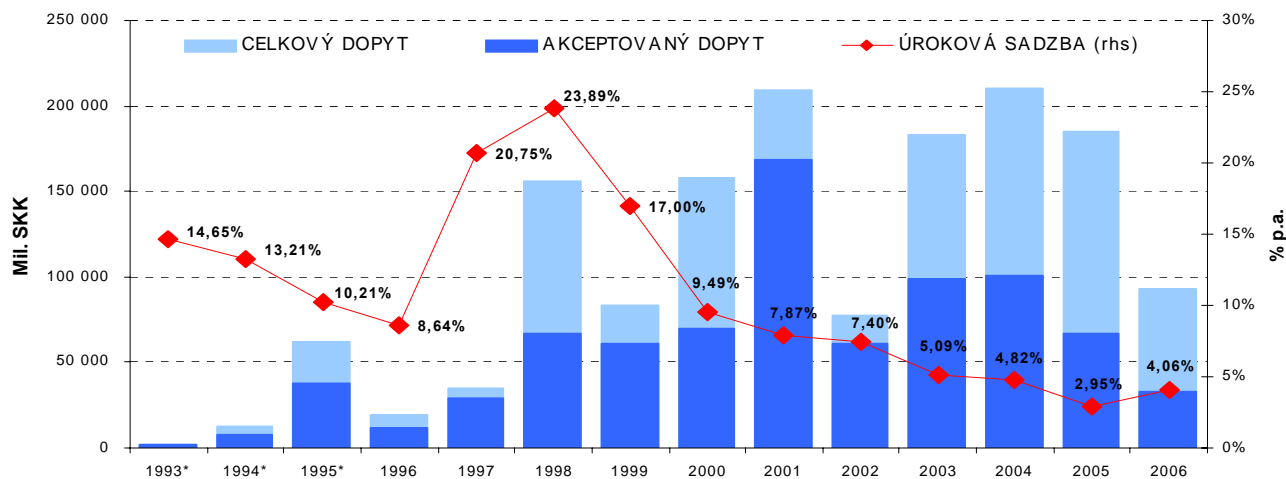
Na pravidelných interaktívnych stretnutiach s investormi ARDAL informuje o aktuálnych zámeroch MF SR a ARDAL v oblasti primárneho a sekundárneho trhu štátnych cenných papierov. Predmetom stretnutí je aj vyhodnotenie predaja štátnych cenných papierov v uplynulom období.

Optimalizácia nákladov (výdavkov) štátneho rozpočtu na obsluhu štátneho dlhu

Celková priemerná úroková sadzba novo emitovaných štátnych dlhopisov na domácom trhu bola 7,403% p.a. v roku 2002, 5,091% p.a. v roku 2003 a 4,821% p.a. v roku 2004. V roku 2005 úroková sadzba novo

emitovaných štátnych dlhopisov na domácom trhu bola 2,952% p.a. a v roku 2006 4,064% p.a. Celková priemerná úroková sadzba „živého“ portfólia štátnych dlhopisov poklesla z hodnoty 6,286% p.a. v roku 2003 a z 5,92% p.a. v roku 2004 na hodnotu 4,998% p.a. v roku 2005. V roku 2006 priemerná úroková sadzba „živého“ portfólia štátnych dlhopisov bola 4,841% p.a.

Prehľad výsledkov aukcií ŠD denominovaných v Sk v jednotlivých rokoch



Zdroj: ARDAL

Ďalším prínosom k znižovaniu nákladov štátneho rozpočtu bol priaznivý vývoj deficitu štátneho rozpočtu ako aj daňové príjmy odvodené v priebehu roka 2005 a 2006. V súvislosti s uvedenými prínosmi, využívaním zdrojov určených na dôchodkovú reformu, ako aj s priaznivým vývojom kľúčových úrokových sadzieb na medzibankovom trhu došlo k ušetreniu nákladov klienta Štátny dlh.

Prehľad rozpočtu a skutočností za roky 2004 až 2006 za štátny dlh - hotovostný princíp			
v mil. Sk	2004	2005	2006
PRÍJMY			
schválený rozpočet	512,30	2 596,31	69,38
upravený rozpočet	611,40	2 596,31	69,38
skutočnosť	3 179,50	1 711,68	2 617,50
rozdiel skut. a sch.rozp.	2 667,20	-884,63	2 548,12
VÝDAVKY			
schválený rozpočet	30 267,90	30 296,00	24 027,90
upravený rozpočet	26 646,70	23 822,50	26 597,10
skutočnosť	26 561,60	23 715,20	26 370,00
rozdiel skut. a sch.rozp.	-3 706,30	-6 580,80	2 342,10

Zdroj: MF SR

V roku 2004 boli rozpočtované príjmy kapitoly Štátny dlh vo výške 512,3 mil. Sk. Tieto príjmy boli rozpočtovým opatrením upravené na 611,4 mil. Sk a v skutočnosti dosiahli výšku 3 179,5 mil. Sk. Výdavky kapitoly Štátny dlh boli rozpočtované v celkovej výške 30 267,90 mil. Sk a v priebehu roka upravené rozpočtovým opatrením na 26 646,70 mil. Sk.

V roku 2005 boli príjmy kapitoly Všeobecné pokladničná správa – organizácia Štátny dlh rozpočtované v objeme 2 596,31 mil. Sk a v skutočnosti dosiahli výšku 1 711,68 Sk. Výdavky boli rozpočtované vo výške 30 296,0 mil. Sk a v priebehu roka 2005 rozpočtovým opatrením upravené na 23 822,50 mil. Sk a v skutočnosti dosiahli výšku 23 715,20 mil. Sk.

V roku 2006 sa v kapitole Všeobecná pokladničná správa - organizácii Štátny dlh rozpočtovali príjmy vo výške 69,38 mil. Sk a v skutočnosti ku koncu roka dosiahli výšku 2 617,50 mil. Sk. Strana výdavkov bola rozpočtovaná sumou 24 027,9 mil. Sk a upravená na 26 597,10 mil. Sk, a to z dôvodu predčasného vyplatenia úrokov zo zrušenia úročenia terminovaných vkladov určených na dôchodkovú reformu a tým došlo k presunutiu výdavkov z rokov 2007 až 2012 do roku 2006. Skutočne dosiahnuté výdavky za rok 2006 boli vo výške 26 370,0 mil. Sk, ktorých zvýšenie bolo kompenzované dosiahnutými vyššími príjmami v roku 2006.

Súčasne sa aktívnym riadením krytia štátneho dlhu zlepšila jeho štruktúra, obmedzili sa trhové riziká portfólia štátnych dlhopisov a značne sa podarilo reštrukturalizovať portfólio vládnych úverov. V sledovanom období sa podarilo predčasne splatiť 11 vládnych úverov a v prípade 4 vládnych úverov došlo k zníženiu marže z 2% a 1% na 0 % p.a. Uvedenou reštrukturalizáciou došlo k úspore približne 329 mil. Sk. Ďalším významným prínosom k zmenšovaniu nákladov štátneho rozpočtu na obsluhu štátneho dlhu je skĺbenie riadenia likvidity a dlhu, vďaka ktorému trh nemá priestor na vytváranie tlaku na umelé zvyšovanie výdavkov na dlhovú službu, a s tým súvisiace problémy pri refinancovaní štátneho dlhu.

Reštrukturalizácia a jej doterajší priebeh

Krytie finančných záväzkov štátu, a teda aj financovanie štátneho dlhu, je závislé od mnohých faktorov a rôznosti podmienok. Dôležitými podmienkami sú celková zadlženosť a krátkodobá a dlhodobá schopnosť dlžníka splácať záväzky. Za najdôležitejšiu je považovaná spoľahlivosť dlžníka - schopnosť splácať záväzok v rámci podmienok pôžičky (kreditné riziko), ktorá v sebe zahŕňa ohodnotenie súčasného stavu - bonity dlžníka a pravdepodobného budúceho vývoja jeho ekonomickej situácie.

Štátny dlh je definovaný v § 2 ods. (1) zákona č. 386/2002 Z. z. o štátnom dlhu a štátnych zárukách ako „súhrn záväzkov Slovenskej republiky z minulých rokov“. V širšom zmysle sú štátnym dlhom všetky finančné záväzky štátu prijaté vládou Slovenskej republiky. História štátneho dlhu Slovenska začala delimitáciou záväzkov z bývalého Československa pri vzniku samostatného slovenského štátu. Po roku 1993 sa záväzky štátu zväčšovali priamo prostredníctvom deficitu štátneho rozpočtu alebo nepriamo poskytovaním štátnych záruk podnikom, ktoré neboli schopné záväzky splácať. Rizikové štátne záruky poskytnuté v minulosti zvyšujú dlh ešte aj v roku 2007.

V období od vzniku Slovenskej republiky až do roku 2002 možno označiť ekonomiku Slovenska ako tranzitívnu s relatívne nestabilným ekonomickým prostredím. V uvedenom období si štát dokázal požiť finančné prostriedky len na relatívne krátku dobu a s veľkou prirážkou k trhovým úrokovým sadzbám. Dôvodom bolo relatívne nízke ratingové hodnotenie krajiny, administratívny spôsob riadenia dlhu a tradične slabá likvidita štátnych cenných papierov na sekundárnom trhu. Záväzky štátu až do konca roku 2003 boli kryté zväčša dlhopismi so splatnosťou jeden až dva roky s veľmi malou hodnotou celej emisie (väčšinou od 1 do 5 mld. Sk) a úvermi s úrokovou sadzbou väčšou ako trhové úrokové sadzby.

