

Stratégia riadenia štátneho dlhu na roky 2007 – 2010

Aktualizácia 2008

Máj 2008

Obsah

Obsah	2
Úvod	3
1. Štruktúra štátneho a verejného dlhu SR.....	4
2. Vyhodnotenie plnenia cieľov stanovených v stratégii	5
2.1. Zmenšenie počtu emisií nových štátnych cenných papierov a štandardizovanie ich veľkosti	5
2.2. Zlepšenie transparentnosti zámerov emitenta (MF SR)	5
2.3. Optimalizácia výdavkov štátneho rozpočtu na obsluhu štátneho dlhu.....	5
2.4. Vyhodnotenie ukazovateľov stanovených v stratégii.....	6
2.5. Optimalizácia podielu štátneho dlhu v domácej mene voči EUR.....	7
2.6. Prehodnotenie možnosti vydania emisie štátnych dlhopisov pre obyvateľstvo.	8
3. Vývoj na slovenskom dlhopisovom trhu na pozadí globálnej finančnej krízy.....	9
3.1. Hypotekárna kríza	9
3.2. Ekonomický vývoj v USA a eurozóne.....	9
3.3. Vývoj na slovenskom dlhopisovom trhu	10
4. Vplyv vstupu Slovenska do eurozóny v roku 2009 na riadenie dlhu a likvidity	12
5. Odporúčania pre stratégiu riadenia štátneho dlhu v rokoch 2008 až 2010.....	13

Úvod

Aktualizácia dokumentu „Stratégia riadenia štátneho dlhu na roky 2007 až 2010“ vychádza z ročnej skúsenosti s jej praktickou realizáciou. Nastavenie jednotlivých parametrov štátneho dlhu v stratégii sa po ročnom hodnotení ukazuje ako správne a vhodné pre podmienky štátneho dlhu SR v tomto období. Dôsledné napĺňanie cieľov stratégie prinieslo potrebnú stabilitu do rozpočtu výdavkov štátneho dlhu a spolu s vhodnou emisnou politikou významné úspory v štátnom rozpočte. Riadenie krytia štátneho dlhu prostredníctvom sledovania, riadenia a vyhodnocovania trhových finančných rizík podľa schválenej stratégie zabránilo možným dodatočným výdavkom štátneho rozpočtu v súvislosti s globálnou finančnou krízou na úrovni niekoľkých miliárd slovenských korún. Zhoršené podmienky na svetových finančných trhoch pretrvávajúce od augusta 2007 mali na rozdiel od iných porovnateľných krajín na výdavky štátneho rozpočtu v roku 2007 a v prvom štvrtroku 2008 minimálny vplyv. Naopak, využívanie zdrojov zo systému Štátnej pokladnice na krytie štátneho dlhu a schodku rozpočtu prinieslo v roku 2007 úsporu v štátnom rozpočte približne 133 mil. EUR. Aktívne riadenie úverového portfólia ušetrilo v štátnom rozpočte približne 2,36 mil. EUR. Napriek rastu trhových úrokových sadzieb o takmer jeden percentuálny bod zostali výdavky súvisiace so štátnymi dlhopismi v roku 2007 na takmer nezmenenej úrovni. V postupne sa zhoršujúcich trhových podmienkach na európskom trhu Slovensko emitovalo zahraničný dlhopis bez rizikovej prirážky s najlepšími parametrami emisie v histórii SR.

Dokument je rozdelený do piatich kapitol. V prvej kapitole je zobrazená štruktúra a vývoj štátneho a verejného dlhu z viacerých hľadísk. V druhej kapitole sú jednotlivo vyhodnotené ciele, ktoré boli špecifikované v Stratégii riadenia štátneho dlhu pre roky 2007 až 2010. Z časového hľadiska sa hodnotenie zameralo na vývoj v roku 2007, prípadne v prvých mesiacoch 2008. Tretia kapitola popisuje makroekonomický vývoj v hlavných svetových ekonomikách (USA, eurozóna), najmä s prihliadnutím na vývoj na finančných trhoch. Významnou udalosťou, ktorá zásadne ovplyvnila svetovú ekonomiku, bola globálna finančná kríza (tzv. hypotekárna kríza), ktorej je v rámci tejto kapitoly venovaná jedna časť. V štvrtej kapitole sú vymedzené vplyvy zavedenia eura od 1.1.2009 na riadenie dlhu a likvidity a jednotlivé opatrenia, ktoré je treba podniknúť v tejto súvislosti. Zámery, ciele a parametre v Stratégii riadenia štátneho dlhu 2007 až 2010 boli nastavené správne a pre obdobie rokov 2008 až 2010 nie je potrebné v spôsobe riadenia štátneho dlhu nič podstatné meniť. V poslednej kapitole sú preto stanovené iba niektoré úlohy riadenia dlhu, ktoré je potrebné vykonať v nasledujúcom období. Predložená aktualizácia stratégie je rovnako ako základný dokument v súlade so širšími zámermi vlády v oblasti riadenia verejných financií a jej plnenie bude napomáhať spomaľovaniu očakávaného rastu výdavkov na dlhovú službu v nasledujúcich rokoch.

1. Štruktúra štátneho a verejného dlhu SR

Napĺňanie fiškálnych cieľov vlády a pokračujúci zdravý ekonomický rast sú hlavnými faktormi stabilizujúcimi úroveň štátneho a verejného dlhu v strednodobom horizonte. Štátny dlh ku koncu roka 2007 dosiahol 17,3 mld. EUR, čo predstavovalo 28% z HDP. Z toho až 93 % tvorili emitované cenné papiere. Podiel úverov na štátnom dlhu bol iba 7 %. Z menového hľadiska bol štátny dlh denominovaný prevažne v slovenských korunách a v eurách. Podiel ostatných mien bol zanedbateľný a kumulatívne nepresiahol 0,5 %.

