

Príloha č. 6

Aktualizácia stratégie riadenia štátneho dlhu na roky 2015 až 2018

Úvod

Stratégia riadenia dlhu na roky 2015 až 2018 nadviazala v princípoch na predchádzajúcu stratégiu. Vývoj verejných financií a nákladov na správu štátneho dlhu v posledných rokoch a najmä hodnotenie Slovenska investormi, bankami a ratingovými spoločnosťami ukázali, že sledované ciele riadenia štátneho dlhu na roky 2011 až 2014 boli vhodne nastavené pre podmienky slovenskej ekonomiky, verejných financií a systému riadenia štátneho dlhu SR. Vzhľadom na obmedzenú kapacitu regionálneho dlhopisového trhu, stále sprísňujúcu sa všeobecnú finančnú reguláciu a kumulatívny nárast absolútnej hodnoty štátneho dlhu SR sa posunuli parametre cielene riadeného portfólia do oblasti menšieho rizika. Novým nastavením rizikových parametrov sa Slovensko v oblasti riadenia štátneho dlhu priradilo k jadrovým krajinám eurozóny s moderným a prísnyim prístupom k riadeniu finančného rizika.

Vzhľadom na súčasný ekonomický vývoj, táto aktualizácia (September 2015) nemení a neupravuje ciele v Stratégii riadenia štátneho dlhu na roky 2015 až 2018. Táto aktualizácia nepredpokladá zásadné zmeny oproti pôvodnému návrhu tejto stratégie ani z hľadiska deflačného vývoja.

1. Makroekonomické východiská a fiškálny výhľad

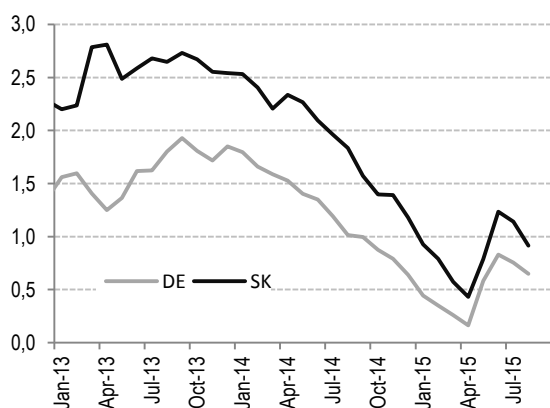
1.1. Vývoj na finančných trhoch a makroekonomické východiská

Vývoj na finančných trhoch bol poznačený kolapsom čínskeho akciového trhu, ktorý vyvolal nárazu na burzách po celom svete. Výrazné spomalenie krajín BRICs dominovalo aj príčinám širokospektrálnemu poklesu cien komodít. Tento vývoj zvyšuje pravdepodobnosť, že menové politiky vo svete sa budú ťahať pomalším tempom, než sa očakávalo.

Americká centrálna banka naďalej odkladá dlho ohlasované ťahovanie menovej politiky na koniec roka 2015. Rozhodnutie bolo podmienené najmä zvýšeným rizikom pretrvávania nízkej inflácie a obavami o tempo globálneho rastu. ECB zatiaľ pokračuje v programe kvantitatívneho uvoľňovania podľa plánu, no nízka inflácia zvyšuje špekulácie trhov o možnom predĺžení programu do polovice roka 2017. Dodatočná likvidita a uvoľňovanie úverových štandardov by mali zlepšiť transmisný kanál menovej politiky a povzbudiť rast inflačných očakávaní do budúcnosti.

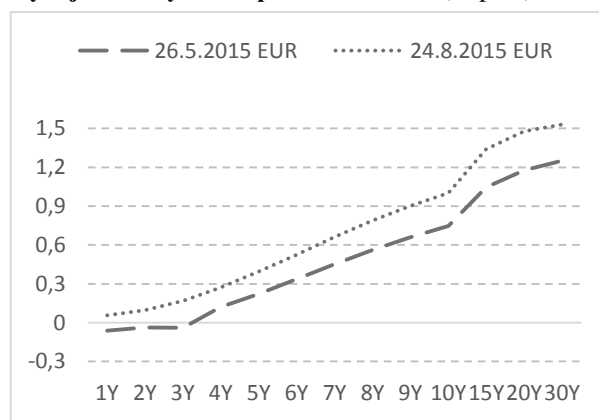
Čínsky akciový trh zaznamenal dramatický výpredaj, ktorý však znamenal len splasnutie bubliny vytvorenej v tomto roku. Korekcia vývoja bola nevyhnutná najmä vo svetle očakávaní slabých makroekonomických čísel čínskej ekonomiky. Nákaza sa rozšírila na hlavné svetové akciové trhy, ale jej rozsah bol limitovaný. Trend výpredaja rizikových aktív koncom augusta prispel k poklesu výnosov dlhopisov takmer všetkých krajín v eurozóne. Tie boli mierne zvýšené začiatkom leta kvôli kríze vo vyjednávaniach medzi Gréckom a veriteľmi. Nákaza rastu výnosov od Grécka smerom k iným periférnym krajinám je však celkovo obmedzená.

Výnosy 10Y SK a DE dlhopisov (% p. a.)



Zdroj: Bloomberg

Vývoj úrokových swapov v Eurozóne (% p. a.)



Zdroj: Bloomberg

Ekonomika Slovenska by si mala v roku 2016 udržať solídne tempo rastu 3,1 %. Rast exportu spomalí pre slabší rast našich obchodných partnerov a investície sa po silnom roku 2015 mierne znížia. Pokračujúci rast zamestnanosti a reálnych miezd podporí zrýchlenie spotreby domácností. Miera nezamestnanosti by mala na budúci rok klesnúť na 10,6 % a od roku 2017 až na jednocifernú úroveň. Inflácia by mala v roku 2016 začať zrýchľovať, ale k štandardným hodnotám na úrovni 2 % sa priblíži až ku koncu prognózovaného obdobia.

Prognóza MF SR - hlavné indikátory ekonomiky (september 2015)						
Ukazovateľ (v %)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
HDP, reálny rast	1,4	2,4	3,2	3,1	3,6	3,6
Zamestnanosť (VZPS), rast	0	1,5	2,2	1,0	0,8	0,9
Miera nezamestnanosti (VZPS)	14,2	13,2	11,5	10,6	9,8	9,0
Reálna mzda, rast	0,9	4,2	2,5	2,2	2,7	2,7
Inflácia, priemerná ročná; HICP	1,5	-0,1	-0,2	0,9	1,8	2,0
Bežný účet, podiel na HDP	1,5	0,2	-0,6	0,9	1,8	1,7

Zdroj: MF SR

1.2. Fiškálny výhľad

Konsolidácia verejných financií prebieha v súlade s plánom vlády, čo umožnilo ukončiť procedúru nadmerného deficitu pre Slovensko v júni 2014. Deficit verejnej správy klesol z úrovne 4,2 % HDP v roku 2012 na 2,6 % HDP v roku 2013. Na rok 2014 bol stanovený cieľ deficitu vo výške 2,6 % HDP a skutočná hodnota dosiahla podľa aprílovej notifikácie 2,9 % HDP. V strednodobom horizonte je hlavným cieľom vytvorenie podmienok pre dosiahnutie dlhodobej udržateľnosti verejných financií. To si vyžaduje pokračovanie v konsolidácii verejných financií aj po roku 2014 tak, aby Slovensko smerovalo k svojmu strednodobému rozpočtovému cieľu¹.

Rozpočet verejnej správy na roky 2016 až 2018 stanovuje hlavné fiškálne ciele na nasledujúce roky. Východiskom je očakávaný deficit verejnej správy v roku 2015 na úrovni 2,7 % HDP. V roku 2016 by mal deficit klesnúť na 1,9 % HDP a v roku 2017 na úroveň 0,4 % HDP. Na rok 2018 sa predpokladá dosiahnutie vyrovnaného rozpočtu.

Prvýkrát od vypuknutia hospodárskej krízy v roku 2008 došlo k poklesu dlhu² v pomere k HDP, ktorý sa medziročne znížil o 1 p.b. Porovnateľne nízky nárast bol naposledy v roku 2006. Podľa aktuálnej prognózy bude dlh ako podiel na HDP v celom prognózovanom období klesať pod hranicu 49 % HDP v roku 2018.

V roku 2014 klesol hrubý dlh najmä vďaka využitiu hotovostnej rezervy a splateniu úveru Agentúry pre núdzové zásoby ropy a ropných výrobkov (EOSA). V roku 2015 sa očakáva stabilizácia, resp. mierny pokles dlhu, najmä v dôsledku hotovostných príjmov z predaja Slovak Telekomu.

Vývoj salda a dlhu verejnej správy (ESA 2010, % HDP)							
	2013 S	2014 S	2015 R	2015 OS	2016 R	2017 N	2018 N
Saldo VS	-2,6	-2,9	-2,5	-2,7	-1,9	-0,4	0,0
Hrubý dlh VS	54,6	53,6	54,4	52,8	52,1	51,3	48,9
Štátny dlh (bez vplyvu EFSF a ESM)	48,6	48,1	49,5	47,5	47,1	46,7	44,7

Zdroj: MF SR

Nad rámec hotovostných zmien dlhu môžeme dynamiku zadĺženia analyzovať podľa jednotlivých príspevkov k zmene dlhu. Najvýznamnejší vplyv na verejný dlh má primárne saldo a rast nominálneho HDP. V niektorých rokoch sú významné aj ostatné úpravy³ nad rámec deficitu verejnej správy.

¹ Strednodobý rozpočtový cieľ Slovenska je dosiahnutie štrukturálneho deficitu vo výške 0,5 % HDP, pričom podľa Programu stability by mal byť dosiahnutý v roku 2017.

² 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.

³ Ide o položku tzv. zosúladenia deficitu a dlhu (stock-flow adjustment). Ekonomicky vzniká kvôli tomu, že deficit je aktuálna veličina, kým dlh je hotovostná. Zjednodušene sa skladá sa z nadobudnutia finančných aktív (vkladov, cenných papierov, pôžičiek a akcií) a úprav na maastrichtský dlh (nárast záväzkov, emisia nad alebo pod par, zhodnotenie resp. znehodnotenie dlhu v zahraničnej mene).

Výraznejšie rozdiely v roku 2014 súviseli so znížením hotovostných zostatkov, ktoré boli čiastočne kompenzované zaznamenaním pohľadávky súvisiacej s EÚ tokmi⁴. V roku 2015 je v prognóze dlhu zahrnutý aj predaj štátneho podielu v Slovak Telekom a predpokladané zvýšenie hotovosti na účtoch verejnej správy. Pohľad na faktory vplyvajúce na zmenu dlhu v rokoch 2016 až 2018 ukazuje, že pokles je podmienený najmä nominálnym rastom HDP a zlepšením hospodárenia štátu.

2. Strategické ciele riadenia štátneho dlhu na roky 2015 až 2018

Hlavným cieľom riadenia štátneho dlhu je zabezpečiť plnenie finančných záväzkov štátu a zabezpečiť spoľahlivé refinancovanie na kapitálovom trhu pri primeraných úrokových nákladoch a únosnej miere rizík. Ciele formulované v stratégii na roky 2015 až 2018 sú v súlade s cieľmi predchádzajúcich stratégií. Nastavenie cieľov riadenia štátneho dlhu a likvidity bolo vyhovujúce pre podmienky ekonomiky a dostatočné pre systém riadenia dlhu v SR v predchádzajúcom období.

Táto aktualizácia nemení ciele stanovené v Stratégii riadenia dlhu na roky 2015 až 2018.

Napĺňanie sledovaných cieľov je podmienené dodržiavaním 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 potenciálnym zväčšením nákladov, ktoré vyplýva z neriadeného rizika a s nákladmi spojenými na jeho elimináciu.

1. Štandardizovanie vlastností nových emisií cenných papierov

Slovenská republika už od prijatia eura vydáva dlhopisy so štandardnými vlastnosťami. Pre benchmarkovú emisiu dlhopisov je štandardná veľkosť 3 mld. eur (v menovitej hodnote). Okrem veľkosti emisie dlhopisov, ktorá je viac závislá na veľkosti krajiny, jej dlhu a hotovostných tokov, všetky ostatné charakteristiky dlhopisov sú v súlade s kapitálovým trhom eurozóny (vrátane povinnej časti „Collective Action Clauses“). Ak to situácia na finančných trhoch dovoľí (aj vo forme priaznivého výnosu), bude snahou emitenta vydať dlhopis so splatnosťou 30 rokov (pre ocenenie dlhodobých finančných aktív a pasív slovenských subjektov). Okrem toho bude pokračovať realizácia spätného odkupovania štátnych dlhopisov a ŠPP s cieľom udržiavania hotovostnej rezervy (s ohľadom na zákon o rozpočtovej zodpovednosti) na dostatočne dlhý čas, a tiež eliminovania výkyvov v hotovostných tokoch spôsobených najmä veľkosťou splatných benchmarkových emisií dlhopisov.

⁴ Tzv. pohľadávka EÚ, ktorá je dôsledkom nepreplatenia prostriedkov EÚ kvôli zablokovaným operačným programom v roku 2014.

2. Optimalizovanie štruktúry neobchodovateľného dlhu

Konsolidácia podielu neobchodovateľného dlhu bola už realizovaná. Do budúcnosti bude prijímanie nových úverov obmedzené na prípady, keď je úver ekonomicky výhodnejší alebo porovnateľný ako vydanie cenného papiera (štátneho dlhopisu), prípadne prinesie ešte ďalšie vedľajšie prínosy pre štát.

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

Aj v budúcom období bude potrebné pokračovať v sledovaní refinančného a úrokového rizika, s mierne modifikovanými cieľovými hodnotami parametrov. V predchádzajúcom období boli zjednotené typy ukazovateľov pre sledovanie rizík kumulatívnej splatnosti a precenenia dlhu (na úrovniach mierne väčších v porovnaní so stratégiou z rokov 2007-2010). Skúsenosti z uplynulých krízových rokov, ako aj odporúčania investorov, bánk a najmä ratingových spoločností vyústili do miernej úpravy (sprísnenia) hodnôt splatných, aj preceňovaných finančných záväzkov štátu. Pre refinančné riziko bude strategickým zámerom udržiavanie hodnoty splatných finančných záväzkov štátu v prvom roku blízko úrovne 20 %. Pre riziko z precenenia bude udržiavanie hodnoty preceňovaných finančných záväzkov štátu v prvom roku blízko úrovne 25 % z celkových finančných záväzkov štátu. Hodnoty splatných finančných záväzkov štátu kumulatívne za päť rokov budú udržiavané blízko úrovne 55 % z celkových finančných záväzkov štátu. Hodnoty preceňovaných finančných záväzkov štátu kumulatívne za päť rokov budú udržiavané blízko úrovne 55 % z celkových finančných záväzkov štátu. Dodržiavanie uvedených cieľov posúva portfólio slovenských štátnych záväzkov oproti uplynulému obdobiu do oblasti menšieho rizika v oblasti refinancovania aj v oblasti úrokových sadzieb, znamená však s tým nerozlučne spojené relatívne zväčšenie výdavkov. Dodržiavanie uvedených cieľov predpokladá štandardné podmienky vývoja finančných trhov a štandardný makroekonomický a fiškálny vývoj ekonomiky SR v rámci eurozóny. Udržiavanie hodnôt portfólia aj v prípade neštandardných podmienok môže znamenať zväčšenie výdavkov na obsluhu dlhu.

Rozdielne hodnoty parametrov pre refinančné riziko a riziko z precenenia vyplývajú z predpokladu, že primárne je riadenie refinančného rizika pred rizikom z precenenia. Zmenšovanie refinančného rizika je pri normálnom tvare výnosovej krivky spojené s miernym a postupným celkovým nárastom úrokových nákladov na správu štátneho dlhu. Snahou aktívneho riadenia dlhu bude prostredníctvom emisnej politiky a finančných nástrojov regulovať a čiastočne kompenzovať takto zväčšené úrokové náklady. Rozdielnymi hodnotami parametrov rizika dlhu sa otvára priestor na aktívne riadenie úrokového rizika a optimalizáciu nákladov na správu štátneho dlhu v bežnom rozpočtovom roku.

Limitná hodnota cudzomenového rizika štátneho dlhu sa oproti predošlej stratégii sprísňuje. Otvorená nezabezpečená cudzomenová pozícia finančných záväzkov štátu môže krátkodobo dosiahnuť maximálne 3 % z celkových finančných záväzkov štátu.

4. Diverzifikácia investorskej základne

Vzhľadom k fiškálnej konsolidácii štátu a predpokladanému každoročnému zmenšovaniu štrukturálneho deficitu štátneho rozpočtu už pravdepodobne nebude potrebné významne zväčšovať podiel zahraničných investorov. Aj naďalej je však potrebné pokračovať v komunikácii emitenta s investormi, ratingovými agentúrami a ďalšími finančnými inštitúciami a prostredníctvom pravidelných stretnutí prezentovať výsledky a zámery emitenta na investorských konferenciách. Pre propagáciu Slovenska je potrebné uskutočňovať informačno-prezentačné stretnutia so súčasnými a potenciálnymi investormi do štátneho dlhu SR a pozície, ktoré Slovensko získalo na zahraničných trhoch (najmä USD), udržiavať

pravidelnými návštevami investorov a emisiami ďalších dlhopisov vždy, keď to bude vhodné a potrebné.

5. Skvalitnenie infraštruktúry riadenia štátneho dlhu (sekundárny trh, zlepšiť podmienky vysporiadania ŠCP)

S cieľom zlepšenia likvidity ŠCP na sekundárnom trhu je potrebné zaviesť najmenej jednu elektronickú platformu prístupnú pre všetkých primárnych dealerov (PD), na ktorej budú všetci PD povinne kótovať benchmarkové emisie slovenských štátnych dlhopisov. Pre zahraničných investorov je nevyhnutné zabezpečiť medzinárodne štandardné podmienky vysporiadania slovenských štátnych cenných papierov (v CDCP, a.s. alebo v ICSD).