V súlade s poslednou stratégiou vlády bola v priebehu rokov 2004 až 2006 takáto, zjavne nevhodná štruktúra záväzkov štátu cielene zmenená:

- dlhopisy emitované od roku 2004 mali už splatnosť zväčša nad 5 rokov a štandardnú veľkosť emisie 40 mld. Sk,
- od roku 2004 došlo aj k reštrukturalizácii portfólia úverov; niektoré úvery boli predčasne splatené, u ostatných boli úrokové sadzby znížené na trhovú úroveň.

Výsledkom reštrukturalizácie je zmenšenie refinančného rizika – potreba ročného refinancovania klesla od roku 2006 až o tretinu. Predčasným splácaním úverov sa dosiahlo zmenšenie neobchodovateľného dlhu o 50 %.

Zlepšujúce sa ratingové ohodnotenie Slovenska, odrážajúce fiškálnu disciplínu a zníženie dopytu na finančných trhoch zo strany vlády, sa spolu s aktívnou komunikáciou s investormi prejavilo v zmenšovaní trhom požadovanej marže. V súvislosti s nedostatočnou veľkosťou dlhu na emitovanie „likvidných“, t.j. veľkých emisií dlhopisov na európskom kapitálovom trhu je potrebné naďalej zmenšovať veľkosť neobchodovateľného dlhu.

Akéoľvek záväzky dlžníka v sebe obsahujú vždy trhové riziko. Najmenej rizikovým záväzkom dlžníka je priamy a bezpodmienečný záväzok vymedzený stanovenou menou, v ktorej sa realizuje cashflow dlžníka (pre štát domáca mena) a pevnou úrokovou sadzbou. Záväzok je jednoznačný. Každá odchýlka od uvedených kritérií znamená zavedenie trhového rizika do záväzku. Riziko je možné očakávať v oboch smeroch, t.j. existuje nielen riziko straty, ale aj riziko zisku. Napr. :

- prechod z pevnej úrokovej sadzby na pohyblivú úrokovú sadzbu pri **trvalom stave normálneho tvaru úrokovej krivky** zabezpečí dlžníkovi menšie náklady,
- prechod z pevnej úrokovej sadzby na pohyblivú úrokovú sadzbu pri trvalom stave inverzného tvaru úrokovej krivky spôsobí dlžníkovi väčšie náklady,
- záväzok denominovaný v „cudzej“ mene pri oslabovaní cudzej meny zabezpečí dlžníkovi menšie náklady,
- záväzok denominovaný v „cudzej“ mene pri posilňovaní cudzej meny spôsobí dlžníkovi väčšie náklady.

Reštrukturalizácia za účelom zmenšenia nákladov

Zmena v portfóliu štátnych záväzkov za účelom zmenšenia nákladov so sebou nevyhnutne prináša zväčšenie rizika.

Pri riadení a reštrukturalizácii záväzkov je kľúčovým bodom stanovenie veľkosti rizika, ktoré je dlžník ochotný akceptovať. Pri akejkolvek reštrukturalizácii je potrebné brať do úvahy aj pravdepodobnosť možnosti dané riziko zmenšiť a aktívne ho riadiť.

Veľkosť rizika štátneho dlhu Slovenska je stanovená v stratégii riadenia dlhu maximálnym podielom dlhu s pohyblivou úrokovou sadzbou a maximálnym podielom dlhu denominovaným v cudzej mene (najmä v EUR). Štátny dlh Slovenskej republiky má v súčasnosti finančné parametre porovnateľné s krajinami EÚ (priemerná splatnosť, citlivosť na zmenu trhových úrokových sadzieb, refinančné riziko a kurzové riziko), ktoré sú výsledkom reformného procesu v rokoch 2003 až 2006. Z tohto dôvodu nie je potrebné štátny dlh v najbližších rokoch (do roku 2010) reštrukturalizovať a zásadným spôsobom meniť jeho parametre.

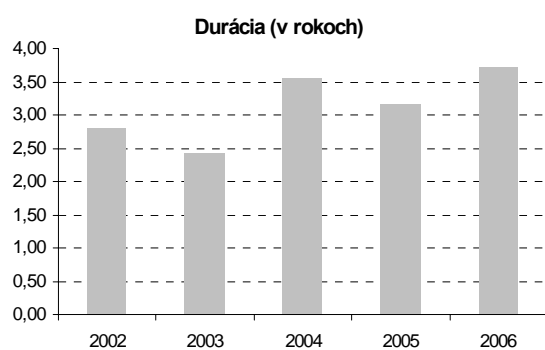
V relatívnom porovnaní k veľkosti štátneho dlhu boli v roku 2006 celkové náklady na správu štátneho dlhu najnižšie v histórii Slovenskej republiky.

Predlžovanie priemernej splatnosti portfólia štátnych cenných papierov a durácie portfólia štátnych cenných papierov

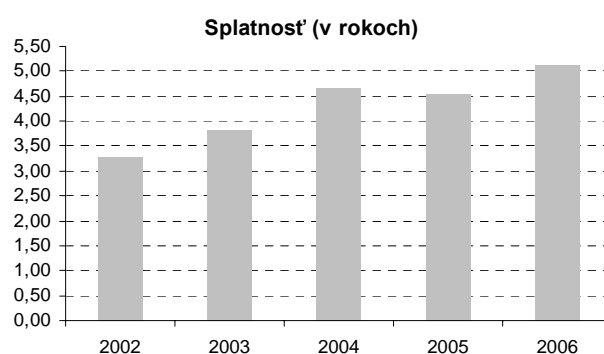
Rozložením splatnosti na dlhšie obdobie a predlžovaním durácie sa znižuje refinančné riziko dlhu SR, čo umožňuje celkové zlepšenie podmienok krytia štátneho dlhu a stabilizáciu nákladov (výdavkov).

Stratégia z roku 2003 predpokladala dosiahnutie priemernej splatnosti portfólia štátneho dlhu do roku 2006 v intervale štyroch až šiestich rokov a duráciu 4 roky. K 31. 12. 2004 portfólio štátnych dlhopisov malo priemernú splatnosť 4,654 rokov a duráciu 3,553 rokov. Keďže v roku 2005 Slovensko nevydalo žiadnu zahraničnú emisiu, jasne sa ukazujú preferencie slovenských investorov. Najskôr sa vypredali emisie s menšou dobou do splatnosti a z emisií 10 a 15 rokov do splatnosti sa predalo menej. Z uvedených príčin mala na konci roku 2005 priemerná durácia, ako aj priemerná doba do splatnosti menšie hodnoty ako na konci roku 2004.

Indikátory refinančného rizika (durácia a priemerná splatnosť)



Zdroj: ARDAL



Zdroj: ARDAL

Rok	2002	2003	2004	2005	2006
Durácia	2,800	2,433	3,553	3,161*	3,729

Zdroj: ARDAL

Rok	2002	2003	2004	2005	2006
Splatnosť	3,290	3,824	4,654	4,554*	5,139

Zdroj: ARDAL

* Koncoročná durácia a priemerná splatnosť boli taktiež ovplyvnené splatením reštrukturalizačného dlhopisu v menovitej hodnote 35,4 mld. Sk, ktorý mal splatnosť v januári 2006. Po splatení uvedenej emisie boli hodnoty priemernej splatnosti a priemernej durácie väčšie ako na konci roku 2004.

Štruktúra štátneho dlhu v menovitej hodnote

Položka	Stav v tis. Sk	Stav v tis. Sk	Stav v tis. Sk	Stav v tis. Sk
	k 31.12.2003	k 31.12.2004	k 31.12.2005	k 31.12.2006
1. Štátne dlhopisy	341 070 320,90	397 622 965,40	408 941 990,40	436 398 372,72
ŠD vydané v SKK	269 038 570,90	310 331 965,40	352 169 990,40	349 965 872,72
ŠD vydané v cudzej mene	72 031 750,00	87 291 000,00	56 772 000,00	86 432 500,00
2. Štátne pokladničné poukážky	54 585 000,00	38 881 000,00	5 820 000,00	0,00
3. Vládne úvery	10 718 629,60	16 252 291,47	14 791 288,74	13 734 252,32
4. Prevzaté úvery	22 677 653,80	33 722 009,84	27 643 602,03	13 875 599,25
5. Závazok voči ČSOB, a.s., Praha	0,00	25 177 000,00	0,00	0,00
6. Krátkodobé pôžičky od finančných inštitúcií	0,00	10 850 000,00	2 802 666,35	0,00
7. Riziká z realizácie štátnych záruk	63 089 000,00	40 862 800,00	29 879 410,00	19 921 700,00
8. Swap transakcia	0,00	0,00	31 792 320,00	0,00
Štátny dlh v národnej metodike	492 140 604,31	522 505 266,72	521 671 277,52	483 929 924,29
Kurz k	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	29.12.2006
EUR	41,161	38,796	37,848	34,573
USD	32,920	28,496	31,948	26,246
JPY	0,30799	0,274550	0,271030	0,220810
CZK	1,265	1,271	1,308	1,256
CHF	26,377	25,121	24,275	21,537

Zdroj: MF SR

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

Uskutočnením zahraničnej emisie 750 mil. EUR v roku 2003 a 1 mld. EUR v roku 2004 MF SR prostredníctvom ARDAL postupne napĺňa stratégiu zväčšovania podielu štátneho dlhu denominovaného v zahraničných menách v pomere k SKK. Z východiskového podielu 82 % (SKK) ku 18 % (ostatné meny) portfólia štátnych dlhopisov v roku 2003 sa hlavne uvedenými emisiami pomer zmenil a k 31.12. 2004 bol 78 % (SKK) ku 22 % (ostatné meny). V súvislosti s presunom finančných prostriedkov určených na dôchodkovú reformu do systému ŠP a v súvislosti s rozhodnutím o využití týchto finančných prostriedkov najmä na krytie dlhu nebola v roku 2005 realizovaná zahraničná emisija štátnych dlhopisov. Splatením zahraničnej emisie štátneho dlhopisu v máji 2005 v menovitej hodnote 750 mil. EUR sa tento pomer zmenil a k 31.12. 2005 bol 86 % (SKK) ku 14% (EUR). Vydaním slovenského Eurobondu v roku 2006 sa pomer opäť zmenil na 79 % (SKK) ku 21% (EUR). K 31.12. 2006 podiel štátneho dlhu (portfólio dlhopisov) v slovenských korunách verzus zahraničnú mena činil 80 % ku 20% .

2. Makroekonomický a fiškálny výhľad

2.1. Makroekonomický výhľad a finančné trhy

Globálne prostredie

Je všeobecne známe, že vývoj na finančnom trhu citlivo reaguje na makroekonomický vývoj a opačne - sú to spojené nádoby. Navyše, všetky trhy - tovarov a služieb, pracovnej sily ako aj finančné trhy – sa postupne stále viac otvárajú a reflektujú spoločný svetový trend globalizácie, harmonizácie štandardov obchodovania, zúčtovania a vysporiadania transakcií s rozličnými finančnými aktívami a zlepšovania podmienok pre rýchly a pomerne jednoduchý prístup na iné trhy. Vývoj na finančných trhoch v jednotlivých krajinách je tak vo väčšej či menšej miere závislý nielen od vývoja na okolitých trhoch, ale aj od situácie a očakávaní na najväčších medzinárodných trhoch, ktoré v zásade určujú trendy na globálnom finančnom trhu. Znamená to, že aj finančné trhy v SR sú pod vplyvom prehlbujúcej integrácie a zrýchľujúcej ekonomickej konvergencie a stávajú sa jasnou súčasťou jednotného európskeho trhu vrátane trhu s finančnými aktívami. Z tohto hľadiska je primárnym pre vývoj slovenského finančného trhu rozhodujúci vývoj v eurozóne a okolitých krajinách v stredoeurópskom regióne. Ich výhľad je však podmienený trendmi v najväčších obchodných centrách v USA, eurozóne, Veľkej Británii či Japonsku ¹.

Tradičným motorom svetovej ekonomiky a globálneho finančného trhu je USA; pre vývoj eurozóny je americká ekonomika a jej finančné trhy neoddeliteľným externým prostredím. Previazanosť medzi týmito ekonomikami naznačuje na jednej strane vývoj makroekonomických indikátorov, predovšetkým v rámci platobnej bilancie, a na strane druhej vývoj a vzťahy na finančných trhoch, ktoré indikujú benchmarkové indikátory úrokových sadzieb, výmenných kurzov či cien, resp. výnosností rôznych finančných aktív. Z hľadiska priamej účasti vlády na finančných trhoch považujeme za najdôležitejší segment vládnych dlhopisov na kapitálových trhoch, a tým aj všetky relevantné indikátory, tzv. fixed income markets. Nakoľko je výhľad globálneho finančného trhu závislý od očakávaného vývoja makroekonomických fundamentov v USA, je našim prvoradým záujmom poznať aktuálny makroekonomický výhľad ekonomiky USA.

USA

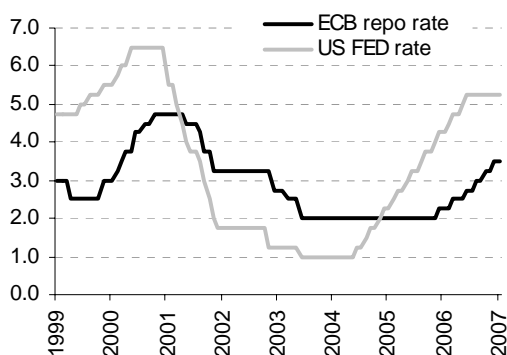
Napriek tomu, že sa ekonomický rast v USA v roku 2006 spomalil (na 3,3 %), zachoval si dobrú výkonnosť. Po silnom 5,6 % anualizovanom ² raste v prvom štvrťroku sa už v 2. štvrťroku zmiernil až na 2,6 %, a to

¹ V súčasnosti približne 80% všetkých medzinárodných finančných a kapitálových tokov prislúcha trom finančným trhom, USA, eurozóna a Veľká Británia.

² anualizovaný rast vyjadruje, aký by bol medziročný rast, keby aj v ďalších štvrťrokoch bol taký istý medzikvartálny rast ako v danom kvartáli; vzorec: $(1+rast)^4$

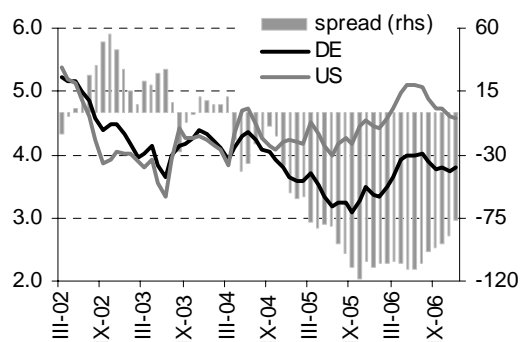
predovšetkým vplyvom poklesu cien a oslabenia trhu s nehnuteľnosťami, čo prispelo k poklesu investícií a produkcie v stavebnom sektore. V tomto roku MMF očakáva spomalenie americkej ekonomiky pod svoj produkčný potenciál, ku 2,9 %, čo sa premietne aj do spomalenia inflácie. Naďalej sa očakáva pokles trhu s nehnuteľnosťami, čo naznačujú aj tzv. soft indikátory ako napr. „builder confidence“ či počet vydaných stavebných povolení. V porovnaní s predchádzajúcim rokom sa dokonca predpokladá výraznejší pokles investícií v stavebnom sektore. Útlm trhu s nehnuteľnosťami sa môže negatívne preniesť aj do spotreby domácností (tvorí cca 70 % celkového dopytu). Podobne ďalšie indikátory, ako „manufacturing confidence“ či iné tzv. leading indikátory naznačujú spomalenie ekonomického rastu. Aj na trhu práce sa očakáva recesia, i keď posledné zverejnené údaje z trhu práce indikujú, že spomalenie nemusí byť až také vážne. Zatiaľ sa však očakávajú zreteľne nemenia. Práve obavy z rastu nezamestnanosti vyvolávajú úvahy o skorom obrať v menovej politike Fed-u³. V minulom roku Fed pokračoval v sprísňovaní menovej politiky zvyšovaním sadzieb, avšak po spomalení ekonomického rastu a znížení miery inflácie v druhej polovici roka ponechal svoje kľúčové sadzby nezmenené na úrovni 5,25 %. Celková inflácia sa spomalila viac ako jadrová inflácia, pretože ju stlmili klesajúce ceny ropy na medzinárodných trhoch. V súčasnosti je ťažké predpovedať, kedy sa dostaví znižovanie sadzieb v USA, najmä keď stimulum pre ekonomiku môže byť slabší kurz USD, resp. nižšie dlhodobé úrokové sadzby. Nakoľko posledný vývoj na trhu práce, či miera jadrovej inflácie jednoznačne nenaznačujú ďalšie rýchle spomalenie rastu HDP, očakávajú o znižovaní sadzieb v USA sa posúvajú na koniec prvého štvrtroka, resp. do konca prvej polovice 2007.

Úrokové sadzby ECB a FED



Zdroj: Reuters

Dlhodobé sadzby v USA a eurozóne



Poznámka: spread v bázických bodoch (bp), 1 bázický bod = 0,01% p.a., inak v % p.a., (rhs) znamená „right hand scale“, čiže na pravej osi

Zdroj: Reuters

Eurozóna

V eurozóne je situácia opačná. Ukazuje sa, že oživenie rastu ekonomiky, ktoré sa v prvom polroku 2006 dostavilo, by malo mať stabilnejší charakter - HDP v roku 2006 vzrástol o 2,6%. Domáci dopyt totiž nie je ťahaný len spotrebou domácností, ale aj podnikateľskými investíciami, čo je dobrý signál pre ďalší rast ekonomiky. Taktiež soft indikátory ako nemecký index podnikateľskej klímy, naznačujú zvýšenú dôveru podnikateľov v priaznivý výhľad ekonomického prostredia. Obavy z rastúceho rizika mzdových inflačných tlakov, resp. zo sekundárnych nákladových tlakov cien ropy a energií donútili ECB pristúpiť k zvyšovaniu sadzieb viackrát v priebehu roka a nastaviť repo sadzbu na úroveň 3,5 %. Priaznivá finančná situácia v podnikateľskom sektore a perspektíva vyššieho dopytu po práci indikuje vzostup na trhu práce. Pokles nezamestnanosti môže vyvolávať očakávanie rastu miezd v nasledujúcom období, čo zvyšuje dôveru spotrebiteľov a ich spotrebu. Všetky tieto priaznivé údaje o ekonomike síce naznačujú optimistický výhľad pre jej rast aj v roku 2007, avšak spomalenie ekonomického rastu v USA, prípadne aj svetovej ekonomiky, oslabenie USD (zároveň posilnenie eura), či sprísňovanie menovej politiky ECB, môže otriasť pevnými základmi oživeného rastu. Pokiaľ však budú prítomné signály o pokračujúcom raste domáceho dopytu a vzostupe na trhu práce, bude ECB pokračovať v sprísňovaní

³ Centrálna banka v USA, tzv. Federal Reserve System, skrátené Fed.

menovej politiky. K tomu prispievajú aj údaje o raste úverov a peňažnej zásoby. Očakáva sa tak, že sa rast HDP v eurozóne spomalí v roku 2007 na cca 2,0 %.

S makroekonomickým vývojom v USA a eurozóne a zároveň s vývojom kľúčových úrokových sadzieb ECB a Fed-u sú späté aj finančné trhy, a to práve prostredníctvom očakávaní trhov o budúcom vývoji týchto ekonomík. Výhľad do vzdialenejšej budúcnosti potom determinuje dlhodobé inflačné očakávania i úrokové sadzby. V súvislosti s prevládajúcimi očakávaniami o spomalení ekonomického rastu aj inflácie v USA a obrate menovej politiky Fed-u sa v priebehu druhej polovice predchádzajúceho roka vyprofiloval klesajúci trend dlhodobých sadzieb, čo reflektuje vývoj výnosov 10-ročných vládnych dlhopisov. Napriek tomu, že v eurozóne je makroekonomický vývoj odlišný, sa dlhodobé úrokové sadzby na európskom trhu pohybovali v rovnakom trende ako v USA. V prostredí globálne prepojených finančných trhov investori prechádzajú z jedných finančných trhov na iné, a preto nielen očakávania o vývoji ekonomiky eurozóny určujú, kde sa nachádzajú dlhodobé i krátkodobé úrokové sadzby. Očakávaný priaznivejší vývoj v eurozóne v prvej polovici roka 2007 a pokračovanie v menovej politike ECB však pokles výnosov 10-ročných vládnych dlhopisov spomalil, v dôsledku čoho sa ku koncu roka 2006 zmenšil spread medzi týmito výnosmi v USA a eurozóne.

V úvode tohto roka po zverejnení údajov z trhu práce v USA vyšli signály o miernejšom spomalení ekonomiky. Časť investorov sa tak pravdepodobne presunula späť na americké trhy a otváraním dlhých pozícií v aktívach denominovaných v USD⁴ podporila zvýšeným dopytom menu, čím kurz USD čiastočne skorigoval svoje straty z minulého roka a zároveň sa pokles dlhodobých sadzieb v USA aj eurozóne zastavil. Do určitej miery k tomu prispieva aj pokračujúci priaznivý vývoj cien ropy. Pre dlhodobé úrokové sadzby bude teda v nasledujúcom období rozhodujúci ďalší vývoj jednotlivých makroekonomických indikátorov a z toho vyplývajúce signály o nasledujúcom výkone menovej politiky v oboch ekonomikách. Ak sa preukáže len mierne spomalenie v USA, môže sa znižovanie sadzieb Fed-u oddialiť. Podobne ak v eurozóne budú stále pretrvávať obavy z rastu miezd, ktorý by mohol zrýchľovať rast spotrebiteľských cien, a preto sa môže spread aj v prípade krátkodobých úrokových sadzieb zúžiť.

Trendy na finančných trhoch v strednej Európe

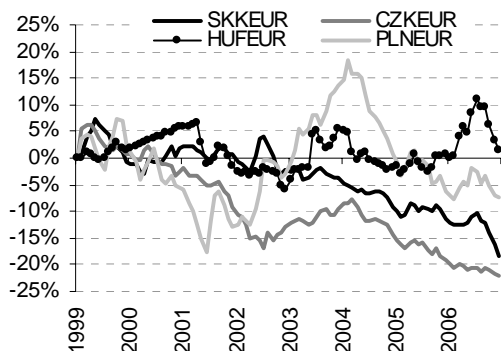
Z hľadiska diverzifikácie portfólií rôznych finančných aktív vyhľadávajú investori príležitosti aj na trhoch s odlišným potenciálom ekonomického vývoja. Okrem diverzifikácie pomocou rozširovania portfólia finančných aktív existuje totiž aj diverzifikácia pomocou rozdelenia investícií na viacerých trhoch. Finančné toky sa tak presúvajú nielen medzi najefektívnejšími a najväčšími trhmi. Špecifickým príkladom sú tzv. emerging markets. Aj SR patrí medzi tieto trhy. Spolu s okolitými krajinami v regióne sa vyznačuje predovšetkým tým, že pokračuje v integračnom úsilí a napreduje v dobiehaní vyspelejších krajín eurozóny. Práve ekonomická konvergencia a priaznivé očakávania o blížiacom sa období prijatia spoločnej európskej meny sú pevným pilierom dlhodobých očakávaní v SR, ako aj ďalších krajín V4. Striktné podmienky pre prijatie eura, ako aj nevyhnutná fiškálna disciplína hlavne po úplnom vstupe do EMU, figurujú na pozadí týchto očakávaní. Sprievodným javom konvergenčného procesu je potom nižšia rizikovosť investícií na finančných trhoch SR a celej V4. S výhľadom ekonomík V4 je spojený aj prílev priamych i portfóliových investícií. Všetky tieto faktory spolu s vysokou dynamikou ekonomického rastu sa premietajú vo zvyšovaní ratingu týchto krajín a následne v znižovaní ich rizikového profilu.

Predovšetkým tzv. kreditné riziko krajiny odzrkadľujú napr. spready výnosov dlhodobých vládnych dlhopisov SR, CZ, PL a HU denominovaných v eurách voči výnosom v Nemecku s približne rovnakou dobou do splatnosti. V posledných rokoch (2004 - 2006) sa tieto spready pohybujú v okolí 20 bázických bodov (bp)⁵. Politická nestabilita a z nej vyplývajúca neistota na finančných trhoch síce prechodne odchyľuje úroveň dlhodobých sadzieb od sadzieb v Nemecku alebo celej eurozóne, avšak v strednodobom či dlhodobom horizonte sa tieto spready budú pravdepodobne pohybovať v blízkosti, resp. pod hranicou 20 bp.

⁴ Otvorenie dlhej pozície je bežne používané označenie pre nákup finančného aktíva, otváranie dlhých pozícií preto v kontexte vyjadruje zvýšený záujem investorov o nákup aktív v USD, napr. pokladničných poukázok, dlhopisov či medzibankových vkladov.

⁵ 1 bázický bod (skrátene bp) = 0,01% p.a.

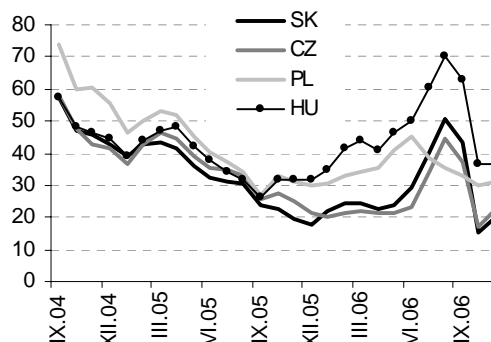
Devízové trhy v krajinách V4



Poznámka: Zmeny k januáru 1999

Zdroj: Reuters

Spready dlhodobých eurodlhopisov V4 voči DE



Poznámka: v bázických bodoch (bp), 1 bázický bod = 0,01% p.a.

Zdroj: Reuters

Na druhej strane, pri investovaní do dlhopisov denominovaných v domácich menách týchto krajín v období pred prijatím eura bude prítomné aj kurzové riziko, teda riziko vyplývajúce z pohybu výmenných kurzov SKK, CZK, PLN a HUF voči euru. Avšak v súvislosti s vývojom makroekonomických fundamentov sa v strednodobom horizonte všeobecne očakáva apreciácia týchto mien, preto kurzové riziko je zásadné hlavne pri prechodných investíciách na krátke obdobie. Dlhodobé trendy rastúceho dopytu po SKK či ostatných menách V4 zjavne naznačujú zmeny ich výmenných kurzov voči euru už od roku 1999. Predovšetkým CZK a SKK sa jednoznačne v dlhodobom horizonte pohybujú v apreciačnom trende (klesajúci trend v grafe „Devízové trhy v krajinách V4“). Pre investorov môžu byť z tohto pohľadu tieto meny zaujímavou príležitosťou, lebo môžu priniesť dodatočné kapitálové zisky vyplývajúce z pozitívneho kurzového rizika.

S pokračujúcou reálnou konvergenciou bude pravdepodobne atraktívnosť aktív - predovšetkým vládnych dlhopisových emisií - na týchto „emerging markets“ klesať. Prijatie eura definitívne odstráni kurzové riziko, ktoré priťahuje špekulatívne obchody na FX trhu so slovenskou korunou. Kreditné riziko sa zásadne zníži na porovnateľnú úroveň s vyspelejšími krajinami EMU a samotné spready medzi výnosmi vládnych dlhopisových aktív už nebudú významným stimulom pre investorov na medzinárodných trhoch. Menšie odlišnosti v ekonomických cykloch oproti eurozóne môžu ešte ďalej zvýhodňovať dlhopisové emisie SR, či ostatných krajín V4, ale len v najbližšom strednodobom horizonte, keďže prehlbovanie vnútorného obchodu v rámci EU ,tzv. intra-EU trade, bude tieto rozdiely zotierať. Práve po vstupe do EMU (po zrušení derogácie) sa emisie týchto krajín stretnú s konkurenciou na paneurópskom dlhopisovom trhu, preto bude v neskoršom horizonte dôležité, ako rýchlo a úspešne sa dokáže SR s touto konkurenciou vyrovať. SR je svojím hrubým verejným dlhom vzhľadom na veľkosť paneurópskeho trhu pomerne malým účastníkom, a preto umiestnenie dlhopisových emisií v objeme cca 2 - 5 mld. EUR⁶ na trhu eurozóny by nemalo predstavovať vážny problém⁷.

Domáce prostredie

Analogicky ako v prípade spomínaných najväčších ekonomík USA a eurozóny, je aj v SR vývoj finančného trhu úzko previazaný s makroekonomickým výhľadom. Vývoj samotnej dlhovej služby odráža celkový stav a smerovanie ekonomiky, ako aj očakávania na finančných trhoch, ktoré citlivo reagujú na uplatňovanú a deklarovanú fiškálnu a monetárnu politiku.

⁶ Odhad orientačne zodpovedá ročnému objemu dlhu na prefinancovanie od 60 do 150 mld. SKK.

⁷ V súčasnosti sa na trhoch eurozóny obchoduje s vládnymi dlhopisovými emisiami v menovitej hodnote cca 3 bilióny EUR.

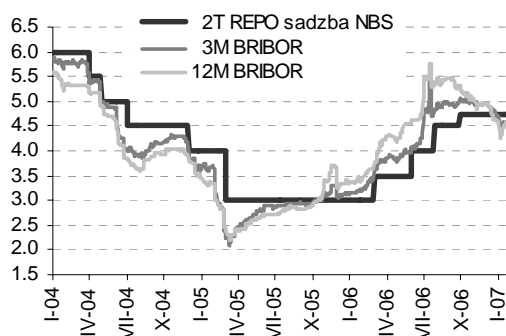
Finančné trhy a výhľad makroekonomického vývoja v SR

V roku 2006 dosiahla slovenská ekonomika rekordný rast reálneho HDP na úrovni 8,3 % (v 3. a 4. Q dokonca 9,8 % a 9,6%). Za týmto rastom stojí zrýchlený domáci dopyt ťahaný nielen spotrebou domácností, ale aj hrubými fixnými investíciami, ktoré reflektujú predovšetkým narastajúcu produkciu v automobilovom priemysle. Vyvážený ekonomický rast signalizuje, že by ekonomika mohla pokračovať aj v roku 2007 v podobnom dynamickom tempe - podľa aktuálnych očakávaní nad hranicou 8%. Zrýchlený rast exportov, najmä z automobilového priemyslu a následne nižší schodok v zahraničnom obchode by sa mal premietnuť aj v poklese deficitu bežného účtu platobnej bilancie (zníženie na 4,1% z odhadovaných 8,2% v roku 2006). Stabilný vysoký rast ekonomiky vytvára priaznivé predpoklady pre devízový trh. Investorov s otvorenými korunovými pozíciami⁸ by údaje o deficite bežného účtu platobnej bilancie nemali zneisťovať a koruna by mala aj roku 2007 pokračovať v apreciačnom trende. Do akej miery sa koruna v skutočnosti posilní však bude závisieť od vývoja ekonomických fundamentov, najmä produktivity práce.

V prípade nadmernej apreciacie, ktorá by sa zreteľne odchyľila od aktuálneho vývoja determinantov rovnovážneho kurzu, bude NBS s najväčšou pravdepodobnosťou adekvátne reagovať. Zmenu cyklu menovej politiky však môžu odvrátiť prípadné riziká mzdových inflačných tlakov. Vývoj na peňažnom trhu je preto momentálne do značnej miery neistý. V zásade však na tomto trhu prevládajú očakávania, že by sa ku koncu roka (v treťom prípade až poslednom štvrtroku) mohlo dostať uvoľňovanie menovej politiky prostredníctvom úrokových sadzieb. Na trhu sa v súčasnosti počíta s poklesom o 25 až 50 bázických bodov. V nasledujúcom období - do prijatia spoločnej európskej meny - by už krátkodobé úrokové sadzby mali skonvergovať k úrovniam na európskom medzibankovom trhu.

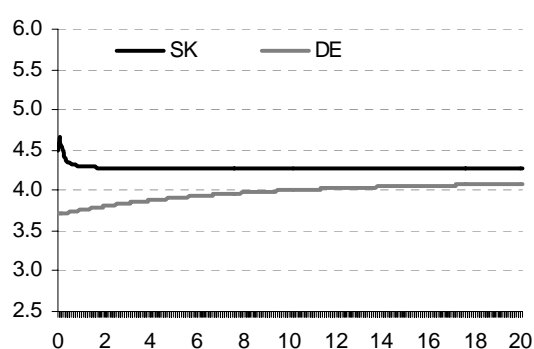
Na dlhom konci výnosovej krivky⁹ sa spotové úrokové sadzby pohybujú na úrovniach, ktoré v prevažnej miere kopírujú vývoj dlhodobých úrokových sadzieb v Nemecku či v eurozóne. Týmto spôsobom aj na malý dlhopisový trh, aký je v SR, vplývajú očakávania o vývoji v eurozóne či USA, ktoré odzrkadľuje globálny finančný trh. V dôsledku očakávaného obratu v menovej politike Fed-u (očakávané uvoľňovanie) sa dlhodobé úrokové sadzby v USA a zároveň aj v eurozóne udržiavajú na nízkych úrovniach. Podobná situácia je aj na slovenskom „fixed income“ trhu¹⁰, pre ktorý je v súčasnosti charakteristická plochá výnosová krivka¹¹ - predovšetkým v časti, ktorá zobrazuje spotové úrokové sadzby s viac ako 1 ročnou dobou do splatnosti. Porovnanie výnosových kriviek na Slovensku a v Nemecku¹² naznačuje, že dlhodobé sadzby v SR by sa mali nachádzať cca 20 bp nad sadzbami v Nemecku.

Krátkodobé úrokové sadzby v SR



Zdroj: Reuters

Výnosová krivka s nulovým kupónom



Zdroj: Reuters

⁸ Investori, ktorí už investovali do finančných aktív v slovenských korunách

⁹ Pod dlhým koncom výnosovej krivky sa rozumejú dlhodobé úrokové sadzby so splatnosťou viac ako 5 rokov, pričom sa rozlišujú spotové a termínované, resp. forwardové úrokové sadzby. Spotové úrokové sadzby sú aktuálne platné v danom čase. Forwardové sadzby sú úrokové sadzby platné v danom okamihu v budúcnosti na stanovenú dobu do splatnosti, teda sú vyjadrené dvomi časovými údajmi, napr. 1-ročná forwardová sadzba o 1 rok, 1-ročná forwardová sadzba o 2 roky a pod..

¹⁰ Spoločné označenie pre peňažné aj dlhopisové kapitálové trhy.

¹¹ Plochá výnosová krivka znamená, že všetky (resp. takmer všetky) úrokové sadzby sa pohybujú na takmer rovnakých úrovniach.

¹² Nemecké dlhopisy „bundy“ sa považujú za benchmarkové emisie, ktoré indikujú vývoj celého európskeho trhu

2.2. Fiškálny výhľad

Stratégia fiškálnej politiky je načrtnutá v Konvergenčnom programe na roky 2006 až 2010. Jej smerovanie určujú dva konkrétne ciele vlády. Prvým základným fiškálnym cieľom je znížiť deficit verejnej správy vrátane nákladov dôchodkovej reformy pod 3 % HDP v roku 2007 a splniť tak kritérium pre vstup do eurozóny. Druhým základným cieľom je do roku 2010 znížiť cyklicky upravený deficit verejnej správy očistený o jednorazové efekty na úroveň 0,9 % HDP.

Základné fiškálne ukazovatele, ktoré sú premietnuté aj v rozpočte verejnej správy na roky 2007 až 2009, sú uvedené v nasledujúcej tabuľke. Deficit verejnej správy vrátane nákladov dôchodkovej reformy by mal v roku 2007 dosiahnuť úroveň 2,9 % HDP, pričom v nasledujúcich rokoch sa očakáva ďalší pokles. Splnenie strednodobého rozpočtového cieľa do roku 2010 síce siaha za časový horizont daný schváleným rozpočtom, avšak na základe uvedeného predpokladaného vývoja možno konštatovať, že jeho splnenie bude vyžadovať vyvinutie ďalšieho konsolidačného úsilia. Konsolidačné úsilie vlády a zdravý ekonomický rast sa zároveň premietajú aj do stabilizácie hrubého verejného a štátneho dlhu v strednodobom horizonte.

Základné fiškálne ukazovatele (ESA 95, v % HDP)					
	2005	2006E*	2007B**	2008B	2009B
Saldo verejnej správy (bez vplyvu 2.piliera)	-2,5	-2,5	-1,8	-1,3	-0,7
Saldo verejnej správy (s vplyvom 2.piliera)	-3,1	-3,7	-2,9	-2,4	-1,9
Maastrichtský hrubý verejný dlh	34,5	30,6	29,7	29,0	27,7
Maastrichtský štátny dlh	33,3	29,5	28,6	27,9	26,7

*E – očakávania
**B – rozpočtované hodnoty

Zdroj: Ministerstvo financií SR

Z pohľadu stratégie riadenia štátneho dlhu je dôležité zamerať sa na samotnú prognózu výšky štátneho dlhu a faktorov, ktoré ho ovplyvňujú. Deficit štátneho rozpočtu vyjadrený na hotovostnej báze prispieva k jeho rastu, kým ďalšie faktory, ako napríklad splácanie štátnych záruk a prevzatých záväzkov jeho výšku znižujú. Uvedené faktory sú zhrnuté v nasledujúcej tabuľke, pričom je tu zároveň vyčíslená aj prognózovaná výška štátneho dlhu k 31.12. daného roka. Prognóza dlhu na roky 2007 až 2009 vychádza z predbežnej skutočnosti roku 2006, výška faktorov vplývajúcich na štátny dlh je v súlade s predpokladmi uvedenými v rozpočte verejnej správy na roky 2007 až 2009. Zároveň sa v prognóze predpokladá, že výška zdrojov vypožičaných zo Štátnej pokladnice na krytie štátneho dlhu sa nebude meniť a zostane na úrovni roka 2006¹³. S ostatnými faktormi, ako sú napríklad kurzové zmeny, sa neuvažuje.

Faktory vplývajúce na vývoj maastrichtského štátneho dlhu (cash, v mil. Sk)					
	2005	2006	2007E	2008E	2009E
Deficit ŠR	33 886	31 678	38 386	22 838	12 771
Prijaté záväzky (štátne dlhopisy + ostatné výpožičky)	39 954	40 842	0	0	0
Splatenie štátnych záruk a prevzatých záväzkov	-11 489	-6 330	-8 552	-982	-982
Splatenie istiny dlhu	-123 396	-59 496	-	-	-
Kurzové zmeny	-1 487	-10 726	-	-	-
Ostatné faktory	-338	-1 917	-	-	-
Maastrichtský štátny dlh (k 31.12. daného roka)	489 879	483 930	513 764	535 620	547 409

Pozn.: (+) znamená zvýšenie (-) zníženie štátneho dlhu
E – ryhládky, očakávania

Zdroj: Ministerstvo financií SR

¹³ Podľa odhadov Štátnej pokladnice (ŠP) a s prihliadnutím na čerpanie prostriedkov určených na transformáciu dôchodkovej reformy a z rozpočtu verejnej správy na roky 2007 až 2009 bude výška zdrojov ŠP v rokoch 2007 až 2010 klesať. Keďže by boli odhady vývoja prostriedkov ŠP značne neisté, vychádzame v stratégii riadenia štátneho dlhu z predpokladu, že výška zdrojov zo ŠP sa nebude v nasledujúcich rokoch meniť.

3. Determinanty, ciele a princípy stratégie riadenia štátneho dlhu na roky 2007 až 2010

3.1. Determinanty stratégie riadenia štátneho dlhu na roky 2007 až 2010

Stratégia riadenia štátneho dlhu na obdobie 2007 - 2010 nadväzuje na *Programové vyhlásenie vlády* rozpracované do záväzných dokumentov prijatých vládou SR v roku 2006, ku ktorým patrí najmä *Rozpočet verejnej správy na roky 2007 až 2009* a *Konvergenčný program Slovenska na roky 2006 až 2010*.

Z hľadiska tvorby stratégie štátneho dlhu je najdôležitejšou prioritou vlády pokračujúca **konsolidácia verejných financií, zefektívňovanie využívania finančných zdrojov a zlepšovanie riadenia finančných tokov**. Základom je všestranné uplatňovanie obozretnej rozpočtovej a fiškálnej politiky a postupné upevňovanie dlhodobej stability verejných financií. Zdôrazniť treba, že dostatočná miera konsolidačného úsilia¹⁴ - znižovania deficitu - je obzvlášť dôležitá v súčasnom období prípravy SR na prijatie spoločnej meny euro. Vyrovnaná, až mierne prebytková bilancia verejných financií je totiž nevyhnutným predpokladom pre efektívne fungovanie automatických stabilizátorov v budúcnosti a upevnenie stabilizačnej funkcie fiškálnej politiky. Význam stabilizačnej úlohy fiškálnej politiky sa vstupom SR do eurozóny enormne zvyšuje, pretože SR stratí nástroje vlastnej menovej politiky na elimináciu šokov a nerovnováh v ekonomike a ich pôsobenie bude musieť plne nahradiť fiškálna a ďalšie sektorové politiky spolu s pružnými a dobre fungujúcimi trhmi – trhom práce a finančným trhom.

Nutnou podmienkou konsolidácie a stability verejných financií je dodržiavanie fiškálneho **maastrichtského kritéria** (pre deficit a dlh) a záväzkov SR vyplývajúcich z reformovaného Paktu stability a rastu. Ide najmä o dostatočne rýchle znižovanie hlavného dlhového faktora – deficitu verejných financií (aj z hľadiska budúcich vplyvov ekonomických cyklov a starnutia obyvateľstva), postupne smerujúceho k vyrovnanej bilancii až miernemu prebytku verejných financií a následne bezpečný vývoj verejného dlhu pod úrovňou 60 % HDP, podporovaný znižovaním, resp. stabilizáciou relatívnych nákladov na obsluhu dlhu. Jedným z dôležitých predpokladov pre dosiahnutie a udržanie týchto cieľov je práve uplatňovanie efektívneho **aktívneho riadenia štátneho dlhu** (štátny dlh je hlavnou zložkou verejného dlhu, cca 96,5 % a je plne v zodpovednosti centrálnej vlády) v súlade s rozumne stanovenou strednodobou stratégiou postavenou na reálnych predpokladoch o budúcom vývoji hlavných dlhových faktorov: **1/ deficitu štátneho rozpočtu, 2/ úrokových sadzieb doma a v zahraničí a 3/ výmenných kurzov relevantných mien** (s predpokladom prijatia spoločnej meny euro v SR k 1.1. 2009). V celom období, na ktoré sa aktuálna stratégia vzťahuje, bude naďalej najvýznamnejším faktorom vývoja hrubého štátneho dlhu schodok štátneho rozpočtu. Avšak negatívny vplyv primárneho deficitu (bez nákladov na obsluhu dlhu, t.j. bez úrokov) bude vplyvom konsolidačného úsilia postupne relatívne klesať, pričom príspevok úrokových nákladov na obsluhu dlhu bude relatívne stabilný. Podobne ako doteraz, účinná implementácia stratégie bude zabezpečovaná špeciálnymi inštitúciami, ktoré boli pre tento účel zriadené v rámci reformy verejných financií – **ARDAL a Štátna pokladnica**, a to za podpory adekvátneho legislatívneho prostredia a dodržiavania systémových zmien v národnej metodike účtovania (harmonizácia národnej metodiky s medzinárodne uznávanou a používanou metodikou Európskej únie).

Na základe doterajších skúseností možno ďalej konštatovať, že z hľadiska súbehu **realizácie hospodárskych cieľov vlády a podnikov** - ich finančného krytia a následného tlaku na štátny deficit a dlh - hrajú v stratégii riadenia štátneho dlhu významnú rolu hlavne zábery vlády v oblasti privatizácie podnikov a politika vlády v poskytovaní štátnych záruk podnikom¹⁵ (záruky tvoria viac ako 4 % dlhu). Keďže vláda SR v súčasnosti neplánuje významnejšie aktivity v oblasti privatizácie a doprivatizácie majetkovej účasti štátu v

¹⁴ Základné konsolidačné ciele a fiškálny výhľad sú uvedené v kapitole Makroekonomický výhľad a finančné trhy v časti Domáce prostredie.

¹⁵ V zmysle zákona č. 386/2002 Z. z. o štátnom dlhu a štátnych zárukách a o zmene a doplnení niektorých zákonov je štátna záruka záväzok Slovenskej republiky voči veriteľovi, že splní záväzok za dlžníka, ak dlžník voči veriteľovi nespĺnil určitý záväzok. Štátnu záruku možno poskytnúť za úvery právnických osôb a za dlhopisy vydané právnickými osobami, určené najmä na financovanie ekonomicky návratných projektov zaradených do rozvojových programov vyhlásených vládou SR.

strategických podnikoch ¹⁶, strednodobá stratégia nemôže uvažovať s prípadným pozitívnym vplyvom prostriedkov z privatizácie na vývoj hrubého verejného dlhu. Avšak ďalšie predsavzatia vlády SR – najmä, že vláda bude 1/ aktívne riadiť štátny dlh, racionalizovať výdavky spojené s financovaním štátneho dlhu a minimalizovať riziká súvisiace s finančnými aktívami, pasívami, ako aj s celkovými finančnými tokmi štátu a že 2/ inštitúit štátnych záruk (silný rizikový faktor dlhu) bude využívať len v nevyhnutnom rozsahu a v mimoriadnych prípadoch, signalizujú pozitívny vplyv na budúci vývoj štátneho dlhu.

V súlade s viacročným rozpočtom bude v nasledujúcich rokoch pokračovať **trend výrazného znižovania objemu štátnych záruk**, ktorý prebieha už od konca roku 2002 (prehľad je uvedený v nasledujúcej tabuľke).

Vývoj objemu štátnych záruk				
v mld. Sk	31.12.2002	31.12.2006	02.01.2007	31.12.2010
Objem štátnych záruk	102,6	24,7	3,7	2,2
z toho: objem rizikových záruk	65,3	19,9	0,0	0,0

Zdroj: MF SR

Uvedený vývoj ovplyvňujú viaceré faktory:

- neposkytovanie nových štátnych záruk,
- postupné splácanie záväzkov zo štátnymi zárukami zo strany niektorých dlžníkov,
- postupná realizácia zo strany štátu,
- prevzatie časti záväzkov so štátnymi zárukami do štátneho dlhu.

Od januára 2003 neboli poskytnuté žiadne nové úvery so štátnou zárukou. V súčasnosti prebieha len postupné splácanie existujúcich úverov so štátnou zárukou.

Spoločnosti Slovenské elektrárne, a.s. a Slovak Telecom, a.s. Bratislava v priebehu roku 2006 predčasne splatili všetky svoje záväzky z úverov so štátnou zárukou.

Spoločnosti Slovenská záručná a rozvojová banka, a.s. Bratislava, Paroplynový cyklus, a.s. a Pozagas, a.s. Malacky si svoje záväzky z úverov so štátnou zárukou plnia pravidelne podľa dohodnutých splátkových kalendárov v úverových zmluvách.

Z dôvodu nepriaznivej finančnej situácie boli záväzky spoločnosti METRO Bratislava, a.s. vyplývajúce z úverových zmlúv na základe uznesenia vlády SR č. 275 zo dňa 29. marca 2006 delimitované do štátneho dlhu. Následne vláda SR uznesením č. 1094 zo dňa 20. decembra 2006 súhlasila aj s prevzatím záväzkov Slovenského vodohospodárskeho podniku, š.p. Banská Štiavnica a Železníc SR, Bratislava vyplývajúcich z úverových zmlúv do štátneho dlhu k 1. januáru 2007.

Na znižovanie poskytovania štátnych záruk v ďalšom období bude výrazne prispievať zmena v legislatívnej oblasti, ktorá spočíva v **sprisnení schvaľovacieho procesu štátnych záruk** nielen vládou SR, ale aj Národnou radou SR v rámci schvaľovania zákona o štátnom rozpočte na príslušný rok. Táto zmena bola Inštitútom pre ekonomické a sociálne reformy v rámci projektu HESO – Hodnotenie ekonomických a sociálnych opatrení za 3. štvrťrok 2005 - vyhodnotená ako **opatrenie s najvyšším ratingom**.

Úlohy z Programového vyhlásenia vlády SR v oblasti štátnych záruk sa v plnom rozsahu zabezpečujú a súčasné štátne záruky už nepredstavujú závažné riziko v oblasti štátneho dlhu. K 1. januáru 2007 je hodnota rizikových štátnych záruk nulová.

3.2. Ciele a princípy stratégie riadenia štátneho dlhu na roky 2007 až 2010

Návrh stratégie riadenie štátneho dlhu nadväzuje na stratégiu pre roky 2003 – 2006. Po zohľadnení existujúcich rizík súvisiacich so štruktúrou a parametrami štátneho dlhu a po zohľadnení výsledkov súčasného systému riadenia dlhu a likvidity zámerom stratégie je aj naďalej zachovať hlavné ciele sformulované

¹⁶ Vláda určí, ktoré podniky a inštitúcie sú z hľadiska národnoštátnych záujmov strategické; bude rešpektovať výsledok doterajšej privatizácie a garantovať nemennosť podmienok v privatizovaných podnikoch, ak sa proces privatizácie uskutočnil v súlade so zákonom. V strategických podnikoch s majetkovou účasťou štátu bude vláda SR dôrazne uplatňovať záujmy štátu.

v predchádzajúcej stratégii, a to zabezpečiť likviditu a prístup na trh pre financovanie potrieb štátu transparentným, obozretným a nákladovo úsporným spôsobom, za predpokladu udržania rizík obsiahnutých v dlhu na akceptovateľnej úrovni. Vychádzajúc z tohto cieľa, je potrebné zachovanie tiež 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 potenciálnou stratou z neriadeného rizika a nákladmi spojenými na jeho elimináciu.

Z hľadiska súčasného stavu dlhového portfólia stratégia vychádza z potreby zlepšovania a udržiavania súčasného stavu štátneho dlhu. Ide najmä o päť nasledujúcich cieľov.

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

S cieľom zabezpečiť likviditu na sekundárnom trhu (čo sa na primárnom trhu prejavuje zmenšením „likviditnej“ prémie požadovanej investormi) naďalej znižovať počet „živých“ emisií štátnych cenných papierov na počet maximálne 15 emisií (pre hodnotu dlhu do 600 mld. Sk). Vzhľadom k nemožnosti skupovať „malé emisie“ vydané pred rokom 2004 je možné dosiahnuť tento cieľ iba prirodzenou splatnosťou „živých“ dlhopisov a na druhej strane otvorením a postupným predajom dlhopisov v štandardnej menovitej hodnote 40 mld. Sk (alebo 1 mld. EUR) v jednej emisii.

Naďalej sa snažiť o realizáciu spätného odkupovania štátnych dlhopisov a výmeny dlhopisov z emisií pred splatnosťou za dlhopisy z novo otvorených benchmarkových emisií. Cieľom je dosiahnuť rozloženie splatnej sumy na dlhšie časové obdobie, čo pomôže investorom odstrániť potrebu okamžitej veľkej investície, ale najmä štátu odstrániť nutnosť veľkej platby. Sekundárnym efektom je stabilita peňažného trhu.

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

Oblasť komunikácie emitenta (MF SR) s investormi, finančnými trhmi a inštitúciami (ratingové agentúry), prezentácia výsledkov a zámerov emitenta je potrebné naďalej rozvíjať a zlepšovať pravidelnými stretnutiami s domácimi investormi, nepravidelnými stretnutiami so zahraničnými investormi a prezentáciami na investorských konferenciách.

Zaviesť systém primárnych dealerov pre primárny trh štátnych cenných papierov. Vytvorenie skupiny najaktívnejších domácich a zahraničných bánk s cieľom zlepšenia likvidity ŠCP na sekundárnom trhu.

3. Optimalizácia nákladov (výdavkov) štátneho rozpočtu na obsluhu štátneho dlhu

Aktívne znižovať podiel neobchodovateľného dlhu, pričom do úvahy budú brané relevantné finančné podmienky. V prípade, ak je to možné a výhodné predčasným splatením ukončiť nelikvidné, resp. málo likvidné pasívum (úver, dlhopis, iný záväzok). K optimalizácii nákladov na obsluhu štátneho dlhu by mohlo zároveň prispieť zavedenie merania finančnej efektívnosti v systéme štátnej pokladnice.

4. Udržanie priemernej splatnosti portfólia štátnych cenných papierov a durácie portfólia štátnych cenných papierov

Pre udržiavanie refinančného a úrokového rizika na akceptovateľnej úrovni je potrebné zaviesť systém monitorovania a vyhodnocovania podobne ako v iných krajinách eurozóny, a to zavedením limitu kumulatívnej splatnosti a precenenia dlhu vrátane úrokov v jednom roku a limitu kumulatívnej splatnosti a precenenia dlhu

vrátane úrokov do 5 rokov. Navrhované sledovanie a dodržiavanie hraničných hodnôt (refinančné a úrokové riziko) bude pozitívne vplývať aj na vývoj priemernej splatnosti a durácie, ktoré budú sledované až ako sekundárne veličiny.

V prípade refinančného rizika bude strategickým zámerom dodržiavanie limitu kumulatívnej splatnosti v jednom roku na 22,5% celkového dlhu a limit kumulatívnej splatnosti na najbližších 5 rokov na 60% celkového dlhu.

V prípade rizika z precenenia bude smerodajný limit na precenenie štátneho dlhu v prvom roku na úrovni 25% celkového dlhu a kumulatívne za 5 rokov na úrovni 65% celkového dlhu.

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

Do vstupu Slovenska do eurozóny každoročne vydávať benchmarkové (splatnosť 5 rokov a viac, menovitá hodnota emisie 1 mld. EUR a viac) dlhopisy denominované v EUR podľa programu EMTN. Cieľom je stať sa spoľahlivým a stabilným emitentom na paneurópskom kapitálovom trhu a dostať sa do povedomia investorov nakupujúcich štátne dlhopisy „najbezpečnejších“ EU krajín. Sekundárne ciele sú vybudovanie výnosovej krivky slovenských eurobondov použiteľnej na preceňovanie ostatných pasív ako aj diverzifikácia investorskej bázy. Vydávanie štátnych dlhopisov denominovaných v EUR a následná konverzia takto získaných prostriedkov na domácu menu budú vykonávané s prihliadnutím na stabilitu výmenného kurzu SKK/EUR.

V súvislosti s nízkymi výnosmi do splatnosti dlhodobých vládnych dlhopisov denominovaných v japonských jenoch (ďalej len JPY) môže prichádzať do úvahy aj možnosť vydania slovenských vládnych eurodlhopisov na japonskom trhu, ktorý sa navyše vyznačuje aj pomerne vysokou likviditou. Umiestnenie takejto emisie v objeme približne 50 mld. JPY (cca 300 mil. EUR) by pre SR bolo relatívne jednoduché. V porovnaní s eurozónou sa výnosy z dlhodobých dlhopisov pohybujú na úrovniach o cca 2,0 percentuálne body nižších. Vstup SR na japonský dlhopisový trh so svojou emisiou eurobondov tak môže byť atraktívnou výzvou najmä z hľadiska nízkej výnosnosti, resp. zaujímavej úspory nákladov dlhovej služby a príp. aj skvalitňovania dlhového portfólia zvýšením jeho durácie či priemernej splatnosti. S emitovaním eurodlhopisov v JPY je však spojené kurzové riziko, ktoré reflektuje súčasný a predpokladaný vývoj japonskej ekonomiky. Napriek tomu, že sa vyskytujú aj pochybnosti o udržateľnosti reálneho rastu HDP v Japonsku, prevládajú na globálnom finančnom trhu očakávania o priaznivom vývoji japonskej ekonomiky, predovšetkým v dôsledku rastúceho domáceho dopytu a investičného sentimentu v podnikateľskom sektore. Rast HDP sa síce pravdepodobne spomalí v porovnaní s rokom 2006 hlavne pod vplyvom poklesu zahraničného dopytu, najmä zo strany USA. Závisieť to však bude toho, ako sa premietne spomalenie americkej ekonomiky v globálnom raste HDP. Prebytok obchodnej bilancie Japonska je totiž okrem USA vo významnej miere tvorený aj dopytom z Číny; spomalenie japonskej ekonomiky tak nemusí byť zásadné. Pozitívny výhľad pre roky 2007 a 2008 naznačuje aj trh práce, kde sa už začína vyskytovať nedostatok domácej pracovnej sily, o čom svedčia nielen prieskumy investičného sentimentu, ale aj vývoj nezamestnanosti, ktorá sa aktuálne nachádza na najnižších úrovniach. Takýto výhľad ekonomiky potom vyvoláva očakávania na finančných trhoch, že centrálna banka (Bank of Japan) bude pravdepodobne zvyšovať svoju kľúčovú úrokovú sadzbu¹⁷. S postupným sprísňovaním menovej politiky bude rásť pravdepodobnosť, že sa kapitálové toky budú presúvať zo zahraničia späť na japonské finančné trhy. V súčasnosti nemožno jednoznačne vylúčiť, že v blízkom čase by už fázu znehodnocovania japonského jenu vystriedalo obdobie apreciačného trendu. Pre emitenta eurodlhopisov v JPY, a teda aj SR, by v čase vrcholiacej depreciácie japonskej meny vznikalo značné kurzové riziko.

Na základe aktuálneho vývoja japonskej ekonomiky a jej výhľadu v strednodobom horizonte možno emisiu dlhopisov na japonskom trhu považovať za nevýhodnú a tým bezvýznamnú. Predpokladáme, že v priebehu tohto roka by sa eurodlhopis v JPY mohol emitovať s kupónom vo výške 2,2 - 2,8% p.a. a v dôsledku spreadu, ktorý by požadoval emisný obstarávateľ a garant (sprostredkovateľ predaja, cez ktorého sa realizuje emisia na zahraničnom trhu) by bol výnos do splatnosti ešte o niečo vyšší. Za predpokladu, že by výmenný kurz JPY/EUR nasledoval podobný vývoj ako v dlhodobom horizonte v minulosti, by sa v konečnom dôsledku vplyvom

¹⁷ tzv. overnight call rate, ktorá sa momentálne nachádza na úrovni 0,25% p.a.

kurzových zmien zvýšil výnos do splatnosti na úroveň porovnateľnú, resp. dokonca aj vyššiu ako v eurozóne. Kurzové zmeny by tak mohli odčerpať úsporu úrokových nákladov, pre ktorú by emisia eurodlhopisov v JPY mohla mať zmysel, prípadne až priniesť vyššie úrokové náklady ako eurodlhopisy v eurozóne.

Existujú možnosti eliminácie kurzového rizika pomocou tzv. hedgingu výmenného kurzu, inak povedané, zafixovanie úrovne kurzu na určité obdobie vopred. Poplatky, resp. provízie za takéto derivátové operácie (ako napr. futures či swapy) na menu sú pomerne vysoké, čím by sa opäť výnos do splatnosti zvyšoval a približoval k úrovniam v eurozóne. Nakoľko finančné toky v JPY sú pre SR, resp. vládu aj v budúcnosti nevyužiteľné a boli by konvertované do EUR, prostredníctvom zmien kurzu JPY/EUR by sa objem kupónových platieb a nakoniec aj istiny tak menil, že pravdepodobnosť celkovej kurzovej straty je pomerne vysoká. Preto je výhodnejšie a bezpečnejšie sa emisii dlhopisov v japonských jenochno vyhnúť.

V záujme rozširovania dlhového portfólia prostredníctvom eurodlhopisových emisií je určite výhodnejšou alternatívou európsky trh. Spoločná európska mena sa v blízkej dobe stane domácou menou aj v SR, prostredníctvom konverzného kurzu nahradení slovenskú menu, a tak zanikne nominálny výmenný kurz a s ním aj kurzové riziko. Z tohto hľadiska je už emitovanie eurodlhopisov denominovaných v eurách podstatne bezpečnejšou stratégiou pre refinancovanie štátneho dlhu.

6. Prehodnotiť a v prípade vhodných podmienok na trhu uskutočniť emisiu štátnych dlhopisov pre obyvateľstvo.

Myšlienka vydania dlhopisovej emisie pre obyvateľstvo je stále aktuálna, jej uskutočnenie závisí od splnenia troch hlavných podmienok. Prvou je trhové prostredie - nominálna úroková sadzba dlhopisu by mala byť aspoň na úrovni 3 % až 3,5 % (a s ňou súvisiaci dopyt po takomto cennom papieri za predpokladu pretrvávajúceho veľkého rozdielu medzi trhovými úrokovými sadzbami a sadzbami ponúkanými pre vklady obyvateľstva v bankách). Druhou podmienkou realizácie tohto zámeru je najsť taký spôsob obsluhy uvedených dlhopisov, ktorý prinesie pri minimálnych nákladoch čo najlepšie podmienky na distribúciu, obchodovanie a spätný nákup. Treťou podmienkou je doriešenie (harmonizácia) rozdielného zdaňovania výnosov z cenných papierov medzi fyzickými a právnickými osobami napriek tomu, že emisie budú určené len pre fyzické osoby (retailová emisia). Vydané dlhopisy pre obyvateľstvo by mali byť obchodovateľné dlhopisy. Prostredníctvom týchto dlhopisov môže štát získať peňažné zdroje na financovanie svojich potrieb priamo od občanov - investorov bez sprostredkovania a marže komerčného sektora. S narastajúcou životnou úrovňou na Slovensku sa dá predpokladať, že týmto spôsobom sa podarí získať niekoľko miliárd Sk ročne. S ďalším rozvojom internetu a jeho masovejším rozšírením na Slovensku sa javí využitie zabezpečeného internetu ako najpravdepodobnejšieho spôsobu distribúcie dlhopisov s minimálnymi nákladmi a pokrytím celého Slovenska.

V krajinách EÚ je tento doplnkový spôsob financovania potrieb štátu bežný, v niektorých krajinách (napr. v Portugalsku) pokrýva až 15% celkových potrieb financovania štátu. Hlavným prínosom takejto emisie je diverzifikácia investorskej bázy (menšia závislosť od finančného a kapitálového trhu) a nižšie náklady financovania.

3.3. Záverečné odporúčania pre stratégiu riadenia dlhu

V porovnaní s predchádzajúcou stratégiou sa súčasná navrhovaná stratégia riadenia štátneho dlhu na roky 2007 až 2010 výrazne nelíši. Vývoj dlhového portfólia v posledných rokoch naznačuje, že refinancovanie štátneho dlhu prebiehalo v uplynulom období 2003 až 2006 spôsobom, ktorý skvalitňuje štruktúru štátneho dlhu, o čom svedčia aj indikátory refinančného a úrokového rizika ako durácia a priemerná splatnosť živého dlhového portfólia. Možno teda konštatovať, že reštrukturalizácia dlhu, na ktorú sa orientovala už predchádzajúca stratégia, prebieha v súlade so základným cieľom minimalizácie nákladov na dlhovú službu na primeranej úrovni z hľadiska rizík, ktoré sú s aktívnym riadením dlhu spojené. Z kapitoly, ktorá sa venuje vyhodnoteniu predchádzajúcej stratégie riadenia štátneho dlhu pre obdobie 2003 až 2006 tak vyplýva, že stratégia na nasledujúce obdobie by mala nadviazať na predchádzajúce ciele a pokračovať v nastúpenom procese.

Na rozdiel od predchádzajúcej stratégie sa tentokrát odporúča monitorovať a vyhodnocovať refinančné a úrokové riziko v prvom rade pomocou benchmarkových ukazovateľov, ktoré sa používajú aj v iných krajinách pri riadení dlhu. Ide o ukazovatele kumulatívnej splatnosti a precenenia, ktoré sú ľahšie interpretovateľné. Limity

týchto ukazovateľov, ktoré sú stanovené, budú zároveň pozitívne vplývať aj na vývoj priemernej splatnosti a durácie, ktoré budú sledované až ako sekundárne veličiny. Avšak nevýhodou sledovania ukazovateľa durácie je jej citlivosť na zmenu úrokovej sadzby, to znamená, že ak úrokové sadzby rastú, durácia sa znižuje. V dôsledku poklesu durácie je potrebné emitovať štátne cenné papiere s dlhšou splatnosťou za vyššie úrokové sadzby, čo nie je najefektívnejšie (obsluha dlhu sa tým predražuje). Naopak pri poklese úrokových sadzieb durácia vzrastie a umožňuje tým kryť dlh inštrumentmi, ktoré sú naviazané na pohyblivé úrokové sadzby, čo môže mať za následok neprimerané zvýšenie úrokového rizika.

Z pohľadu základného cieľa stratégie a benchmarkových ukazovateľov pre kontrolu rizík sa ako najvýhodnejší javí len domáci finančný trh a európsky finančný trh. S blížiacou sa dobou prijatia spoločnej európskej meny sú zahraničné emisie dlhopisov na európskom trhu, predovšetkým s dlhou dobou do splatnosti, porovnateľne rizikové, najmä z hľadiska premenlivého kurzového vývoja. Preto pri diverzifikovaní dlhového portfólia pomocou emisií v zahraničných menách je optimálna kombinácia štátneho dlhu v slovenských korunách a eurách.

Princípy a ciele, na ktorých sa táto stratégia zakladá vytvárajú vhodný rámec pre efektívne riadenie štátneho dlhu v nasledujúcom období 2007 až 2010.