Štruktúra štátneho dlhu v menovitej hodnote a štátny dlh z menového hľadiska					
Položka	Stav v mil. EUR	Stav v mil. EUR	Stav v mil. EUR	% z HDP	% z celku
Stav k:	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2007	31.12.2007
Štátny dlh v menovitej hodnote	16 261	16 098	17 302	28,2	100,00
Cenné papiere	13 768	14 486	16 104	26,2	93,1
Úvery	1 502	916	1 198	2,0	6,9
Riziká z realizácie štátnych záruk	992	696	0	0,0	0,0
SKK	12 741	11 917	12 544	20,4	72,5
EUR	3 213	4 101	4 683	7,6	27,1
USD	215	2	0	0,0	0,0
JPY	87	70	70	0,1	0,4
CZK	0	0	0	0,0	0,0
CHF	5	8	4	0,0	0,0

Zdroj: MF SR

Z teritoriálneho hľadiska predstavoval domáci štátny dlh (veriteľom je rezident) 59% z celkového dlhu a zahraničný dlh (veriteľom je nerezident) 41%. Z časového hľadiska tvoril dlhodobý dlh v roku 2007 takmer 100 % z celkového dlhu.

Štátny dlh z teritoriálneho a časového hľadiska					
	Stav v mil. EUR	Stav v mil. EUR	Stav v mil. EUR	% z HDP	% z celku
stav k:	31.12.2005	29.12.2006	31.12.2007	31.12.2007	31.12.2007
Štátny dlh v menovitej hodnote	16 261	16 098	17 302	28,2	100,0
domáci	9 727	9 053	10 265	16,7	59,3
zahraničný	6 534	7 046	7 038	11,5	40,7
krátkodobý	2 844	35	0	0,0	0,0
dlhodobý	13 417	16 064	17 302	28,2	100,0

Zdroj: MF SR

Celkový dlh verejnej správy, ktorý okrem štátneho dlhu zahŕňa aj dlh ostatných zložiek verejnej správy, bol ku koncu roka 2007 približne 18 mld. Eur, čo predstavovalo 29,4 % z HDP. Ukazovateľ dlhu verejnej správy je dôležitý z hľadiska hodnotenia plnenia maastrichtského kritéria. Podľa tohto kritéria dlh verejnej správy nesmie presiahnuť 60 % HDP. Verejný dlh na Slovensku je teda výrazne pod referenčnou hodnotou a toto kritérium je plnené s rezervou. Rozhodujúcou zložkou dlhu verejnej správy je štátny dlh, ktorého podiel je až 96 %. Dlhu ostatných zložiek verejnej správy predstavuje zvyšné 4 %.

Dlh verejnej správy – maastrichtský					
	Stav v mil.EUR	Stav v mil.EUR	Stav v mil.EUR	% z HDP	% z celku
stav k:	31.12.2005	29.12.2006	31.12.2007	31.12.2007	31.12.2007
Dlh verejnej správy - maastrichtský	16 847	16 770	18 053	29,4	100,0
Štátny dlh (vrátane vkladov dobrov. klientov ŠP)	16 261	16 127	17 335	28,2	96,0
Dlh ostatných zložiek verejnej správy	586	643	717	1,2	4,0

Zdroj: MF SR

2. Vyhodnotenie plnenia cieľov stanovených v stratégii

Z hľadiska súčasného stavu dlhového portfólia schválená stratégia riadenia štátneho dlhu pre roky 2007 až 2010 vychádza z potrieb zlepšovania a udržiavania súčasného stavu parametrov štátneho dlhu. Hlavné ciele stratégie sú:

1. Zmenšenie počtu emisií nových štátnych cenných papierov a štandardizovanie veľkosti jednotlivých emisií
2. Zlepšenie transparentnosti zámerov emitenta (MF SR) a jeho komunikácie s investormi a finančnými trhmi
3. Optimalizácia výdavkov štátneho rozpočtu na obsluhu štátneho dlhu
4. Dosiahnutie a udržanie stanovených limitov pre refinančné a úrokové riziko, ako aj udržanie dosiahnutej priemernej splatnosti portfólia štátnych cenných papierov a durácie portfólia štátnych cenných papierov ako sekundárnych veličín
5. Postupné zväčšovanie podielu štátneho dlhu v zahraničných menách v pomere k slovenským korunám
6. Prehodnotenie možnosti a v prípade vhodných podmienok na trhu uskutočnenie emisie štátnych dlhopisov pre obyvateľstvo.

2.1. Zmenšenie počtu emisií nových štátnych cenných papierov a štandardizovanie ich veľkosti

V roku 2007 ako aj začiatkom roku 2008 MF SR prostredníctvom ARDAL pokračovalo v emisnej politike v súlade so stratégiou a v roku 2007 boli otvorené dve nové emisie štátnych dlhopisov ŠD (3 ročný s nulovým kupónom a 10 ročný s fixným kupónom). V roku 2008 bola dosiaľ otvorená jedna nová emisia ŠD (3 ročný s nulovým kupónom). Pri všetkých emisiách bola zachovaná maximálna menovitá hodnota 1,33 mld. EUR (40 mld. Sk). Splatnosť nových štátnych dlhopisov bola určená na základe profilu splatnosti štátneho dlhu v jednotlivých rokoch. V roku 2007 ARDAL vstupovala na primárny trh so šiestimi otvorenými emisiami. Pre porovnanie v roku 2002 bolo na trh uvedených 25 emisií a v roku 2003 to bolo 21 emisií ŠD.

Okrem korunových emisií ARDAL v roku 2007 úspešne umiestnila na európskom trhu jednu emisiu Eurobondu s pevným úročením, v menovitej hodnote 1 mld. EUR a so splatnosťou 10 rokov.

2.2. Zlepšenie transparentnosti zámerov emitenta (MF SR)

Aj v roku 2007 ARDAL pokračovala v štandardnej komunikácii s finančnými trhmi a investormi doma aj v zahraničí. V závere roka 2007 bol vypracovaný a zverejnený záväzný harmonogram vydávania štátnych cenných papierov na rok 2008. Publikovanie záväzného harmonogramu na celý rok vopred a jeho záväznosť sú 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.

