

Štátny dlh a jeho riadenie v strednodobom časovom horizonte

Daniel BYTČÁNEK* – Juraj RENČKO**

State Debt and its Management from the Medium – Term Perspective

Abstract

The key aspiration of the submitted paper is to suggest such a new debt management strategy, which will increase the credibility of debt management and decrease at the same time debt pressure on public finance through savings in debt service expenditure. Introductory part of the paper deals with development of the debt during the last decade, i. e. since Slovak Republic was established in 1993. Following part of the paper describes recent structure and relevant for debt management parameters of the debt. Next one deals with risks related to existing structure of the debt. In this part of the paper main risks are tried to be identified and quantified – refinancing, credit, liquidity, exchange rate and operational risk. This part of the paper is crucial for basic strategic statements presented in the four part of the paper.

Key words: *public finance, public debt, public debt structure, public debt management, risk management, public debt development*

JEL Classification: H63

Úvod

Slovensko nepatrí medzi krajiny, v ktorých objem dlhu, či už štátneho alebo verejného, bezprostredne ohrozuje makroekonomickú stabilitu. Pomer hrubého verejného dlhu k HDP ku koncu roka 2002 predstavoval 44,3 % a bol pod hranicou

* Ing. Daniel BYTČÁNEK, Agentúra pre riadenie dlhu a likvidity, Radlinského 1, 811 07 Bratislava 1; e-mail: daniel.bytcaneek@pokladnica.sk

** Ing. Juraj RENČKO, PhD., Prognostický ústav SAV, Šancová 56, 811 05 Bratislava 1; e-mail: progrenj@savba.sk

stanovenou maastrichtskými kritériami pre vstup do eurozóny. Napriek tomu ďalší rast dlhu, či už absolútne alebo relatívne, v pomere k HDP, má svoje limity.

Po prvé, výdavky štátneho rozpočtu na obsluhu štátneho dlhu predstavujú v súčasnosti cca 12 – 13 % celkových výdavkov štátneho rozpočtu. Nielen ďalšie zvyšovanie, ale už terajší objem týchto výdavkov výrazne obmedzuje možnosti využiť verejné zdroje v iných oblastiach. A naopak, zníženie nákladov na obsluhu štátneho dlhu predstavuje významný zdroj relatívneho znižovania deficitu verejného rozpočtu. Napríklad zníženie nákladových úrokov iba o 0,5 percentného bodu pri súčasnom objeme dlhu vytvára priestor na zníženie výdavkov štátneho rozpočtu približne o 2 mld Sk.

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

Je zrejmé, že v tejto situácii je potrebné uskutočniť reformu riadenia dlhu a likvidity, pričom *cieľom reformy musí byť predovšetkým prechod k aktívnemu riadeniu štátneho a verejného dlhu, racionalizácia výdavkov spojených s financovaním štátneho dlhu a minimalizácia rizík súvisiacich s finančnými aktívami, pasívami aj otvorenými trhovými pozíciami štátu*. Aktívne riadenie dlhu znamená aj lepšie monitorovať a zohľadňovať situáciu na trhu vychádzajúc z krátkodobých analýz vývoja trhu, profesionalizovať riadenie rizík a podporovať rozvoj sekundárneho trhu so štátnymi cennými papiermi. Prechod k aktívnemu riadeniu dlhu a likvidity prinesie do systému riadenia štátnych financií:

- konzistenciu medzi širšími zámermi a cieľmi vlády a riadením dlhu a likvidity;
- obmedzenie a kontrolu budúcich rizík a elimináciu ich vplyvu – ušetrenie budúcich dodatočných výdavkov spojených s riadením dlhu a likvidity v súlade s najlepšou medzinárodnou praxou;
- zníženie výdavkov spojených s obsluhou štátneho dlhu a zlepšenie riadenia likvidity;
- zabezpečenie transparentnosti procesu riadenia likvidity a štátneho dlhu (transparentnosti vo vzťahu k verejnosti aj vo vzťahu k dlhu);
- flexibilitu v rozhodovaní, možnosť operatívne reagovať na rýchlo sa meniace podmienky na finančných trhoch;
- zrýchlenie integrácie do jednotného finančného trhu EÚ;
- väčšiu nezávislosť riadenia dlhu od politických vplyvov.¹

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

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

Reforma riadenia dlhu a likvidity, ktorá splní uvedené požiadavky, prispeje k makroekonomickej stabilizácii, k zníženiu tlaku v okruhu verejných financií a urýchli splnenie podmienok pre vstup do eurozóny a ich následné plnenie udržateľným spôsobom. Umožní zároveň vyhnúť sa riziku, finančným stratám a neočakávaným prekvapeniam v budúcnosti.

Na splnenie cieľov reformy bola zákonom o štátnej pokladnici zriadená *Agentúra pre riadenie dlhu a likvidity* (ARDaL). Agentúra reálne vznikla vo februári 2003 a v priebehu roka sa realizuje jej organizačné, personálne a informačné budovanie. Základnou normou, ktorým sa bude ARDaL vo svojej činnosti riadiť, je dokument *Stratégia riadenia štátneho dlhu a likvidity do roku 2006*, ktorý bol schválený vládou.

Predkladaný článok charakterizuje vývoj a stav štátneho dlhu od roku 1993, následne analyzuje riziká, vyplývajúce z jeho súčasných parametrov, zhrňa základné východiská, na ktorých je Stratégia založená a formuluje základné princípy, na ktorých by malo byť riadenie dlhu a likvidity v strednodobom časovom horizonte postavené.

Treba však zdôrazniť, že článok si nekladie za cieľ analyzovať príčiny rastu dlhu počas posledných desiatich rokov – to by bola téma minimálne na samostatný článok. Poskytuje však prehľad o vývoji dlhu od roku 1993, pričom vychádza z údajov, ktoré neboli v takomto rozsahu doposiaľ publikované, a preto môžu byť pre čitateľa zaujímavé. Minimálne poskytujú obraz o tom, ako finančné trhy vnímali hospodársku politiku v jednotlivých obdobiach posledného desaťročia.

Stratégia je ohraničená rokmi 2004 – 2006, a preto článok nemá ani ambíciu zaoberať sa súvislosťami vstupu Slovenska do eurozóny. Až po tomto období, t. j. od roku 2007 je možné očakávať výrazné zmeny, ktoré budú súvisieť s prípravou na prijatie eura a so vstupom do eurozóny. Tieto zmeny dnes nie je možné predvídať v takej miere podrobnosti, ktorá by umožnila zodpovedne s nimi pracovať v Stratégii. Skutočnosť, že pôjde o „predvstupové“ obdobie, je plne reflektovaná.

1. Vývoj štátneho dlhu od roku 1993

Štátny dlh SR vznikol rozdelením štátnych finančných pasív bývalej Českej a Slovenskej Federatívnej republiky, prevzatím časti záväzkov štátnej povahy z Československej obchodnej banky a realizáciou rámcových dohôd o delení

majetku ČSFR v zmysle zákona č. 541/1992 Zb. Tento dlh, ktorý pri vzniku Slovenskej republiky k 1. januáru 1993 predstavoval 71 481 mil. Sk, sa do konca roka 2002 zvýšil na 386 208 mil. Sk. Nárast dlhu v uvedenom období bol spôsobený najmä nasledujúcimi faktormi:

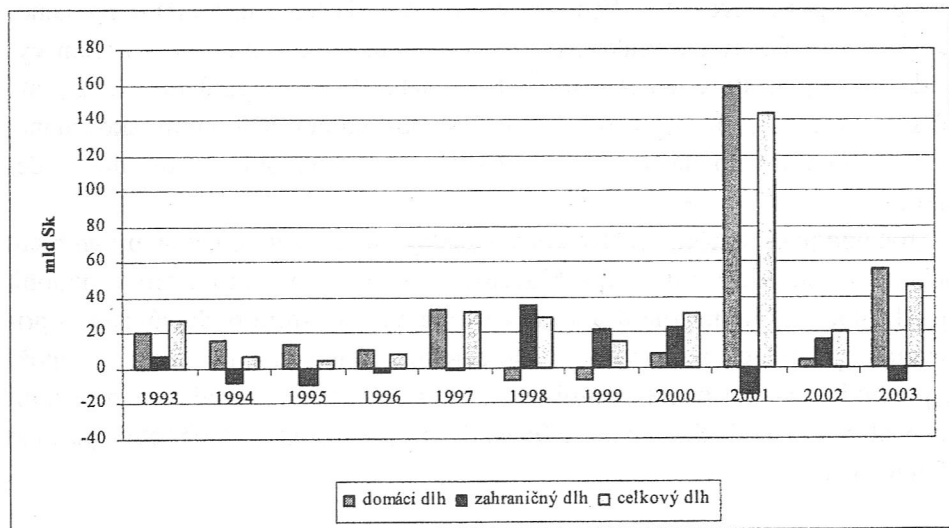
- kumuláciou primárneho deficitu štátneho rozpočtu v jednotlivých rokoch,
- emisiou dlhopisov na reštrukturalizáciu vybraných bánk,
- prevzatím dlhu štátnych fondov pri ich začlenení do štátneho rozpočtu,
- realizáciou štátnych záruk za podnikové úvery.

Na druhej strane, v smere zníženia dlhu pôsobilo použitie štátnych finančných aktív na úhradu niektorých splatných záväzkov. Vývoj dlhu v jednotlivých rokoch charakterizuje tabuľka 1.

Z tabuľky 1 je zreteľný prudší nárast dlhu po vzniku samostatnej Slovenskej republiky v roku 1993. Tento nárast sa koncentroval do nárastu zahraničného dlhu, pretože súvisel najmä s potrebou stabilizácie kurzu slovenskej koruny po rozdelení meny vo februári 2003, pričom išlo najmä o pôžičky od medzinárodných finančných inštitúcií na tento účel. Detailne prírastky dlhu v jednotlivých rokoch charakterizuje graf na obrázku 1.

Obrázok 1

Štruktúra prírastku štátneho dlhu v roku 1993 – 2003



Ako je z grafu vidieť, roky 1994 – 1996 boli obdobím relatívne mierneho rastu dlhu, pri celkovej stabilizácii až poklese jeho pomeru k hrubému domácejmu produktu. Zároveň dochádzalo k splácaniu zahraničného dlhu na ťarchu zvyšovania domáceho dlhu.

Tabuľka 1

Stav štátneho dlhu k 31. 12. príslušného roka, v členení na domáci a zahraničný dlh

	1. 1. 1993	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Domáci dlh (v mld Sk)	27.008	47.011	62.487	076.027	86.390	118.831	112.014	105.412	112.959	270.978	275.393
% z HDP		11.560	12.850	13.360	13.740	16.770	14.450	12.610	12.430	27.390	25.650
Zahraničný dlh (v mld Sk)	44.473	51.595	43.384	34.288	31.975	30.806	65.651	86.827	109.641	94.849	110.815
% z HDP		12.690	8.920	6.030	5.090	4.350	8.470	10.390	12.060	9.590	10.320
Celkový dlh (v mld Sk)	71.481	98.606	105.870	110.315	118.365	149.637	177.665	192.239	222.600	365.827	386.208
% z HDP		24.250	21.780	19.390	18.830	21.120	22.920	23.000	24.490	36.980	35.970

Tabuľka 2 porovnáva priemerné výnosy zo štátnych dlhopisov emitovaných v jednotlivých rokoch a miery inflácie. Charakterizuje situáciu na primárnom trhu so štátnymi cennými papiermi a cenu, za ktorú bol štát schopný na trhu financovať svoje potreby.

Tabuľka 2

Vývoj priemerných výnosov zo štátnych dlhopisov a miery inflácie (%)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Výnos	10.8	10.2	8.6	21.6	24.0	17.0	9.5	7.5	7.4	5.1
Inflácia	13.5	9.8	5.8	6.1	6.7	10.6	12.0	7.3	3.3	8.6
Rozdiel	-2.8	0.4	2.8	15.5	17.3	6.4	-2.5	0.2	4.1	-3.5

Tabuľka 2 preukazuje postupnú štandardizáciu situácie na trhu v rokoch 1994 – 1996, keď sa pri mierne klesajúcich nominálnych výnosoch reálny výnos dostal do pozitívnych hodnôt svojou výškou akceptovateľných aj z hľadiska riadenia štátneho dlhu.

Obdobie 1997 – 1999 však znamenalo zásadný obrat vo vývoji. Už v roku 1997 sa naplno preukázala nekonzistentnosť hospodárskej politiky vtedajšej vlády, keď sa expanzívna rozpočtová politika dostala do príkreho rozporu s reštriktívne orientovanou menovou politikou. Snaha o prefinancovanie rozpočtového deficitu z roku 1996 ostro narazila v roku 1997 na limity domáceho finančného trhu.

Tieto limity boli na jednej strane spôsobené nedôverou investorov v hospodársku politiku vlády, ktorá bola dlhodobo neudržateľná a zreteľne smerovala k finančnej kríze. Svoju úlohu zohrala aj menová politika NBS zameraná na udržanie režimu fixného výmenného kurzu. Na druhej strane sa už začali prejavovať dôsledky odkladanej reštrukturalizácie štátom kontrolovaných bánk, keď likviditné problémy niektorých z nich (najmä VÚB a IRB) a ich potreba zabezpečiť likviditu na medzibankovom trhu za akúkoľvek cenu tlačili úrokové sadzby nahor.

Dôsledkom bol rast úrokových sadzieb. V apríli 1997 jednoduché úrokové sadzby dosiahli 19 % p. a. a ďalej sa zvyšovali. Vzhľadom na to, že v máji z titulu nedostatku korunovej likvidity dosahovali sadzby až 100 %, od 29. 5. 1997 prestala NBS kótovať BRIBOR. *Ten bol opätovne kótovaný až od októbra, pričom 6M BRIBOR v decembri dosiahol výšku až 26,92 % p. a.*

V tejto situácii sa štát potreboval refinancovať v objeme cca 30 mld Sk. V roku 1997 preto emitoval na domacom trhu 11 emisií štátnych cenných papierov, spoločným menovateľom ktorých bola krátka doba splatnosti (1 rok) a nelimitovaný emisný kurz. Ako vyplýva z tabuľky 2, reálny výnos z emitovaných štátnych dlhopisov sa z pohľadu štátu v roku 1997 medziročne výrazne zhoršil a dosiahol úroveň 15,5 %.

Tabuľka 3 obsahuje údaje o vývoji priemernej splatnosti dlhopisov emitovaných na domácom trhu a na zahraničných trhoch.

Tabuľka 3

Priemerné splatnosti dlhopisov (roky)

Roky	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Domáci trh	3.25	1.58	1.92	2.04	1.32	0.86	0.83	2.36	3.84	3.48
Zahraničný trh						4.18	3.91	4.72	3.70	2.70

Ak tabuľka 2 dokumentuje nárast úrokového rizika v roku 1997, tabuľka 3 dokumentuje nárast refinančného rizika v tom istom roku. Kým v období 1994 – 1996 sa podarilo mierne zvýšiť priemernú dobu splatnosti štátnych dlhopisov, v roku 1997 priemerná doba splatnosti výrazne klesla.

Vývoj v roku 1998 pokračoval v rovnakých intenciách. Celkový dlh vzrástol porovnateľne s rokom 1997 (28 mld Sk). Ďalej sa však zvýšil tlak štátneho dlhu na domáci trh, pretože objem emisií vzrástol o 140 % (67 mld Sk). Išlo o emisie na prefinancovanie schodku za rok 1997, krytie dlhovej služby a financovanie infraštruktúrnych projektov. Dôsledkom bol ďalší nárast úrokových sadziieb na primárnom trhu štátnych dlhopisov, ktoré sa z 22 % p. a. na začiatku roka zvýšili na 29 % na konci roka. Zároveň sa ďalej znížila dosiahnuteľná splatnosť, keď cca 80 % objemu emitovaných dlhopisov bolo so splatnosťou jeden rok. *Priemerná splatnosť štátnych dlhopisov emitovaných na domácom trhu sa dostala na kritickú úroveň 0,83 roka, čo znamenalo značné nekryté refinančné riziko.*

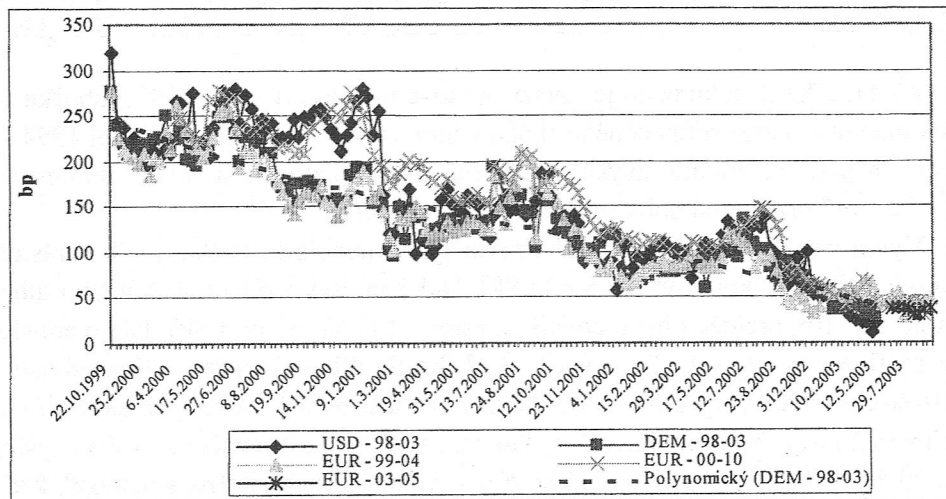
Kritickú situáciu sa podarilo čiastočne zmierniť emisiou štátnych dlhopisov na zahraničných trhoch. Išlo vôbec o prvý pokus Slovenska emitovať dlhopisy v zahraničí. Úspešné emisie umožnili diverzifikovať investorskú bázu, zvýšiť priemernú splatnosť portfólia dlhopisov a znížiť priemerný výnos z celého portfólia štátnych dlhopisov. Na druhej strane však významne zvýšili kurzové riziko.

Rok 1999 bol prvým rokom novej vlády a bol v znamení snahy o ekonomickú stabilizáciu a vytvorenie základov pre udržateľný rast. Z pohľadu vývoja dlhu a likvidity sa však v tomto roku skoncentrovali problémy, ktoré vznikli v dôsledku chýb v predchádzajúcich rokoch. Napriek tomu išlo o rok, keď sa podarilo zastaviť rast rizika súvisiaceho s parametrami štátneho dlhu a nastúpiť cestu jeho stabilizácie.

Obnovená dôvera domáceho trhu aj zahraničných trhov, a to najmä po druhom stabilizačnom „balíčku“ v máji 1999, umožnila predĺžiť doby splatnosti dlhopisov emitovaných na domácom trhu (aj keď 56,6 % celkového objemu boli stále dlhopisy so splatnosťou jeden rok; 29,1 % predstavovali už dlhopisy so splatnosťou 2 roky a až 14,3 % so splatnosťou 3 roky). Získať zdroje bolo už možné aj pri súčasnom limitovaní výnosu, aj objemu emisií.

Obnovená dôvera zároveň otvorila zahraničné trhy, kde sa podarilo umiestniť emisiu v objeme 500 mil. EUR. Ako ukazuje tabuľka 2, v roku 1999 došlo k zásadnému obratu vo vývoji výnosov zo štátnych dlhopisov, keď reálny výnos pre investorov klesol zo 17,3 % v roku 1998 na 6,6 % v roku 1999. Toto konštatovanie, pokiaľ ide o dlhopisy emitované v zahraničí, dokumentuje aj graf na obrázku 2.

Obrázok 2



Obdobie 2000 – 2002 znamenalo ďalšiu stabilizáciu parametrov štátneho dlhu. V roku 2000 bolo na domácom trhu vydaných 20 emisií štátnych dlhopisov. Celkový dopyt v aukciách dosiahol 157,5 mld Sk, z toho bolo akceptovaných 69,5 mld Sk. Došlo k redukcii počtu a k zvýšeniu ich priemerného objemu, čo predstavovalo kvalitatívny posun k vytvoreniu likvidného sekundárneho trhu. V roku 2000 pribudli dlhopisy so splatnosťou 5, 7, a 10 rokov, pričom podiel ročných dlhopisov klesol na 22,38 %. Ministerstvo financií SR prvýkrát vydalo 10-ročný dlhopis s kupónom 8,5 % p. a. Emitovanie dlhopisov so splatnosťou 5 a viac rokov umožnilo vytvoriť *benchmarkové* emisie na konci výnosovej krivky. Priemerný akceptovaný výnos v aukciách klesol z 13,53 % p. a. pri prvej ročnej emisii na 7,95 % p. a. pri poslednej dvojročnej emisii. V roku 2000 MF SR emitovalo aj 500 mil. EUR emisiu s fixným kupónom a až 10-ročnou splatnosťou.

Parametre dosiahnuté v roku 2000 boli dôsledkom dvoch faktorov. Prvým bola akceptácia hospodárskej politiky vlády trhom, keď trh akceptoval pozitívne výsledky stabilizačných opatrení z roku 1999 a prejavil dôveru v ďalší pozitívny ekonomický vývoj Slovenska. Druhým faktorom bola rastúca dôvera medzinárodných finančných trhov, podporená elimináciou medzinárodnej izolácie Slovenska (prijatie Slovenska do OECD, pozvanie na rokovania o vstupe do EÚ).

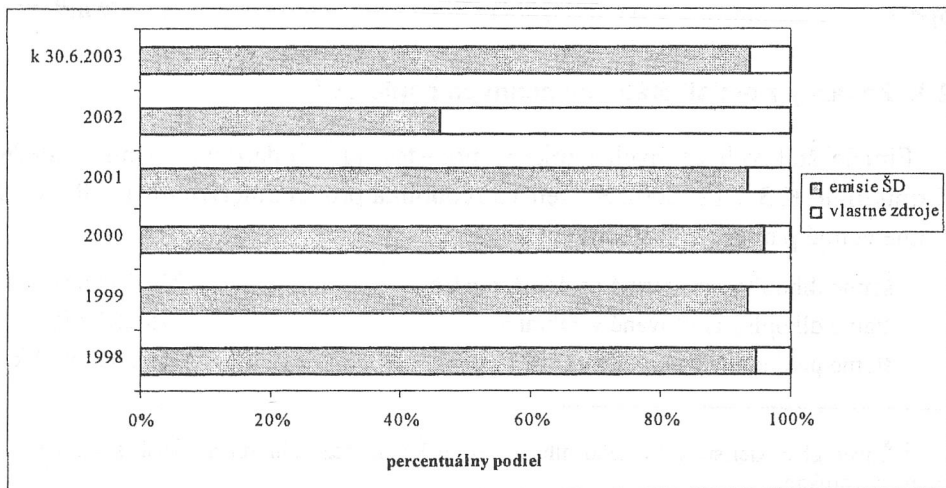
V roku 2001 sa uskutočnilo 25 emisií v hodnote 168,99 mld Sk. Na náraste objemu emisií sa podieľalo predovšetkým 6 emisií určených na reštrukturalizáciu bánk v sume 105 mld Sk. Tieto emisie boli umiestnené na primárnom trhu priamym upisovaním. Z nich 2 emisie (44,5 mld Sk) boli 5-ročné, 2 emisie (32,5 mld Sk) 7-ročné a ostatné 2 (28 mld Sk) 10-ročné. Výška kupónu pre obidve 5-ročné emisie bola určená fixne na 8 % p. a. a ostatné mali pohyblivý kupón stanovený ako aritmetický priemer 6M BRIBOR-u za celý kalendárny štvrťrok, ktorý predchádza úročenému obdobiu. *Išlo vôbec o prvé emisie štátnych dlhopisov s pohyblivým kupónom. Tieto emisie boli akceptované zahraničnými investormi v bankách, čo bolo ďalším potvrdením medzinárodnej dôvery v pozitívne smerovanie ekonomiky Slovenska.* Emisie s najkratšou dobou splatnosti teda kopírovali trh, zatiaľ čo emisie s dlhšou dobou splatnosti vychádzali z predpokladu pokračujúcej stabilizácie ekonomiky Slovenska a zblížovania reálnych úrokových sadzieb so sadzbami v eurozóne.

Celkový dopyt po štátnych dlhopisoch (bez reštrukturalizačných) v roku 2001 dosiahol 106,33 mld Sk. Priemerný objem emisie predstavoval 6,8 mld Sk. Priemerný akceptovaný výnos v aukciách ďalej klesol z 8,07 % p. a. pri prvej emisii na 7,83 % p. a. pri poslednej emisii.

Od roku 1998 do roku 2001 sa podiel štátnych dlhopisov na financovaní štátneho dlhu pohyboval v rozmedzí od 93,4 % do 95,8 %, teda v podstate celý štátny dlh sa revolvoval. Rok 2002 predstavoval zlom vo vývoji štátneho dlhu predovšetkým preto, lebo po prvýkrát došlo k absolútnemu zníženiu dlhu použitím príjmov z privatizácie na splatenie časti dlhu. Podiel štátnych dlhopisov na financovaní splatného štátneho dlhu v jednotlivých rokoch znázorňuje obrázok 3.

Obrázok 3

Financovanie splatného dlhu podľa zdrojov



V roku 2002 tento podiel zaznamenal výrazný pokles, keď dosiahol úroveň 46,2 %, a to realizáciou rozhodnutia vlády SR o použití prostriedkov z privatizácie SPP, a. s., Bratislava v sume 50 000 mil. Sk na splatenie časti štátneho dlhu. V júni 2002 použilo MF SR ďalšiu časť prostriedkov z privatizácie, v sume 9 100 mil. Sk, na splatenie emisie štátnych dlhopisov vydaných na reštrukturalizáciu bánk.

Významné z pohľadu rastu štátneho dlhu boli aj výdavky spojené s realizáciou štátnych záruk. V období 1993 – 2002 sa zo štátneho rozpočtu realizovali záruky v celkovom objeme 17,8 mld Sk. Okrem toho, zo zdrojov FNM sa v rokoch 2000 – 2002 realizovali záruky v objeme 22,5 mld Sk.

Vývoj štátneho dlhu od roku 1993 prešiel viacerými obdobiami, pričom nekonštantnosť v oblasti riadenia dlhu a likvidity, neprihliadanie na kapacitu trhu, chýbajúce vnímanie riadenia dlhu a likvidity ako integrálnej súčasti hospodárskej politiky viedli v minulých rokoch k značným národohospodárskym stratám.

Od roku 1999 dochádza k uvoľňovaniu tlaku na likviditu, predlžujú sa priemerné doby splatnosti, znižuje sa priemerný výnos zo štátnych dlhopisov. Doterajší vývoj však jednoznačne potvrdzuje nevyhnutnosť strategického prístupu k riadeniu dlhu a likvidity.

2. Štruktúra a základné parametre štátneho dlhu

Slovenská republika vykazovala k 31. 12. 2002 v metodike ESA 95 štátny dlh vo výške 451,6 mld Sk. Základnú štruktúru dlhu podľa charakteru dlhu tvoria:

– záväzky z emisií štátnych cenných papierov	348 941 mil. Sk
– záväzky z prijatých bankových úverov	37 267 mil. Sk
Spolu bez zohľadnenia štátnych záruk	386 208 mil. Sk
– riziká zo štátnych záruk	65 351 mil. Sk
Spolu	451 559 mil. Sk

2.1. Záväzky z emisií štátnych cenných papierov²

Emisie štátnych cenných papierov predstavujú štandardnú, obchodovateľnú formu dlhu. K 31. 12. 2002 Slovenská republika prostredníctvom MF SR vydala štátne cenné papiere v nasledovnej štruktúre:

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

² Ďalšie charakteristiky štátneho dlhu sa viažu k dlhu bez zohľadnenia rizík súvisiacich so štátnymi zárukami.

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

Dlhopisy SR boli emitované predovšetkým s fixným výnosom. Z celkového objemu emitovaných štátnych dlhopisov sú na pohyblivý výnos (6M BRIBOR, 12M BRIBOR + 0,32) viazané emisie č. 143, 144, 151, 152 a 161, ktoré boli (okrem emisie č. 161) vydané na účely reštrukturalizácie bánk. Z celkového objemu štátnych dlhopisov na trhu tak predstavujú dlhopisy s fixným výnosom 79,46 %, zatiaľ čo dlhopisy s pohyblivým výnosom iba 20,54 %.⁴

Štátne dlhopisy, ktoré boli vydané v rokoch 1998 až 2000, boli na zahraničných finančných trhoch emitované s fixným kupónom. V máji 2003 bola Slovenská republika úspešná s emisiou s pohyblivou úrokovou sadzbou, keď emitovala dvojročný štátny dlhopis s plávajúcou úrokovou sadzbou, 3-mesačný EURIBOR plus 5 bázičkových bodov. V súčasnosti tento štátny dlhopis nesie úrokový náklad 2,2 % p. a.

2.2. Závazky z prijatých bankových úverov

Objem prijatých bankových úverov štátu predstavuje 35 169 mil. Sk (9,1 % celkového dlhu), z čoho je zahraničná zadlženosť 95 % (33,4 mld Sk, t. j. 8,6 % celkového dlhu). Pritom úvery pôvodne prijaté vládou predstavujú z celkového objemu iba 28,6 % (9,65 mld Sk). Zvyšok, t. j. 23,77 mld Sk predstavujú úvery, ktoré k 1. januáru 2002 prevzalo MF SR v súvislosti s prevzatím záväzkov bývalého Štátneho fondu cestného hospodárstva (ŠFCH). Išlo o 18 úverov v celkovom objeme 26 676 mil. Sk.

Na základe obchodno-technických podmienok niektorých prijatých úverov možno konštatovať, že proces prijímania vládnych úverov v minulosti neprebíhal štandardne a finančné podmienky niektorých úverov boli pre štát nevýhodné,

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

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

horšie než podmienky, ktoré bolo možné dosiahnuť na finančnom trhu. Pri prijímaní úverov sa nezohľadňovali trhové a ostatné riziká spojené so vstupom štátu do úverového záväzku, pričom celý proces bol v značnej miere netransparentný. Výhodou úverov boli najmä dve skutočnosti – dlhšia lehota splatnosti, než bola dosiahnuteľná na trhu, a väzba na poskytnutie technickej asistencie, prípadne grant (najmä v prípade úverov od medzinárodných finančných inštitúcií na realizáciu štrukturálnych reforiem).

Priemernú dobu splatnosti zahraničných úverov prijatých v jednotlivých rokoch charakterizuje tabuľka 4.

Tabuľka 4

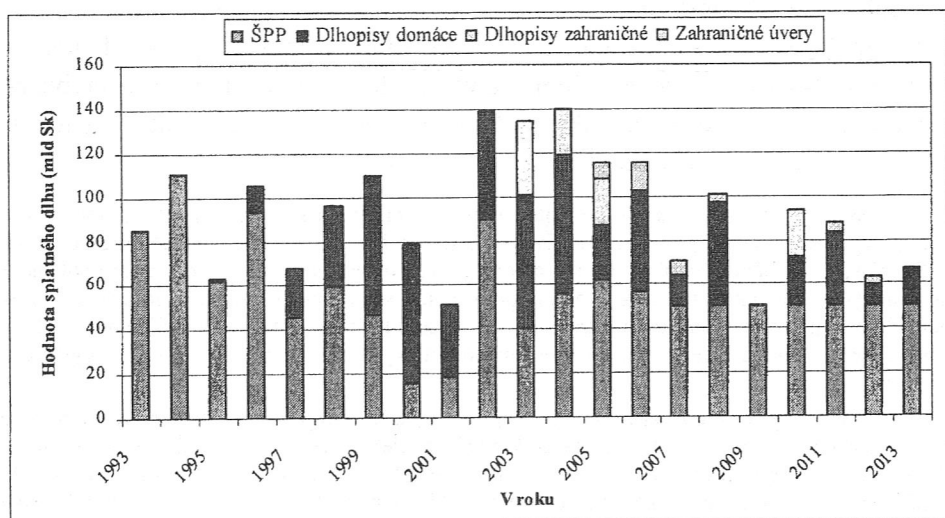
Priemerná doba splatnosti zahraničných úverov podľa rokov

Rok	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Splatnosť v rokoch	16.0	9.0	9.6	10.0	31.0	6.4	9.5	14.0

Pokiaľ ide o výnos pre veriteľov, v úverovom portfóliu štátneho dlhu je v porovnaní so štátnymi cennými papiermi väčšie zastúpenie úverov s pohyblivou úrokovou sadzbou v porovnaní s úvermi s fixnou úrokovou sadzbou (podiel úverov s fixnou úrokovou sadzbou na celkovom objeme nesplatených úverov k 31. decembru 2002 predstavoval 36,3 %). Táto skutočnosť vyplýva z faktu, že štátny dlh vo forme úverov je neobchodovateľný a pohyblivá úroková sadzba predstavuje čiastočne, v istom kontexte, nástroj na eliminovanie úrokového rizika.

Obrázok 4

Splatnosť existujúceho dlhu k 31. 12. príslušného roka



Pokiaľ ide o charakteristiku dlhu ako celku, jeho splatnosť charakterizuje graf na obrázku 4. Ako vyplýva z grafu, podstatná časť štátnych cenných papierov je splatná v priebehu nasledujúcich troch rokov.

Pokiaľ ide o vzťah vnútornej a zahraničnej zadlženosti, z celkového dlhu k 31. 12. 2002 predstavovala vnútorná zadlženosť 71,3 % a pozostávala z nasledujúcich záväzkov:

Tabuľka 5

Vnútorná zadlženosť podľa charakteru dlhu (v mld Sk)

Emisie štátnych dlhopisov	234.2
Emisie štátnych pokladničných poukážok	39.5
Domáce úvery	1.7
Celkový vnútorný dlh	275.4

Zahraničná zadlženosť predstavovala 18,7 % a pozostávala z nasledujúcich záväzkov:

Tabuľka 6

Zahraničná zadlženosť podľa druhu (v mld Sk)

Emisie štátnych dlhopisov	75.3
Vládnych úverov prevzatých od bývalého ŠFCH	23.8
Ostatných vládnych úverov	11.7
Celkový zahraničný dlh	110.8

Percentuálny podiel jednotlivých mien na celkovej zahraničnej zadlženosti k 31. 12. 2002 udáva tabuľka 7.

Tabuľka 7

Menová štruktúra zahraničnej zadlženosti

Mena	EUR	USD	JPY	ostatné
% podiel	79	19	1	1

Ako vyplýva z tabuľky 7, nosnou menou zahraničnej zadlženosti Slovenskej republiky je euro. Dôvodom sú rozvíjajúce sa všestranné vzťahy s Európskou úniou a očakávané začlenenie Slovenska do európskych štruktúr. Vo všeobecnosti možno konštatovať, že menové – kurzové riziko slovenskej koruny voči euru je nižšie ako voči ostatným voľne zameniteľným menám. Z pohľadu slovenskej koruny ide o hlavnú menu a slovenská koruna je od jej vývoja priamo závislá. Riziká vyplývajúce z pozícií štátu v eurách sú v tomto kontexte ľahšie predvídateľné a kontrolovateľné, a preto riadenie portfólia štátneho dlhu sa bude zameriavať na denomináciu štátneho dlhu v tejto mene na úkor ostatných voľne zameniteľných mien.

2.3. Závazky vyplývajúce zo štátnych záruk

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

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

Podľa ocenenia rizika ministerstvom financií, z celkového objemu istín štátnych záruk 102,6 mld Sk je možné považovať za rizikové 65,3 mld Sk (t. j. 63,6 %). Za najvyššie sa považuje riziko realizácie úverov so štátnou zárukou Železníc SR v sume 37,3 mld Sk. Suma 65 mld Sk rizikových štátnych záruk je z hľadiska splatnosti rozložená do rokov 2003 – 2021 s maximom splátok v rokoch 2005, 2006 a 2007 z dôvodu jednorazovej splatnosti úverov so štátnou zárukou pre Slovenské elektrárne, a. s., Bratislava a Železnice SR.

Štátne záruky možno všeobecne považovať za najdrahší spôsob zadlžovania štátu, keďže poskytovatelia úverov zohľadňujú v cene poskytnutého úveru okrem rizika štátu aj úverové riziko prijímateľa úveru.

3. Riziká súvisiace so štruktúrou dlhu

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

3.1. Refinančné riziko

Za najvýznamnejšie možno považovať refinančné riziko, t. j. riziko, že štát si nedokáže požičať na krytie svojho splatného dlhu, alebo si dokáže požičať iba obťažne a za relatívne nevýhodných podmienok. Možno konštatovať, že takmer celý štátny dlh je splatný v horizonte 3 nadchádzajúcich rokov (v roku 2004 je splatných 140 mld Sk, v roku 2005 177 mld Sk a v roku 2006 je to 114 mld Sk

objemu štátnych dlhopisov). Z tohto pohľadu hodnotíme refinančné riziko štátneho dlhu SR v pomere k veľkosti a možnostiam slovenského finančného trhu ako relatívne vysoké. Trh môže kalkulovať s touto skutočnosťou a môže vyvíjať tlak na štát refinancovať svoje záväzky za vyššie úrokové sadzby podobne, ako to bolo v druhom štvrtroku 2003.

3.2. Úrokové riziko

S refinančným rizikom úzko súvisí úrokové riziko. Úrokové riziko je riziko vyplývajúce z vplyvu zmien trhových úrokových sadzieb na dlhové portfólio SR. Toto riziko vyplýva z potreby refinancovania dlhu, ktorý bude splatný v budúcnosti pri neznámych, resp. odhadovaných úrokových sadzbách, a z volatility výplat hodnoty kupónov pri plávajúcich úrokových sadzbách, štátnych dlhopisov. Riziku nárastu úrokových sadzieb je vystavené portfólio štátnych výpožičiek obsahujúce dlhové záväzky s krátkou dobou splatnosti a dlhové záväzky naviazané na pohyblivú úrokovú sadzbu. V súčasnosti percento pevnej úrokovej sadzby z celkového štátneho dlhu predstavuje 65 % a 35 % plávajúcej úrokovej sadzby. Priemerná doba splatnosti celkového nesplateného dlhu, ktorá vyjadruje, za aké obdobie sa existujúci dlh stane krátkodobým, je 3,6 roka.⁵

Kľúčovým ukazovateľom, ktorý sa používa pri monitorovaní a riadení úrokového rizika, je durácia portfólia.⁶ Priemerná súčasná durácia portfólia štátnych dlhopisov SR je 3,2 roka. Je pravdepodobné, že v prípade celého štátneho dlhu je tento ukazovateľ nižší (pravdepodobne je hodnota durácie celého portfólia štátneho dlhu SR v intervale 2,5 až 2,8 roka), pretože väčšina vládnych úverov je naviazaná na pohyblivú úrokovú sadzbu. Pri tejto hodnote durácie a pri vysokej historickej volatilitě úrokových sadzieb na slovenskom finančnom trhu by bolo portfólio štátneho dlhu vystavené veľkému úrokovému riziku. V budúcnosti je možné očakávať pokles úrokových sadzieb v súvislosti s integráciou Slovenska do eurozóny. V tomto kontexte by teda mohla nízka durácia portfólia priniesť úsporu rozpočtových prostriedkov najmä v rokoch 2005 a 2006. Úrokové riziko

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

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

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

bude potrebné v budúcnosti aktívne riadiť. Základným predpokladom zníženia úrokového rizika portfólia je zmena jeho štruktúry z hľadiska profilu splatností. Následne s využitím finančných nástrojov vrátane derivátov bude potrebné čiastočne eliminovať vplyv úrokového rizika.

3.3. Riziko likvidity

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

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

3.4. Kurzové riziko

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

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

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

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

3.5. Riziko protistrán

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

3.6. Operačné riziko

V súčasnosti je za koncepčnú stránku riadenia dlhu a likvidity, a zároveň aj za jeho realizáciu – operatívne riadenie zodpovedné Ministerstvo financií SR.⁸ Národná banka Slovenska pôsobí ako agent ministerstva financií a zabezpečuje technickú realizáciu pri vydávaní a splácaní štátnych dlhopisov vrátane výnosov. Spolupráca týchto inštitúcií je skôr v rovine operatívnej a realizačnej než riadiacej a koncepčnej. Súčasný systém riadenia dlhu a likvidity (resp. systém uplatňovaný

⁸ Legislatívny rámec pre oblasť riadenia štátneho dlhu je vymedzený nasledovnými zákonmi: zákonom č. 291/2002 Z. z. o štátnej pokladnici a o zmene a doplnení niektorých zákonov, zákonom č. 386/2002 Z. z. o štátnom dlhu a štátnych zárukách, zákonom č. 566/2001 Z. z. o cenných papieroch a investičných službách, zákonom č. 510/2002 Z. z. o platobnom styku a o zmene a doplnení niektorých zákonov, zákonom č. 566/1992 Zb. o Národnej banke Slovenska v znení neskorších predpisov, zákonom o štátnom rozpočte na príslušný rok, zákonom č. 303/1995 Z. z. o rozpočtových pravidlách v znení neskorších predpisov a zákonom č. 530/1990 Zb. o dlhopisoch v znení neskorších predpisov.

do konca roka 2003) generuje významné operačné riziko – riziko potenciálnych strát vyplývajúcich z nezvládnutia procesného riadenia obsluhy štátneho dlhu. Riziká súvisia najmä s nasledujúcimi skutočnosťami.

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

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

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

Po štvrté, v súčasnosti monitorovanie finančného trhu robí pre MF SR Národná banka Slovenska. Ministerstvo financií SR nemá možnosť priamo pružne reagovať na vývoj finančného trhu. Prístup k aktuálnym informáciám z trhu je však nevyhnutnou podmienkou efektívneho riadenia štátneho dlhu a likvidity a realizácie operácií a transakcií na finančnom trhu.

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

4. Stratégia riadenia dlhu a likvidity na roky 2004 – 2006

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

4.1. Východiská a ciele

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

V oblasti riadenia dlhu a likvidity, stratégia rieši najmä štyri hlavné problémy:

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

Pokiaľ ide o vývoj trhového a ostatného externého prostredia, predpokladáme z pohľadu napĺňania cieľov stratégie priaznivý vývoj, najmä:

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

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

1. **Princíp transparentnosti:** akékoľvek zvyšovanie dlhu musí byť transparentné a musí mať jasné pravidlá. Je potrebné eliminovať nekontrolovaný a nekontrolovateľný rast dlhu.

2. **Princíp otimálnosti:** riadenie dlhu má vychádzať z princípu optimálneho rizika. To znamená, že aktívne riadenie dlhu má vychádzať z kvantifikácie rozdielu medzi potenciálnou stratou z neriadeného rizika a s nákladmi spojenými na jeho elimináciu.

3. **Princíp udržateľnosti:** pri aktívnom riadení dlhu majú byť preferované stredno- a dlhodobé ciele pred krátkodobými úsporami. Krátkodobé „úspory“ nesmú byť na úkor väčších nákladov alebo väčšieho rizika nákladov v budúcnosti.

4.2. Princíp transparentnosti

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

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

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

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

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

Základné pravidlá poskytovania štátnych záruk sú obsiahnuté v zákone č. 386/2002 Z. z. o štátnom dlhu a štátnych zárukách.

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

- **vládne úvery** – predpokladá individuálne posudzovanie na úrovni úverového a záručného výboru a rozhodovanie na úrovni vlády o *trade-off* medzi obchodno-finančnými podmienkami a inými výhodami, ktoré úver prináša (technická asistencia, grant a pod.); obchodno-finančné podmienky, rovnako ako vhodnosť úveru z pohľadu štruktúry celkového dlhového portfólia, bude posudzovať ARDaL;

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

Pokiaľ ide o možnosť nekontrolovateľného zadlžovania, významný posun smerom k eliminácii tejto možnosti bude znamenať spustenie systému štátnej

pokladnice, ktorý neumožní vstup klienta (rozpočtovej alebo príspevkovej organizácie) do nekrytého záväzkového vzťahu. Pretože systém štátnej pokladnice nezahŕňa všetky rozpočtové a príspevkové organizácie v okruhu verejných financií, riziko vzniku nekontrolovaného dlhu stále ostáva. Nedoriešenou ostáva možnosť nekontrolovaného zadlžovania predovšetkým na regionálnej úrovni, ale aj zadlžovania verejnoprávnych inštitúcií.

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

4.3. Princíp udržateľnosti

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

Reštrukturalizácia z pohľadu eliminácie úrokového rizika

Optimalizovať náklady na obsluhu dlhu značí vydávať štátne dlhopisy s takými splatnosťami, aby sa minimalizovalo riziko zvýšených nákladov v stredno- a dlhodobom horizonte.

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

Súčasná slovenská úroková krivka má inverzný tvar, čo podporuje vydávanie dlhopisov s dlhšími splatnosťami a „ukladanie peňazí na krátke obdobia“. Je oprávnený predpoklad, že v nasledujúcich rokoch sa bude tvar úrokovej krivky štandardizovať, a preto *je potrebné využiť roky 2004 – 2006 na vydávanie dlhopisov s dlhšími splatnosťami.* Úlohou ARDaL bude v rokoch 2004, 2005 a 2006 postupne rozložiť splácanie existujúceho štátneho dlhu, ktorý je splatný do roku

2006, od 3 do 15 rokov v závislosti od vývoja situácie na domácom a zahraničnom dlhopisovom trhu, a predĺžiť priemernú dobu splatnosti do intervalu 4 až 4,5 roka. Vzhľadom na absorpčnú schopnosť domáceho finančného trhu pre cenné papiere so splatnosťou dlhšou ako 3 roky bude potrebné uvažovať aj s tzv. *benchmarkovými* emisiami na zahraničných kapitálových trhoch.

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

Reštrukturalizácia z pohľadu eliminácie refinančného rizika

Pre refinancovanie je dôležité zlepšenie likvidity sekundárneho trhu so ŠCP, ktoré možno dosiahnuť redukciami počtu emisií dlhopisov súčasne so zväčšením veľkosti emisií. V nasledujúcich rokoch bude MF SR prostredníctvom ARDaL vydávať tzv. otvorené (*Tap*) emisie v nominálnej hodnote okolo 40 mld Sk (viac aukcií na jednu emisiu). