

## **Príloha č. 6**

### **Stratégia riadenia štátneho dlhu na roky 2011 až 2014 (aktualizácia 2012)**

## Obsah

<b>Úvod</b> .....	<b>3</b>
<b>1. Riadenie a vývoj štátneho dlhu v rokoch 2011 a 2012</b> .....	<b>4</b>
1.1. Plnenie Stratégie riadenia štátneho dlhu na roky 2011 až 2014 .....	<b>4</b>
1.2. Štruktúra a vývoj štátneho dlhu v SR .....	<b>7</b>
<b>2. Makroekonomické východiská a fiškálny výhľad</b> .....	<b>8</b>
2.1. Vývoj na finančných trhoch a makroekonomické východiská.....	<b>8</b>
2.2. Fiškálny výhľad .....	<b>11</b>
<b>3. Strategické ciele riadenia štátneho dlhu na roky 2011 až 2014</b> .....	<b>12</b>

## Úvod

Aktualizácia Stratégie riadenia štátneho dlhu na roky 2011 až 2014 bola pripravená v prostredí turbulentného vývoja na finančných trhoch a v reálnej ekonomike v Európe a vo svete. Kríza sa prostredníctvom problémov verejných financií vracia do reálnej ekonomiky, znižujú sa odhady ekonomického rastu takmer všetkých krajín eurozóny, čo má opäť vplyv na verejné financie a tiež na riadenie dlhu. Situácia na finančných trhoch je mimoriadne napätá najmä v otázkach financovania dlhov problémových krajín eurozóny. Aj napriek vážnej situácii vo viacerých krajinách eurozóny je pozícia Slovenska, čo sa týka reálnej ekonomiky a finančných trhov, stabilná. Slovensko sa pravdepodobne relatívne bezpečne vyhne recesii hospodárstva a pokles výnosov štátnych dlhopisov v posledných mesiacoch naznačuje, že investori Slovensko zaraďujú skôr k jadrovým, bezpečným krajinám eurozóny, než k okrajovým krajinám.

**Prax z riadenia dlhu v rokoch 2011 a 2012 potvrdzuje, že riadenie dlhu je zabezpečované za štandardných podmienok, bez nutnosti použitia menej tradičných foriem refinancovania a bez potreby zmeny orientácie tejto stratégie.** Slovensko má väčšinu dlhu v mene euro, bankový sektor je stabilný, má viac vkladov ako úverov a súkromné zadlženie občanov a firiem je menšie ako by zodpovedalo danej ekonomickej vyspelosti v porovnaní s ostatnými krajinami EÚ.

Slovensku sa aj v zložitom období dlhovej krízy v eurozóne podarilo financovať splatné záväzky aj deficit bezproblémovo (v závere roka 2011 náhle poklesol dopyt v aukciách ŠCP, pričom krátkodobo mali s financovaním problémy aj jadrové krajiny eurozóny). Nákladovo bolo financovanie v roku 2011 priemerne len o pár desiatín percenta drahšie ako v roku 2010 a vďaka vhodne zvolenej emisnej politike sa podarilo udržať všetky sledované parametre portfólia na želanej úrovni. Rozpočet štátneho dlhu bol dodržaný, pričom bola dosiahnutá úspora na aktuálnej aj hotovostnej báze.

**Vývoj ekonomiky Slovenska, finančných trhov a riadenia štátneho dlhu potvrdzuje, že ciele stanovené v Stratégii riadenia štátneho dlhu na roky 2011 až 2014 boli vhodné zvolené pre podmienky ekonomiky a systému riadenia dlhu v SR. Predkladaná aktualizácia stratégie štátneho dlhu v roku 2012 tieto ciele iba mierne dopĺňa v zmysle udržiavania väčšej hotovostnej rezervy a snahy posunu štruktúry portfólia a sledovaných parametrov viac do oblasti s menším refinančným a úrokovým rizikom, aj keď s potenciálne väčšími nákladmi.**

Plnenie Stratégie riadenia štátneho dlhu bude v najbližších rokoch v maximálne možnej miere podporovať splnenie cieľov a zámerov zákona o rozpočtovej zodpovednosti.

# 1. Riadenie a vývoj štátneho dlhu v rokoch 2011 a 2012

## 1.1. Plnenie Stratégie riadenia štátneho dlhu na roky 2011 až 2014

Hlavným cieľom riadenia štátneho dlhu je zabezpečiť refinancovanie na kapitálovom trhu tak, aby bolo zabezpečené plynulé a bezproblémové plnenie finančných záväzkov štátu. Napriek pomerne zložitým podmienkam na kapitálovom trhu (domácom aj európskom) v druhej polovici roka 2011 a najmä ku koncu roka 2011 sa využitím vhodných momentov na kapitálovom trhu podarilo nielen dosiahnuť bezproblémové refinancovanie s priaznivými úrokovými sadzbami, ale aj udržiavanie parametrov dlhového portfólia blízko žiadaných úrovní. Obťažnosť refinancovania na konci roka 2011 (aj Nemecko vtedy zaznamenalo nedostatočný dopyt v aukciách) ukázalo potrebu zväčšenia hotovostnej rezervy, s čím súvisí potreba väčšieho časového rozloženia splatností dlhového portfólia a potreba rozšírenia investorskej základne.