2.3. Optimalizácia výdavkov štátneho rozpočtu na obsluhu štátneho dlhu

Priemerná úroková sadzba novo emitovaných štátnych dlhopisov na domácom trhu oproti roku 2006 mierne vzrástla zo 4,064 % p. a. na 4,160 % p. a. Napriek tomu, že trhové úrokové sadzby dlhších splatností rástli a došlo v medziročnom porovnaní k nárastu v priemere o 0,8 percentuálneho bodu p. a., ARDAL-u sa podarilo udržať náklady štátnych dlhopisov na približne rovnakej úrovni.

V súlade so zámerom uvedeným v stratégii riadenia dlhu vydať každý rok jeden Eurobond Slovensko emitovalo v roku 2007 dlhopis na európskom trhu. Vydaný dlhopis mal splatnosť 10 rokov pri menovitej hodnote 1 mld. EUR a pevnej úrokovej sadzbe 4,375 % p. a..

K 31.12.2007 bola priemerná úroková sadzba portfólia nesplatených štátnych dlhopisov denominovaných v slovenských korunách 4,355 % p. a. (vážená hodnotou), štátnych dlhopisov denominovaných v EUR 4,804 % p. a. a celého portfólia 4,464 % p. a. (pokles z hodnoty 4,841 % p. a. z konca roka 2006).

V priebehu roku 2007 sa uskutočnilo predčasne splatenie 3 vládnych úverov od domácich bánk a v prípade jedného domáceho úveru boli upravené úverové podmienky. Uvedenými zmenami sa dosiahla úspora úrokov v súhrnnej hodnote 2 367 513,- EUR.

2.4. Vyhodnotenie ukazovateľov stanovených v stratégii

Pre udržiavanie refinančného a úrokového rizika na akceptovateľnej úrovni bol stratégiou zavedený systém monitorovania a vyhodnocovania týchto rizík, podobne ako v iných krajinách eurozóny. Bol zavedený limit kumulatívnej splatnosti¹ a precenenia dlhu² vrátane úrokov v jednom roku a limitu kumulatívnej splatnosti a precenenia dlhu vrátane úrokov do 5 rokov. Zavedené hraničné hodnoty a ich dodržiavanie pozitívne vplyvajú aj na vývoj priemernej splatnosti a durácie, ktoré sú sledované až ako sekundárne veličiny.

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

Refinančné riziko³

Kumulatívna splatnosť v jednom roku k 31.12.2007 bola 19,07 % (k 31.3.2008 už len 18,38%) z celkovej hodnoty dlhu (maximum podľa stratégie je 22,5 %) a kumulatívna splatnosť na najbližších 5 rokov 59,51 % z celkovej hodnoty dlhu (k 31.3.2008 59,29%), pričom limit je maximálne 60 %. Tento priaznivý vývoj (plnenie oboch kritérií) spôsobili nové emisie dlhopisov, a s tým súvisiace zmenšenie podielu finančných prostriedkov (so splatnosťou do 1 roka) použitých zo systému Štátnej pokladnice (ŠP) oproti začiatku roka 2007, čím sa zmenila štruktúra krytia dlhu. K 31.12.2007 MF SR prostredníctvom refinančného systému ŠP využívalo pre potreby krytia dlhu 2,1 mld. EUR.

Ukazovatele refinančného rizika:

Roky	Refinančné riziko k 31.12.2006			Refinančné riziko k 31.12.2007		
	Účtovný dlh	Dlh podľa Maastrichtu*	Limit	Účtovný dlh	Dlh podľa Maastrichtu*	Limit
1	23,32%	12,66%	22,50%	19,07%	9,32%	22,50%
5	60,79%	55,34%	60,00%	59,51%	54,63%	60,00%

* Dlh podľa Maastrichtu nezahŕňa záväzky MF SR voči Štátnej pokladnici.

Z hľadiska interpretácie týchto ukazovateľov je tiež dôležité podotknúť, že aj keď zdroje zo ŠP majú krátkodobý charakter, z pohľadu refinančného rizika nehrozí nedostatok likvidity, nakoľko tieto zdroje „neopustia“ systém v krátkom časovom horizonte a neočakávané. Využívanie týchto zdrojov naopak prináša úspory vo výdavkoch štátneho rozpočtu, nakoľko tieto zdroje nemusia byť požičiavané z medzibankového trhu. Úspora v štátnom rozpočte v roku 2007 predstavovala približne 0,133 mld. EUR.

Úrokové riziko⁴

Stanovený limit z precenenia štátneho dlhu v prvom roku na úrovni 25 % celkového dlhu bol aj v minulosti prekročený a dosahoval k 31.12.2007 hodnotu 33,87 % (k 31.3.2008 nastal pokles na 27,01%). Pri posudzovaní kumulatívnej hodnoty za 5 rokov bol stanovený limit na úrovni 65 % celkového dlhu dodržaný. Ku koncu roka 2007 dosahoval hodnotu 61,71 % z celkového dlhu (k 31.3.2008 zníženie na 57,30%).

Ukazovatele úrokového rizika:

Roky	Úrokové riziko k 31.12.2006			Úrokové riziko k 31.12.2007		
	Účtovný dlh	Dlh podľa Maastrichtu*	Limit	Účtovný dlh	Dlh podľa Maastrichtu*	Limit
1	45,95%	38,43%	25,00%	33,87%	25,90%	25,00%
5	63,56%	58,49%	65,00%	61,71%	57,10%	65,00%

* Dlh podľa Maastrichtu nezahŕňa záväzky MF SR voči Štátnej pokladnici.

¹ Kumulatívna splatnosť je súčet všetkých splatných záväzkov v stanovenom období (v prípade stratégie pre roky 2007 – 2010 je to súčet splatných záväzkov štátu za obdobie 1 roka a najbližších 5 rokov).

² Precenenie dlhu znamená mieru ohrozenia finančnej situácie štátu v dôsledku nepriaznivých pohybov úrokových sadzieb. Zmeny trhových úrokových sadzieb ovplyvňujú výšku úrokových nákladov a tým aj deficitu štátneho rozpočtu.

³ Refinančné riziko predstavuje neistotu, či štát získa dostatok zdrojov potrebných na splatenie svojich záväzkov (resp. ich nahradenie novými). Je to riziko, ktoré môže viesť k tomu, že štát nebude schopný splniť svoje záväzky k dátumu splatnosti.

⁴ Úrokové riziko predstavuje riziko straty, resp. zvýšenia nákladov vyplývajúce zo zmeny úrokových sadzieb v prípade úrokovovo citlivých transakcií.

Primárnym dôvodom prekročenia limitu v prvom roku bolo zrušenie termínovaných obchodov so zdrojmi určenými na dôchodkovú reformu, ktoré mali pôvodne splatnosť až do roku 2012. Na prekročenom limite sa taktiež podieľa využívanie voľných zdrojov z refinančného systému ŠP vo väčšej miere ako v minulých rokoch. MF SR si prostredníctvom tohto systému požičiavalo približne 2,59 mld. EUR, po očistení o preceňované EUR depozitá do jedného roka to bolo 2,1 mld. EUR. V porovnaní s inými európskymi krajinami MF SR prostredníctvom systému ŠP využíva voľné verejné zdroje v oveľa väčšom rozsahu, čo prináša väčšie šetrenie výdavkov štátneho rozpočtu, ale zároveň zhoršenie niektorých dôležitých podielových ukazovateľov štátneho dlhu.

Zlepšenie týchto ukazovateľov by bolo možné úpravami cez finančné deriváty (prevažne úrokové swapy), ktoré sú bežne využívané v iných dlhových agentúrach, zmenou pohyblivých úrokových sadzieb na fixné. Predpokladom realizácie týchto obchodov je dobudovanie potrebnej infraštruktúry, najmä zlepšenie podmienok platobného styku, účtovnej metodiky a podpísanie tzv. ISDA zmluvy. Daný stav je tiež možné vylepšiť aj prípadnou zahraničnou emisiou s fixným kupónom a splatnosťou 10 a viac rokov, nakoľko predaj takejto emisie na domácom trhu je pre nízky záujem zo strany investorov limitovaný.

Vývoj durácie⁵ a priemernej splatnosti

Tieto veličiny sú podľa Stratégie riadenia štátneho dlhu na roky 2007 až 2010 sledované až ako sekundárne. Uvedené ukazovatele sú na stabilnej úrovni viac rokov.

Vývoj durácie a priemernej splatnosti portfólia dlhopisov a úverov (uvádzaný v počte rokov):

Rok	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008*
Durácia	2,8	2,43	3,55	3,16	3,99	4,13	4,39
Priemerná splatnosť	3,29	3,82	4,65	4,55	5,13	5,07	5,29

* údaje k 31.03.2008

2.5. Optimalizácia podielu štátneho dlhu v domácej mene voči EUR

V súlade so zámerom uvedeným v stratégii riadenia dlhu vydať každý rok jeden Eurobond Slovensko emitovalo v roku 2007 dlhopis na európskom trhu. Vydaný dlhopis mal splatnosť 10 rokov pri menovitej hodnote 1 mld. EUR a pevnej úrokovej sadzbe 4,375 % p. a.. Dlhopisy boli mimoriadne úspešne predané, prvýkrát v histórii Slovenska bez prirážky voči trhovej úrokovej sadzbe. Výhodné podmienky pri emisii eurobondu sa podarilo dosiahnuť tiež vďaka pozitívnemu výhľadu smerovania ekonomiky SR a zlepšujúcemu sa ratingu krajiny. Realizovanie zahraničnej emisie s uvedenými parametrami sa do doby realizácie emisie SR nepodarilo žiadnej z krajín strednej a východnej Európy s výnimkou Slovinska (člen eurozóny). Cenová úroveň bola podobná akú dosahovalo v tom čase Grécko a Taliansko (krajiny eurozóny s lepším ratingom ako má SR). Prirážka napríklad Maďarska bola v tom čase na úrovni + 0,17 % p. a.. Slovensko si požičalo finančné zdroje len o 0,26 percentuálneho bodu p. a. drahšie ako si požičiavala nemecká vláda (predošlá desaťročná emisia bola drahšia o 0,33 p. b. p. a.).

Dopyt dosiahol viac ako 4 mld. EUR a bol pri euro - emisii SR najväčší. Po prvýkrát sa podarilo dlhopisy SR predáť aj do krajín, ktoré v minulosti kvôli najmä investičnému riziku tradične nekupovali slovenský štátny dlh. Napríklad investori z Francúzska kúpili 18%, z krajín Beneluxu 16 %, z Írska 6%, Fínska 5%. Emisiu aranžovali pre SR v spolupráci s Agentúrou pre riadenie dlhu a likvidity banky Morgan Stanley a Sociétés Générale.

Z pohľadu menovej štruktúry portfólia štátnych cenných papierov vydaných SR podiel dlhopisov vydaných v EUR predstavuje 25 % (takmer bez zmeny oproti minulému roku), čo je v súlade s prijatou stratégiou.

Štruktúra dlhopisov podľa meny	XII-2006	XII-2007	III-2008
EUR	19,81%	24,24%	25,16%
SKK	80,19%	75,76%	74,84%

⁵ Je miera citlivosti cien dlhopisov na zmenu úrokovej miery. Je to miera priemernej doby predchádzajúcej platbám do splatnosti jednotlivých dlhopisov. Jednotkou durácie je rok.

2.6. Prehodnotenie možnosti vydania emisie štátnych dlhopisov pre obyvateľstvo.

Agentúra pre riadenie dlhu a likvidity v spolupráci s Centrálnym depozitárom cenných papierov (ďalej CDCP) a Burzou cenných papierov Bratislava (ďalej BCPB) preveruje možnosti prípravy a realizácie bezpečnej distribúcie predmetných dlhopisov v rámci primárneho trhu a obchodovania s nimi na sekundárnom trhu. Úspešnosť takejto emisie je značne závislá od podmienok na finančnom trhu, najmä od úrokových sadzieb. Uskutočnenie úspešnej emisie pre obyvateľstvo si vyžaduje dôslednú prípravu, nakoľko ide o náročný projekt, najmä z pohľadu technickej realizácie a distribúcie dlhopisov investorovi - fyzickej osobe. Realizácii emisie dlhopisov pre obyvateľstvo musia predchádzať niektoré legislatívne úpravy týkajúce sa najmä harmonizácie spôsobu zdaňovania dlhopisov, hlavne s ohľadom na potrebu vytvorenia sekundárneho trhu. V prípade úspešnosti tejto emisie môže vzniknúť viacročný program vydávania dlhopisov pre obyvateľstvo, čím sa môže postupne vytvoriť alternatívny zdroj financovania potrieb štátu. V niektorých krajinách EÚ pokrýva tento zdroj až 20 % celkových finančných potrieb štátu súvisiacich so štátnym dlhom .

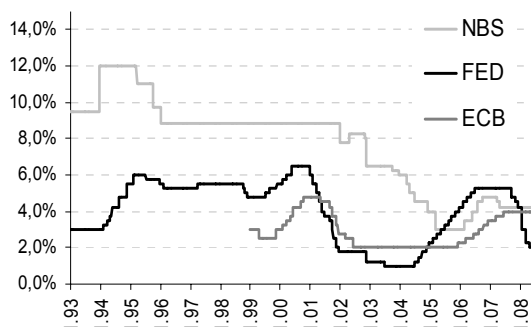
3. Vývoj na slovenskom dlhopisovom trhu na pozadí globálnej finančnej krízy

Finančné trhy v SR sú pod vplyvom prehlbujúcej integrácie a zrýchľujúcej ekonomickej konvergenencie a stávajú sa jednoznačnou súčasťou jednotného európskeho trhu vrátane trhu s finančnými aktívami. Z tohto hľadiska je 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.

3.1. Hypotekárna kríza

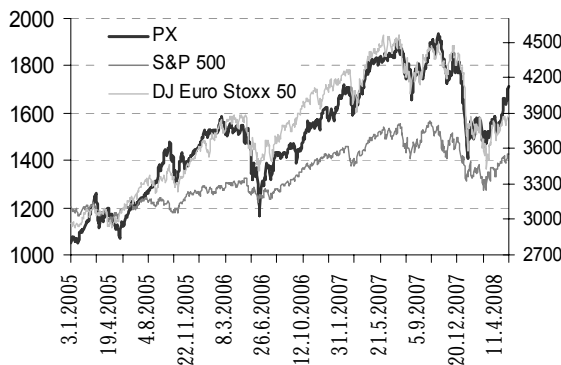
Najvýznamnejším faktorom vývoja finančných trhov v roku 2007, s následným vplyvom aj na Slovensko, bola globálna finančná kríza, tzv. hypotekárna kríza. Banky v USA v čase rekordne nízkych sadziieb FED-u (1% v roku 2004) poskytovali hypotekárne úvery aj menej bonitným klientom (tzv. subprime mortgages) a následne časť celkového portfólia úverov predávali investorom podľa princípov sekuritizácie⁶. Banky sa tak vo veľkej miere zbavovali rizík vyplývajúcich z nesplácania a tiež to oslabovalo ich obozretnosť pri poskytovaní úverov. Následné zvyšovanie sadziieb zo strany FEDu (až na úroveň 5,25% v rokoch 2006 a 2007) spôsobilo problémy so splácaním rizikových úverov. Banky sa v dôsledku veľkého množstva úverových defaultov dostávali do problémov s likviditou a výrazne sa zhoršilo ich finančné hospodárenie. V dôsledku sekuritizácie subprime úverov sa straty preniesli aj na investičné fondy. Postupne sa dostavil pokles cien nehnuteľností, ochabovanie ekonomickej aktivity a prenos krízy do ostatných sfér ekonomických činností a taktiež mimo hraníc USA. V dôsledku obáv z budúceho vývoja svetovej ekonomiky a v dôsledku nízkej likvidity na finančných trhoch došlo k výpredaju aktív, pričom najviac boli postihnuté akciové parkety. Rozhodovanie investorov v čase neistého budúceho vývoja smerovalo k alokácii zdrojov do bezpečných aktív, pričom sme boli svedkami tzv. „úteku ku kvalite.“ Slovenské aktíva sú v očiach investorov v čase neistoty považované za rizikové, čo sa spolu s nízkou likviditou na finančných trhoch prejavilo aj v nízkom záujme investorov o slovenské dlhopisy.

Vývoj základnej úrokovej sadzby NBS, FED, ECB



Zdroj: NBS, FED, ECB

Vývoj na akciových trhoch



Pozn. pravá os S&P 500

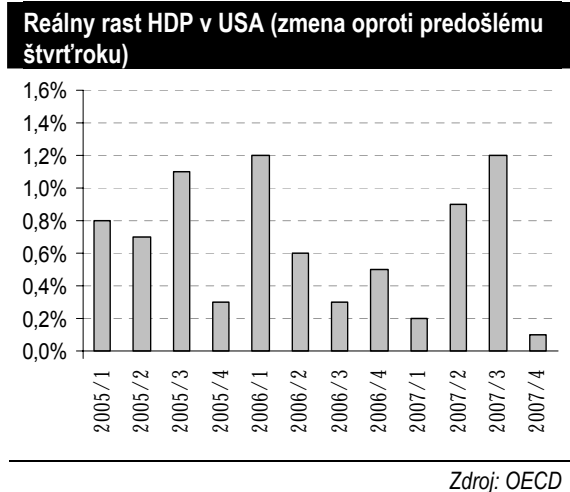
Zdroj: REUTERS

3.2. Ekonomický vývoj v USA a eurozóne

Ekonomický vývoj v USA bol jednoznačne pod vplyvom hypotekárnej krízy, keď sa spomaľoval ekonomický rast a objavila hrozba pádu do recesie. Rast reálneho HDP sa zmiernil z 2,9% (2006) na 2,2% (2007), pričom v poslednom kvartáli 2007 bol rast iba 0,1%. Naplno sa tak začali prejavovať problémy súvisiace s hypotekárnou krízou, pričom za poklesom stálo hlavne zníženie produkcie v stavebníctve. Problémom v USA začína byť aj rastúca inflácia, ktorá v marci 2008 dosiahla hodnotu 4,0%. Popri globálnych faktoroch (rast cien potravín a ropných produktov) stálo za nárastom aj prudké oslabovanie dolára, ktoré zvyšuje ceny importov. Kurz USD/EUR

⁶ Sekuritizácia je proces premeny nelikvidných finančných aktív na obchodovateľné nástroje kapitálového trhu a predstavuje združovanie jednotlivých štrukturovaných aktív (úverov, pohľadávok, CP) do balíka, ktorý je postúpený tretej osobe. Na balík, vytvorený z podkladových aktív, sú emitované CP kryté peňažnými príjmami z aktív portfólia.

sa pod vplyvom neistého vývoja v USA a poklesu úrokových sadzieb FEDu dostal začiatkom roka 2008 až k hranici 1,6 USD/EUR. Na hroziace riziko recesie reagovala americká centrálna banka FED bezprecedentnými zníženiami základnej úrokovej sadzby (tzv. federal funds target rate). Od septembra 2007 do apríla 2008 FED znížil sadzby 7 krát, dokopy až o 3,25 p.b. (z 5,25% na 2,00%).



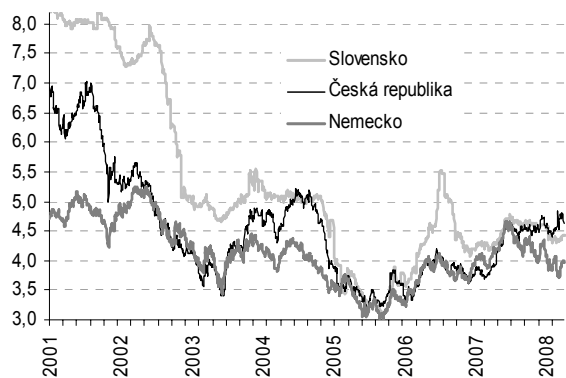
Rast reálneho HDP v eurozóne dosiahol 2,6% v roku 2007 s miernym spomalením z úrovne 2,7% v roku 2006. Pozitívny bol aj rast zamestnanosti, ktorý dosiahol 1,6% v roku 2007, čím sa ešte zvýšil rast 1,4% z roku 2006. Takisto poklesla aj miera nezamestnanosti, a to na úroveň 7,4% v roku 2007 z 8,2% v roku 2006. Zdá sa, že hypotekárna kríza a súvisiaci rast úverových defaultov sa eurozóny priamo netýka, problém však môže predstavovať angažovanosť európskych investorov na sekuritizovaných aktívach a oslabenie rastu eurozóny v dôsledku poklesu zahraničného dopytu (najmä z USA). Väčším problémom ako ekonomický rast sa v súčasnosti javí inflácia, ktorá v marci 2008 dosiahla medziročne 3,6%, čo je výrazne nad cieľom ECB, ktorý je „pod ale blízko 2%“. ECB tak nateraz nenasledovala FED pri znižovaní sadzieb a ponechala základnú sadzbu nezmenenú už od júna 2007 na úrovni 4,0%.

3.3. Vývoj na slovenskom dlhopisovom trhu

Vydávanie štátnych dlhopisov v celom druhom polroku 2007 a podobne aj v roku 2008 ovplyvnila globálna kríza na svetových finančných trhoch. Z dôvodu narastajúcej nervozity a nedôvery investorov sa už počas septembra roku 2007 na sekundárnom kapitálovom trhu takmer prestali obchodovať dlhopisy krajín strednej a východnej Európy (SVE). Napriek násobnému zväčšeniu obchodnej marže (kúpa – predaj) na paneurópskom burzovom trhu MTS bolo uskutočnených len niekoľko obchodov. V kótovaní dlhopisov krajín SVE došlo na všetkých trhoch k značnému útlmu až k dočasnému pozastaveniu.

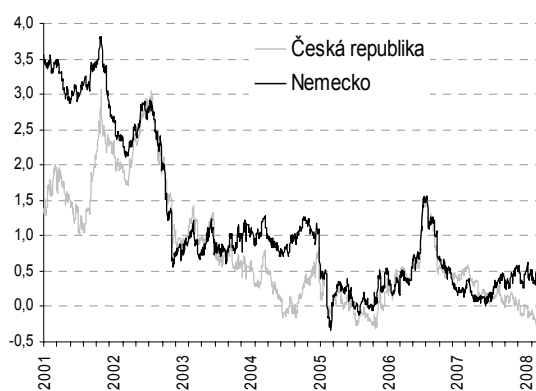
Uvedený vývoj, ktorý sa globálne prejavoval na všetkých trhoch, spolu s nedostatkom likvidity na peňažnom trhu viedol k nárastu rizikovej prirážky vo všetkých segmentoch finančného trhu. Nárast sa najviac prejavil na medzibankovom peňažnom trhu a len v menšej miere pri rizikovej prirážke vládnych cenných papieroch a dlhopisoch podnikovej sféry. Napriek tomu je potrebné konštatovať, že aj emitenti s rovnakým ratingom majú v súčasných podmienkach na trhoch rôznu rizikovú prirážku. Príkladom sú všetky krajiny EU, ktorých riziková prirážka voči nemeckým dlhopisom (bundom) narástla z hodnôt v rozsahu 0,01 % p. a. až 0,05 % p. a. na hodnoty 0,20 % p. a. až 0,70 % p. a.

Výnosnosť štátnych 10 ročných dlhopisov SK, DE, CZ



Zdroj: NBS, Reuters

Vývoj spreadov 10 ročných štátnych dlhopisov SR



Zdroj: MF SR, NBS, Reuters

Pozn. kladné hodnoty znamenajú vyššiu výnosnosť dlhopisov SR

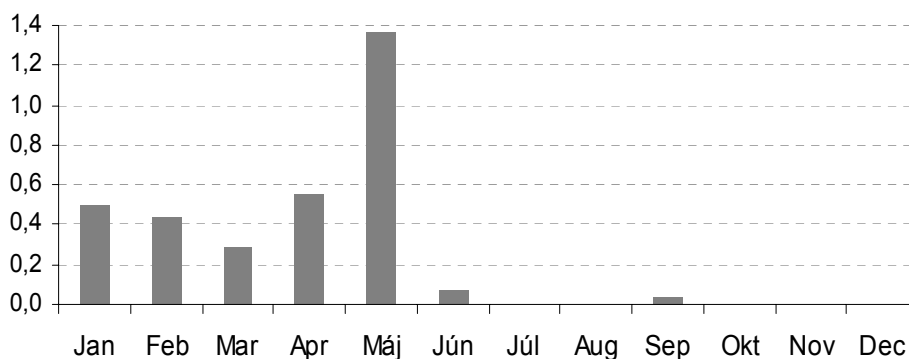
Nárast nedôvery investorov sa prejavil aj na primárnom trhu. Krajiny SVE zrušili alebo odložili emisie zahraničných dlhopisov. Emitované boli len dlhopisy krajín, ktoré súrne potrebovali finančné zdroje na pokrytie svojich aktuálnych potrieb (splátne záväzky). Taktiež proces prípravy a realizácie emisie bol v porovnaní s minulosťou prispôbostený zmeneným podmienkam. Nálada investorov sa v súčasnosti mení pomerne rýchlo (v závislosti od aktuálnych informácií), a preto je nevyhnutné pri realizácii emisie eurobondov veľmi pružne reagovať.

Podmienkam na peňažnom a kapitálovom trhu zmeneným v dôsledku krízy bola prispôbostená aj emisná politika. Priaznivé podmienky na vydávanie domácich štátnych dlhopisov ARDAL využila najmä v prvom polroku 2007. Naopak, v druhom polroku 2007 z dôvodu nepriaznivých úrokových sadzieb, požadovaných prirážok voči sekundárnemu trhu a v neposlednom rade aj nedostatočnému dopytu boli akceptované len minimálne množstvá v jednotlivých aukciách. Z týchto dôvodov neboli v roku 2007 emitované dlhopisy v množstve predpokladanom pri zostavovaní rozpočtu. V roku 2007 bolo plánované vydanie dlhopisov v účtovnej hodnote 3,59 mld. EUR a skutočne vydaných bolo 3,28 mld. EUR (obidva údaje vrátane emisie eurobondu).

Z dôvodu krízy pretrvávajúcej na finančných trhoch aj v prvom kvartáli roku 2008, nebol emitovaný slovenský Eurobond ako bolo pôvodne plánované. Taktiež, podobne ako v druhom polroku 2007, v dôsledku nízkeho záujmu investorov na domácom kapitálovom trhu domáce dlhopisy nie sú predávané v plánovanom množstve. Do polovice mája roku 2008 bolo plánované vydanie dlhopisov v účtovnej hodnote 2,25 mld. EUR a skutočne vydaných bolo 0,65 mld. EUR. (údaje vrátane plánovanej emisie eurobondu).

Slovensko v roku 2009 prijme euro za domácu menu, a preto v rámci konvergencie úrokové sadzby na Slovensku takmer kopírujú úrokové sadzby eurozóny.

Zdroje z vydaných dlhopisov v roku 2007 podľa mesiacov (mld. EUR)



Zdroj: ARDAL

4. Vplyv vstupu Slovenska do eurozóny v roku 2009 na riadenie dlhu a likvidity

EK vo svojej Konvergenčnej správe o SR, ktorú zverejnila 7.5.2008, konštatuje, že SR splnila všetky nutné podmienky pre prijatie eura na udržateľnej úrovni. Počnúc 1.1.2009 euro vystrieda slovenskú korunu a týmto sa SR stane úplným členom Hospodárskej a menovej únie.

Dopyt investorov pri aukciách slovenských štátnych dlhopisov vydávaných na domácom trhu zaznamenáva medziročne klesajúci trend. Pre porovnanie v roku 2004 dopyt dosahoval približne 7,3 mld. EUR, v roku 2006 už dopyt predstavoval hodnotu 3,3 mld. EUR. Výnimkou je rok 2007, kedy dopyt v aukciách slovenských štátnych dlhopisov bol 5,3 mld. EUR; bol však zaznamenaný v dôsledku účasti zahraničnej investičnej banky na aukciách. Na základe uvedeného vývoja sa ani v roku 2008 nepredpokladá väčší dopyt (do 2,7 mld. EUR).

Pri čoraz menšom záujme domácich investorov je potrebné prilákať investorov z celej Európy. To je možné po prijatí eura za domácu menu cez niekoľko aktívnych zahraničných bankových inštitúcií, ktoré budú primárnymi dealermi Slovenska, tak ako je to takmer vo všetkých krajinách EMU.

Vstup Slovenska do eurozóny prináša so sebou nielen potrebu redenominácie štátneho dlhu, ale aj prípravy na odlišné podmienky na kapitálovom trhu EMU oproti podmienkam na kapitálovom trhu Slovenska. Na splnenie nových úloh bude potrebné, aby sa ARDAL ako obchodník s cennými papiermi stal aktívnym na sekundárnom kapitálovom trhu v oblasti „last resort lending“ podobne ako to vykonávajú Agentúry pre riadenie dlhu krajín EMU. Rozšírenie aktivít bude potrebné aj na primárnom kapitálovom trhu, najmä v organizovaní spätného nákupu a výmeny dlhopisov. Uvedené činnosti môže ARDAL zabezpečiť len ako aktívny člen Centrálného depozitára cenných papierov (ďalej CDCP), Burzy cenných papierov v Bratislave (ďalej BCPB) a ďalších podobných inštitúcií prítomných na slovenskom kapitálovom trhu (Euroclear, MTS ...)

Vstup Slovenskej republiky do eurozóny prinesie významné zmeny vo fungovaní domáceho bankového sektora, ktoré ovplyvnia riadenie likvidity. Je pravdepodobné, že kompetencie v súvislosti s operáciami na finančných trhoch budú domáce banky postupne presúvať do materských bánk, čiže mimo územia Slovenska.

Domáce banky tak prestanú byť kľúčovým partnerom štátu pre operácie na peňažnom trhu a ťažisko sa presunie na zahraničné finančné inštitúcie. Rovnaká situácia nastane aj pri umiestňovaní štátnych cenných papierov. Štát bude musieť týmto zmeneným podmienkam prispôbiť svoju emisnú a obchodnú politiku.

Vstupom Slovenskej republiky do eurozóny sa budú štandardizovať podmienky pre riadenie dlhu a likvidity. Veľkosť trhu EMU bude eliminovať deformácie trhových podmienok, ktoré prevládali na slovenskom finančnom trhu. Vzhľadom k relatívne malému štátnemu dlhu, ktorý bude potrebné refinancovať na veľkom trhu EMÚ, bude mimoriadne dôležitá kvalitná komunikačná stratégia a prezentácia Slovenska zahraničným investorom.

Na druhej strane vstup do eurozóny otvorí možnosti obchodovať aj s dlhovými agentúrami v ostatných krajinách eurozóny, čím sa v značnej miere bude eliminovať kreditné riziko. Ďalšou závažnou zmenou bude potreba využívania hlavne úrokových derivátov na dohadovanie parametrov dlhu. Rovnako sa otvorí možnosť využívať typy derivátov, ktoré vzhľadom k podmienkam na slovenskom trhu doteraz štát nemohol využívať.

Zavedenie eura v Slovenskej republike prinesie ďalšiu zmenu týkajúcu sa vydávania štátnych pokladničných poukážok (ďalej ŠPP). V súčasnosti štát emituje ŠPP do vlastného portfólia a využíva ich iba na krátkodobé obchody typu predaj a spätný nákup, ktoré slúžia na krátkodobé preklenutie nedostatku likvidity. Takto emitované ŠPP by však po 1. januári 2009 nespĺňali kritériá akceptovateľných aktív v operáciách menovej politiky ECB.

Otázka akceptovateľnosti ŠPP pre ECB je dôležitá vzhľadom k tomu, že na rozdiel od dnešnej situácie, keď NBS sterilizuje slovenský bankový sektor, bankový sektor HMÚ je v opačnej pozícii a ECB refinancuje komerčné banky. Ako kolaterál (zábezpeka) sa využívajú aj obchodovateľné aktíva, medzi nimi aj štátne cenné papiere, ktoré spĺňajú kritériá ECB.

Preto je potrebné zmeniť emisnú politiku pri ŠPP tak, aby spĺňali kritériá akceptovateľnosti pre ECB. V opačnom prípade bude štát zbavený možnosti používať ŠPP ako jeden zo štandardných dlhových nástrojov. ŠPP nebudú vydávané do vlastného portfólia, ale štandardne predávané aukčným spôsobom bankám. ŠPP budú registrované v CDCP a budú obchodované na regulovanom trhu schválenom ECB, t.j. na BCPB.

5. Odporúčania pre stratégiu riadenia štátneho dlhu v rokoch 2008 až 2010

Zo skúseností riadenia štátneho dlhu v roku 2007 vyplýva, že zámery, ciele a parametre v Stratégii riadenia štátneho dlhu 2007 až 2010 boli nastavené správne a pre obdobie rokov 2008 až 2010 nie je potrebné v spôsobe riadenia štátneho dlhu nič podstatné meniť. Prioritou nasledujúceho obdobia bude príprava a samotná realizácia konverzie štátneho dlhu do meny euro a internacionalizácia krytia štátneho dlhu SR. Trvalou prioritou však zostane bezproblémové refinancovanie štátneho dlhu a zabezpečenie primeranej likvidity štátu. Dôraz bude kladený, tak ako v predchádzajúcich rokoch, na minimalizáciu, resp. optimalizáciu výdavkov dlhovej služby štátu pri zachovaní akceptovateľnej miery rizika.

Riadenie štátneho dlhu sa v rokoch 2008 až 2010 zameria okrem hlavných priorít schválených v „Stratégii riadenia štátneho dlhu 2007 až 2010“ na nasledujúce strategické úlohy:

Redenomináciu štátneho dlhu Slovenska z Sk na euro a v čo najväčšej miere zabezpečenie harmonizácie procesov a inštrumentov so štandardami kapitálového trhu EMÚ.

Dolaďovanie parametrov štátneho dlhu prostredníctvom trhových nástrojov vrátane finančných derivátov.

Vytvorenie systému primárnych dealerov Slovenskej republiky s povinnosťami a právami podľa štandardov krajín HMÚ.

V maximálne možnej miere efektívne využívanie finančných zdrojov verejného sektora sústredených v Štátnej pokladnici na dočasné krytie finančných potrieb štátu.

Vydávanie najmenej jednej benchmarkovej zahraničnej emisie so splatnosťou minimálne 5 rokov s celkovou nominálnou hodnotou najmenej 1 mld. EUR.

Vybudovanie systému na predaj štátnych dlhopisov pre obyvateľstvo na primárnom trhu; uskutočnenie v prípade vhodných trhových podmienok najmenej jednej emisie dlhopisov pre obyvateľstvo.

Analyzovanie možností alternatívneho financovania štátneho dlhu mimo eurozóny a v prípade vhodnosti podmienok vydanie zahraničnej emisie mimo eurozóny.

Napĺňanie aktualizovanej stratégie spolu s plnením ostatných strategických úloh umožní plynulý a bezproblémový prechod na spoločnú menu euro v oblasti riadenia štátneho dlhu v roku 2009 a vytvorí podmienky pre ďalšiu postupnú internacionalizáciu krytia štátneho dlhu v podmienkach HMÚ v ďalších rokoch. Splnenie ukazovateľov štátneho dlhu a dodržanie stratégie podporí potrebnú rozpočtovú stabilitu v oblasti výdavkov štátneho dlhu a v prípade výrazného rastu trhových úrokových sadzieb zabezpečí ich oneskorené a postupné premietnutie do výdavkov štátneho rozpočtu.