Plnenie čiastkových cieľov:

### 1. Štandardizovanie vlastností nových emisií cenných papierov

Od začiatku roka 2011 sú vydávané benchmarkové emisie štátnych dlhopisov v štandardnej veľkosti 3 mld. eur, ostatné emisie štátnych dlhopisov a ŠPP sú vydávané v štandardnej veľkosti emisie 1,5 mld. eur (v menovitej hodnote). Výnimku tvoria dve špeciálne emisie štátnych dlhopisov spolu v hodnote takmer 500 mil. eur (asi 1,6 % štátneho dlhu SR) so splatnosťou 17 a 20 rokov, ktoré boli vydané v lete 2012 na základe špeciálneho dopytu investorov. Situácia na kapitálových trhoch v roku 2011 a na začiatku roka 2012 nedovoľovala vydať slovenské štátne dlhopisy so splatnosťou 10 a viac rokov. Situácia sa zlepšila až v druhom štvrtroku 2012, kedy bolo možné nielen dopredávať už otvorené emisie so zostatkovou splatnosťou nad 10 rokov, ale pre niektorých investorov aj vydať nové emisie so splatnosťou presahujúcou 15 rokov. V čoraz väčšej miere je vlastníkom splatných dlhopisov ponúkaná možnosť spätného odkúpenia pred splatnosťou formou aukcie alebo v prípade malého záujmu priamym obchodom.

### 2. Optimalizovanie štruktúry neobchodovateľného dlhu

Okrem úveru NDPII od EIB, ktorého finančné podmienky sú lepšie ako mohla dosiahnuť v čase prijatia Slovenská republika na kapitálovom trhu a úveru od Rozvojovej banky Rady Európy, nie je v súčasnosti pripravené čerpanie žiadneho ďalšieho úveru.

### 3. Dodržiavanie parametrov refinančného, úrokového a cudzo-menového rizika štátneho dlhu

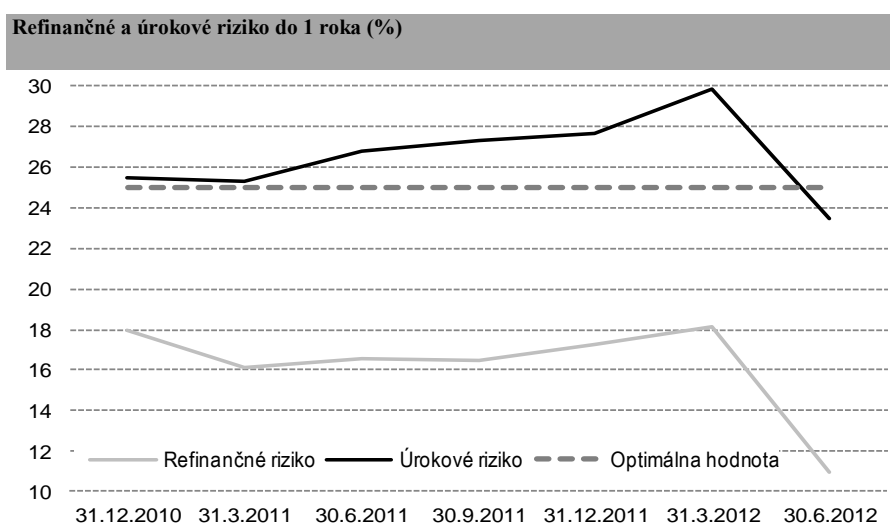
Napriek neštandardným podmienkam na kapitálovom trhu počas celého roka 2011 aj 2012 sa monitorované hodnoty rizika splatnosti a rizika úrokových sadzieb do jedného roka aj do päť rokov podarilo udržiavať na hodnotách blízkych stanovenej optimálnej úrovni (25 % pre jeden rok a 65 % pre päť rokov). Pre splatnosti do jedného roka je viditeľná zmena trendu v druhom štvrtroku 2012 oproti predchádzajúcemu obdobiu. Dôvodom je zväčšenie disponibilnej hotovostnej rezervy oproti jej obvyklej hodnote, čo síce prináša na jednej strane väčšie náklady, ale na druhej strane znamená menšie riziko pri refinancovaní na dlhšie

obdobie, a to je v súčasnom období dlhovej krízy dôležitý faktor stability financovania. Rovnako údaje pre päťročné obdobie sú pod stanovenou úrovňou, čo opäť znamená väčšie náklady a menšie riziko. Tento trend je všeobecne odporúčaný v súčasnom období prehlbujúcej sa dlhovej krízy na kapitálovom trhu.

Ukazovatele refinančného rizika a rizika z precenenia				
Dátum	Refinancovanie	Zmena úroku	Refinancovanie	Zmena úroku
	v 1 roku [%] optimum 25 %	v 1 roku [%] optimum 25 %	v 5 rokoch [%] optimum 65 %	v 5 rokoch [%] optimum 65 %
30.06.2012	10,94 %	23,49 %	62,42 %	62,46 %
31.03.2012	18,11 %	29,89 %	61,11 %	61,15 %
31.12.2011	17,29 %	27,72 %	59,60 %	59,64 %
30.09.2011	16,47 %	27,31 %	59,54 %	59,59 %
30.06.2011	16,52 %	26,78 %	59,30 %	59,34 %
31.03.2011	16,09 %	25,27 %	61,44 %	61,49 %
31.12.2010	17,96 %	25,45 %	58,22 %	58,28 %

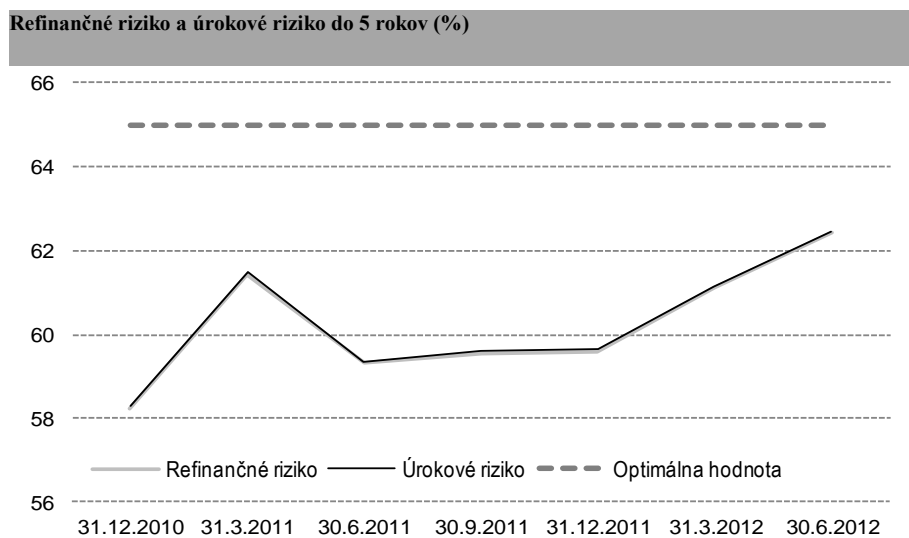
Napriek udržiavaniu parametrov portfólia na nákladnejšej strane ukazovateľov sa podarilo vďaka pomerne dobrému vnímaniu Slovenska investormi a všeobecne menšími úrokovými sadzbami dosiahnuť výhodné financovanie štátneho dlhu tak, že bolo v roku 2011 len mierne drahšie (priemerne o 0,3 % p. a.) ako v roku 2010.

Vývoj parametrov portfólia - refinančného rizika a rizika z precenenia do jedného roka



Zdroj: ARDAL

Vývoj parametrov portfólia - refinančného rizika a rizika z precenenia do piatich rokov



Zdroj: ARDAL

Cudzo-menové riziko je menšie ako 2 %, čo je menej ako stratégiou stanovená hranica 5 %.

#### 4. Diverzifikácia investorskej základne

ARDAL od začiatku roku 2011 zintenzívnila komunikáciu so zahraničnými investormi najmä formou non-deal road show a pokračovala v tom aj v roku 2012, keď sa uskutočnilo viacero stretnutí s potenciálnymi investormi, ktoré boli spojené s konkrétnymi emisiami. V prvom polroku 2012 boli realizované emisie denominované v CZK, CHF a v USD. Predaj slovenských dlhopisov mimo eurozóny priniesol významnú diverzifikáciu investorskej bázy. V roku 2012 boli doteraz predané dlhopisy v hodnote približne 2 mld. eur investorom, ktorí doteraz nemali žiadnu alebo mali len minimálnu expozíciu voči slovenskému kreditnému riziku. Diverzifikácia investorskej základne prináša väčšiu stabilitu financovania štátneho dlhu SR najmä v obdobiach náhlych zmien trhových podmienok na kapitálovom a bankovom trhu.

#### 5. Skvalitnenie infraštruktúry riadenia štátneho dlhu (primárni dealeri, ISDA zmluvy, brokeri, zlepšiť podmienky vysporiadania CP)

Z dôvodu pretrvávajúcich nepriaznivých podmienok na kapitálovom trhu bola posunutá realizácia zavedenia systému primárnych dealerov do roku 2013. Pokračuje úsilie o priblíženie sa medzinárodným štandardom vysporiadania obchodov s cennými papiermi, limitujúcim a pretrvávajúcim obmedzením tohto procesu je fungovanie Centrálného depozitára cenných papierov v Bratislave. V roku 2012 začal proces uzatvárania ISDA zmlúv (Master Agreement) s niektorými bankovými protistranami. ISDA zmluvy vytvárajú zmluvný rámec vysporiadania derivátových obchodov, ktoré súvisia najmä s obmedzením kurzového rizika vydaných dlhopisov. Agentúra pre riadenie dlhu a likvidity v súčasnosti spolupracuje

s niekoľkými brokerskými spoločnosťami. Využívanie služieb sprostredkovateľov prináša väčšiu efektívnosť pri získavaní a spravovaní finančných prostriedkov.

## 1.2. Štruktúra a vývoj štátneho dlhu v SR

Štátny dlh v roku 2011 dosiahol 28,8 mld. eur, čo bolo o viac ako 3 mld. eur viac ako ku koncu roka 2010. K hlavnému faktoru nárastu dlhu, ktorým je hospodárska kríza, sa pridali aj záväzky Slovenska z členstva v EFSF. Podiel štátneho dlhu na HDP dosiahol k 31. decembru 2011 hodnotu 41,7 %. Takmer celý štátny dlh je krytý emitovanými cennými papiermi, ktorých podiel na celkovom dlhu je 93,9 %, pričom podiel úverov predstavuje 4,8 %. Vďaka čerpaniu jednotlivých tranží úveru od EIB však podiel úverov mierne rastie. Takisto sa zvýšil podiel položky „ostatné“ na takmer 1 %, kde je zahrnutý záväzok voči EFSF.

Štruktúra štátneho dlhu v menovitej hodnote					
	Stav v mil. €	Stav v mil. €	Stav v mil. €	% z HDP	% z celku
	k 31.12.2009	k 31.12.2010	k 31.12.2011	k 31.12.2011	k 31.12.2011
Vklady	83	71	101	0.1	0.4
Cenné papiere	20 366	24 914	27 030	39.1	93.9
Úvery	913	840	1 369	2.0	4.8
Ostatné	0	0	272	0.4	0.9
<b>Štátny dlh v menovitej hodnote</b>	<b>21 362</b>	<b>25 825</b>	<b>28 772</b>	<b>41.7</b>	<b>100.0</b>

*zdroj: MF SR*

Z menového hľadiska sa štruktúra dlhu do roku 2011 nezmenila. Od prijatia eura je podiel dlhu denominovaného v domácej mene až 99,7 % z celkového dlhu. Podiel ostatných mien bol zanedbateľný a kumulatívne nepresiahol 0,3 % z celkového dlhu. V priebehu roka 2012 však prišlo k viacerým emisiám v cudzej mene, ktoré sa premietnu do nárastu podielu ostatných mien v štruktúre dlhu ku koncu roka 2012. Takmer všetky takéto emisie sú však zabezpečené voči kurzovému riziku.

Štátny dlh podľa meny					
	Stav v mil. €	Stav v mil. €	Stav v mil. €	% z HDP	% z celku
	k 31.12.2009	k 31.12.2010	k 31.12.2011	k 31.12.2011	k 31.12.2011
EUR	21 287	25 743	28 691	41.5	99.7
USD	0	0	0	0.0	0.0
JPY	70	77	76	0.1	0.3
CZK	0	0	0	0.0	0.0
CHF	5	5	5	0.0	0.0
<b>Štátny dlh v menovitej hodnote</b>	<b>21 362</b>	<b>25 825</b>	<b>28 772</b>	<b>41.7</b>	<b>100.0</b>

*zdroj: MF SR*

Z teritoriálneho hľadiska predstavoval domáci štátny dlh (veriteľom je rezident) k 31. decembru 2011 úroveň 58,6 % z celkového dlhu a zahraničný dlh (veriteľom je nerezydent) 41,4 %. Štátny dlh bol krytý prevažne domácimi subjektmi, hlavne komerčnými bankami a podielovými fondmi. V súlade so Stratégiou sa však každoročne podiel zahraničného dlhu zvyšuje vďaka rozširovaniu investorskej základne, čím sa znižuje miera závislosti na domácich zdrojoch.

Domáci a zahraničný štátny dlh					
	Stav v mil. €	Stav v mil. €	Stav v mil. €	% z HDP	% z celku
	k 31.12.2009	k 31.12.2010	k 31.12.2011	k 31.12.2011	k 31.12.2011
domáci	13 594	15 930	16 863	24.4	58.6
zahraničný	7 768	9 895	11 909	17.2	41.4
<b>Štátny dlh v menovitej hodnote</b>	<b>21 362</b>	<b>25 825</b>	<b>28 772</b>	<b>41.7</b>	<b>100.0</b>

*zdroj: MF SR*

## 2. Makroekonomické východiská a fiškálny výhľad

Aktuálna Stratégia riadenia dlhu svojim časovým horizontom pokrýva najturbulentnejšie obdobie vývoja eurozóny a obdobie s vysokou volatilitou a neistotou na finančných trhoch ako aj v reálnej ekonomike. Kríza sa prostredníctvom problémov verejných financií vracia do reálnej ekonomiky, znižujú sa odhady ekonomického rastu takmer všetkých krajín eurozóny, čo má opäť vplyv na verejné financie a tiež riadenie dlhu. Situácia na finančných trhoch je mimoriadne napätá najmä v otázkach financovania dlhov problémových krajín eurozóny.

Aj napriek vážnej situácii vo viacerých krajinách eurozóny je pozícia Slovenska, čo sa týka reálnej ekonomiky ako aj finančných trhov stabilná. Slovensko sa pravdepodobne relatívne bezpečne vyhne recesii hospodárstva a pokles výnosov štátnych dlhopisov v posledných mesiacoch naznačuje, že investori Slovensko zaraďujú skôr ku jadrovým krajinám eurozóny. **Makroekonomický a fiškálny vývoj a vývoj na finančných trhoch na Slovensku vytvárajú predpoklady pre štandardné riadenie štátneho dlhu a nevyžadujú zmenu v systéme a postupoch jeho riadenia.**

### 2.1. Vývoj na finančných trhoch a makroekonomické východiská

Aktuálny makroekonomický vývoj je naďalej negatívne ovplyvňovaný vývojom na finančných trhoch. Dlhová kríza periférnych krajín eurozóny (najmä Grécko, Írsko, Portugalsko) sa po dočasnom ukludnení začiatkom roka 2012 zintenzívňuje a preniesla sa oficiálne už aj na Španielsko a Cyprus. O pomoc mimo finančných trhov musí požiadať okrem troch spomenutých krajín aj Cyprus, kvôli neschopnosti vlády splácať svoje záväzky a Španielsko, ktoré sa obrátilo so žiadosťou o pomoc pre svoj bankový sektor. Nepriaznivá situácia sa prejavuje v raste výnosov dlhopisov rizikových krajín a ich dlhodobom zotrvaní na vysokých úrovniach. Výnosy Španielska sa krátkodobo dostali až ku hranici 7,5 % p. a. (10 ročné dlhopisy), talianske dlhopisy obchodovali blízko 6 % p. a. V posledných týždňoch



situáciu na dlhopisovom trhu v eurozóne výrazne ukludnili slovné intervencie ECB a prísľub opätovného spustenia programu nákupu dlhopisov na sekundárnom trhu. Zhoršenie tejto situácie by mohlo zintenzívniť jej prelievanie do reálnej ekonomiky a situácia na finančných trhoch preto predstavuje výrazné negatívum makroekonomického vývoja.

Menová politika väčšiny hlavných centrálnych bánk bola v roku 2011 a 2012 naďalej silno expanzívna s krátkodobou výnimkou na strane ECB. Kľúčová centrálna banka, americký FED po niekoľkonásobnom znižovaní držal svoje úrokové sadzby na rekordne nízkych úrovniach počas celého roku 2011. Kľúčová úroková sadzba FED-u sa tak nezmenila od decembra 2008 a zotrvala na úrovni 0,25 %. Po dvoch kolách kvantitatívneho uvoľňovania realizovaného najmä nákupom dlhopisov na sekundárnom trhu, začal FED v priebehu roka 2011 s operáciou „twist“, ktorej cieľom bolo zamedziť nárastu dlhodobých úrokov napriek nárastu deficitu, čiastočne oslabiť dolár a mierne zvýšiť infláciu. V septembri ohlásil FED oficiálne tretie kolo kvantitatívneho uvoľňovania, v ktorom nestanovil časový horizont jeho trvania

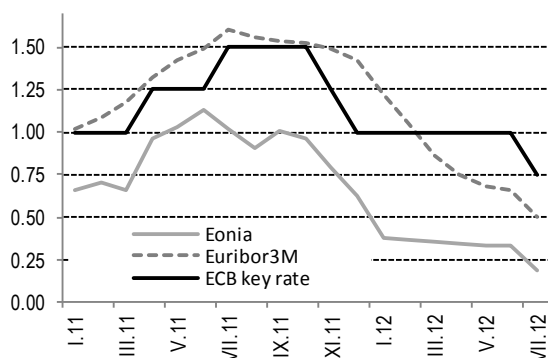
Na rozdiel od FEDu, ECB v priebehu roka 2011 svoju základnú refinančnú sadzbu zvýšila dokopy o 0,5 p. b. pod tlakom obáv z inflácie. Základná úroková sadzba tak stúpila na 1,5 %. V druhej polovici roka, po výmene na pozícii guvernéra, pristúpila ECB k opätovným zníženiam sadzby, ktorú navrátila na 1 %. V júni pristúpila ECB k ďalšiemu zníženiu základnej sadzby o 0,25 p. b., čím ju poslala na historické minimum 0,75 %. Okrem zníženia základnej sadzby a štandardných menových operácií realizovala ECB aj nákup dlhopisov problémových krajín na sekundárnom trhu a vykonala na prelome rokov 2011 a 2012 dva 3 ročné tendre na dodanie likvidity bankovému sektoru v celkovej výške presahujúcej 1 000 mld. eur (tzv. LTRO). Veľké množstvo prostriedkov získaných z LTRO sa použilo na nákup dlhopisov na primárnom trhu, čo krátkodobo zmierňovalo napätie na dlhopisovom trhu. Okrem toho predstavitelia ECB viackrát slovné intervenovali s cieľom podporiť euro, eurozónu a problémové krajiny a v auguste 2012 ohlásila ECB znovuspustenie programu odkúpenia dlhopisov na sekundárnom trhu.

Medzibankové sadzby kopírovali v prevažnej miere vývoj základných sadzieb centrálnych bánk. Po dvoch zvýšeníach základnej sadzby v roku 2011 rástli aj medzibankové sadzby, pričom mesačný euribor vzrástol až na 1,6 %, a EONIA sa dostala tesne nad 1 %. Po obrate v trende posunu základnej sadzby zo strany ECB sa zmenil aj vývoj medzibankových sadzieb na ňu naviazaných. 3 mesačný euribor sa dostal na historické minimum okolo hranice 0,5 % a ekvivalentne EONIA až ku 0,2 %.

Bezprecedentný vývoj bol zaznamenaný aj na trhu dlhopisov, kde na jednej strane rástli výnosy dlhopisov okrajových krajín na maximá od vstupu do eurozóny a na druhej strane výnosy jadrových krajín sa dostali na bezprecedentné historické maximá. Vo viacerých prípadoch sa dlhopisy kratších splatností predávajú na sekundárnom trhu so zápornými výnosmi, pričom v niektorých prípadoch sa negatívne výnosy dosiahli aj v emisiách na primárnom trhu. Táto situácia je typická najmä pre Nemecko, ale negatívny výnos sa podarilo dosiahnuť v primárnej aukcii aj napr. Francúzsku. Táto situácia znamená, že je na trhu výrazný prebytok likvidity na jednej strane a málo investícií, ktoré sú považované za relatívne

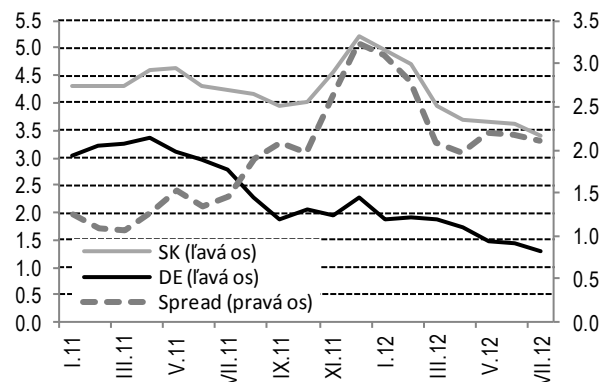
bezpečné. Z tejto situácie profitovalo aj Slovensko, kde sa v prvej polovici roka 2012 podarilo emitovať dlhopisy vo väčšom objeme a pri nižších výnosoch oproti predpokladom. Výnos 10 ročného slovenského dlhopisu sa dostal už pod 3 % a výnos obdobného dlhopisu Nemecko je na rekordných minimách pri úrovni 1,5 %.

Vývoj krátkodobých sadziieb (%)



Zdroj: Bloomberg

Vývoj dlhodobých sadziieb (10 ročné dlhopisy, %)



Zdroj: Bloomberg

Rok 2011 znamenal pre slovenskú ekonomiku pokračovanie oživenia po kríze z predchádzajúceho roku, v roku 2012 sa však rast spomalil najmä pre fiškálnu konsolidáciu. Rastu HDP Slovenska pomohol zahraničný dopyt a investície, domáca spotreba však stagnovala a verejná spotreba ťahala rast HDP nadol v súlade s úspornými opatreniami. Takáto štruktúra rastu, ťahaná najmä zahraničným dopytom a investíciami, bola pre plnenie daňových príjmov nepriaznivá, čo kladie väčšie nároky na riadenie štátneho dlhu. Tak ako aj v predchádzajúcom roku bolo ekonomické oživenie spojené s pomerne slabým vývojom na trhu práce. Vytváranie pracovných miest v súkromnom sektore, ktorý utrpel najviac počas krízy, bolo tlmené prepúšťaním vo verejnej správe a štátnych podnikoch v rámci úsporných opatrení. Podobný vývoj možno pozorovať aj v roku 2012. Rýchly rast HDP v prvom polroku bol opäť ťahaný zahraničným dopytom, za ktorý je zodpovedné najmä spustenie novej výroby v automobilkách. Rovnako ako v roku 2011 však hospodársky rast prináša len mierny rast zamestnanosti. V nasledujúcich rokoch očakávame postupné zrýchľovanie rastu ekonomiky až k úrovniam pod 4 %.

Prognóza MF SR - hlavné indikátory ekonomiky (september 2012)						
Ukazovateľ (v %)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
HDP, reálny rast	4,2	3,3	2,5	2,1	3,5	3,6
Zamestnanosť (VZPS), rast	-2,0	1,5	0,5	0,1	1,0	1,0
Miera nezamestnanosti (VZPS)	14,4	13,5	13,9	13,9	13,5	13,0
Reálna mzda, rast	2,2	-1,6	-1,2	1,4	2,2	2,7
Inflácia, priemerná ročná; HICP	0,7	4,1	3,7	3,1	2,2	2,3
Bežný účet, podiel na HDP	-2,5	0,1	0,9	1,2	1,7	2,4

zdroj: MF SR

## 2.2. Fiškálny výhľad

Vďaka oživeniu ekonomiky a konsolidácií v priebehu roku 2011 došlo k zlepšeniu fiškálnej pozície. Deficit verejnej správy sa znížil z úrovne 7,7 % HDP v roku 2010 na 4,9 % HDP v roku 2011. Relatívne vysoké hodnoty deficitu verejnej správy a nárast dlhu zvyšujú potrebu konsolidácie v strednodobom horizonte. Hlavným strednodobým fiškálnym cieľom vlády je zníženie deficitu verejnej správy na 2,9 % HDP v roku 2013, čo je v súlade s odporúčaniami vyplývajúcimi z procedúry nadmerného deficitu pre Slovensko. Návrh rozpočtu verejnej správy preto na roky 2013 až 2015 predpokladá zníženie deficitu verejnej správy na 4,6 % HDP v roku 2012. **V roku 2013 by mal deficit dosiahnuť úroveň 2,9 % HDP, v roku 2014 2,4 % HDP a v roku 2015 by mal klesnúť na úroveň 1,9 % HDP.**

Z pohľadu riadenia štátneho dlhu je kľúčové, že uvedený vývoj vedie k zväčšeniu hrubého dlhu verejnej správy z úrovne 41,0 % HDP na konci roku 2010 na predpokladanú úroveň 52,2 % HDP v roku 2012.<sup>1</sup> Za predpokladu naplnenia rozpočtových cieľov **do roku 2015 sa tempo nárastu dlhu postupne spomalí**, pričom v roku 2014 dosiahne úroveň 55,8 % HDP. V nasledujúcom roku sa očakáva mierny nárast na úroveň 56,0 % HDP.

Vývoj salda a dlhu verejnej správy (ESA 95, % HDP)						
	2010 S	2011 S	2012 OS	2013 N	2014 N	2015 N
Saldo VS *	-7,7	-4,9	-5,3	-2,9	-2,4	-1,9
Hrubý dlh VS	41,0	43,3	52,2	54,9	55,8	56,0
Hrubý štátny dlh	39,2	41,4	48,4	50,1	50,9	51,4
Čistá potreba refinancovania (mil. eur) <sup>2</sup>	4 521	2 594	6 108	2 634	2 605	2 708

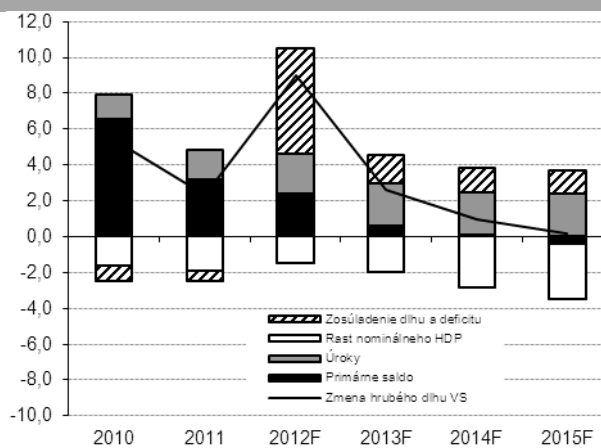
Zdroj: MF SR

Pri pohľade na príspevky jednotlivých faktorov k zmene hrubého dlhu najvýznamnejším faktorom jeho nárastu v prognózovanom období budú plánované deficity rozpočtu verejnej správy. Klesajúci primárny deficit sa v tomto období očakáva v dôsledku uskutočňovania plánovanej fiškálnej konsolidácie. Príspevok zosúladenia dlhu a deficitu k zmene hrubého dlhu bude v prognózovanom období ovplyvnený najmä predpokladaným vývojom vkladov v komerčných bankách (t. j. aktív, ktoré sa nepoužívajú na krytie dlhu). Druhou výraznou položkou, ktorá ovplyvňuje veľkosť zosúladenia dlhu a deficitu je zmena záruk v EFSF (ktorá sa v roku 2012 očakáva vo výške 1,6 % HDP). Na druhej strane možno predpokladať, že k poklesu dlhu na HDP bude prispievať rast nominálneho HDP, ktorý v roku 2014 v výrazne kompenzuje spomenuté negatívne faktory.

<sup>1</sup> Všetky uvádzané hodnoty sú počítané v metodike, ktorá sa používa pri posudzovaní plnenia maastrichtského kritéria pre výšku hrubého dlhu verejnej správy – tzv. maastrichtský hrubý dlh verejnej správy.

<sup>2</sup> Čistá potreba refinancovania predstavuje prostriedky, ktoré sa musia pri riadení dlhu získať v danom roku nad rámec splátok existujúcich dlhopisov a úverov. Vypočítaná je ako hotovostný deficit štátneho rozpočtu upravený o zmenu zdrojov štátnej pokladnice použitých na krytie dlhu.

Príspevky faktorov k zmene hrubého dlhu verejnej správy (p. b.)



Zdroj: Ministerstvo financií

### 3. Strategické ciele riadenia štátneho dlhu na roky 2011 až 2014

Vývoj v rokoch 2011 a 2012 potvrdil, že sledované ciele riadenia štátneho dlhu boli vhodne nastavené pre podmienky ekonomiky a systému riadenia dlhu v SR. V menej stabilnom období (v súčasnosti pretrvávajúca dlhová kríza) je vhodné udržiavať väčšiu hotovostnú rezervu ako v stabilných podmienkach a je potrebné usilovať sa o štruktúru portfólia, ktorá znamená menšie riziko v oblasti refinancovania a úrokových sadziieb aj za cenu väčších nákladov spojených s finančným krytím dlhového portfólia a väčšieho kreditného rizika súvisiaceho so zhodnocovaním hotovostnej rezervy. Skúsenosti s väčšou diverzifikáciou (väčším rozložením) investorskej bázy v prvom polroku 2012 potvrdzujú správnosť tohto rozhodnutia. Predaj dlhopisov mimo eurozóny priniesol väčšiu stabilitu financovania potrieb SR a menšiu závislosť na aktuálnom vývoji bankového trhu v SR a v eurozóne.

#### 1. Štandardizovanie vlastností nových emisií cenných papierov

V roku 2012 a 2013 je potrebné pokračovať v plnení stanovených cieľov. Okrem benchmarkových a štandardných bežných emisií bude potrebné venovať pozornosť aj doplnkovým možnostiam financovania štátneho dlhu. Vzhľadom na komplikovanú situáciu na kapitálových trhoch bude potrebné na základe dopytu skupín investorov pripravovať aj menšie emisie s cieľom osloviť aj špecifické skupiny investorov s možnosťou predaja dlhopisov so splatnosťou 10 a viac rokov (privátne umiestnenia dlhopisov).

#### 2. Optimalizovanie štruktúry neobchodovateľného dlhu

Pokračovať v plnení stanovených cieľov. Prijímanie nových úverov je pre štát efektívne iba v prípade dosiahnutia porovnateľných alebo nižších nákladov v porovnaní s financovaním prostredníctvom štátnych dlhopisov.

### 3. Dodržiavanie parametrov refinančného, úrokového a cudzo-menového rizika štátneho dlhu

Vzhľadom na komplikovanú situáciu na kapitálovom a finančnom trhu bude potrebné udržiavať väčšiu hotovostnú rezervu na úrovni 5 až 10 % z celkového štátneho dlhu SR (do 5 % HDP Slovenska) a udržiavať parametre portfólia v oblasti menšieho refinančného a úrokového rizika aj za cenu väčších porovnateľných nákladov. Pokračovať v plnení stanovených cieľov.

### 4. Diverzifikácia investorskej základne

Vzhľadom k neistote ďalšieho vývoja najmä v eurozóne bude potrebné ďalej diverzifikovať zloženie investorskej bázy štátneho dlhu SR najmä z typového, geografického i menového hľadiska. Bude potrebné aktívne vyhľadávať najmä nebankových a geograficky vzdialenejších investorov (mimo eurozóny) aj za cenu potreby dodatočných zabezpečovacích operácií pri eliminácii kurzového rizika a väčších jednorazových počiatočných nákladov. Pokračovať v plnení stanovených cieľov.

Znížiť závislosť na finančných trhoch a ďalej diverzifikovať zdrojové krytie štátneho dlhu je možné aj posilnením pozície Štátnej pokladnice, zväčšením jej zdrojov cez nové funkcie a produkty, ktorými by mohli byť napr. účty pre štátnych zamestnancov, viac depozít od štátnych firiem a samospráv a strategická orientácia ŠP na jej pôsobenie ako "jednotné výplatné miesto štátu".

Jednou z možností rozloženia investorskej základne bude aj príprava špeciálnych dlhopisov pre obyvateľstvo v prípade vhodných trhových podmienok (vývoj úrokových sadzieb na dlhopisovom a bankovom trhu). Príprava si vyžiada legislatívne zmeny a modernizáciu fungovania Centrálného depozitára cenných papierov v Bratislave.

### 5. Skvalitnenie infraštruktúry riadenia štátneho dlhu (primárni dealeri, ISDA zmluvy, brokeri, zlepšiť podmienky vysporiadania CP)

Vo vhodnom (stabilnom) období dosiahnuť všetky stanovené ciele, najmä systém primárnych dealerov. Prostredníctvom ISDA zmlúv vrátane dodatkov CSA (Credit Support Annex) eliminovať následky prípadného zlyhania obchodných protistrán a vyvíjať trvalý tlak na zlepšenie fungovania najmä Centrálného depozitára cenných papierov v Bratislave. Ďalej štandardizovať a skvalitniť finančné a majetkové vysporiadanie obchodov s cennými papiermi s cieľom dosiahnutia úplného medzinárodného štandardu v tejto oblasti. Vzhľadom k tomu, že zdroje na krytie finančných potrieb štátu sa získavajú podstatne komplikovanejším spôsobom ako v minulosti, je potrebné uvažovať aj o celkovom inštitucionálnom posilnení kapacity Agentúry pre riadenie dlhu a likvidity.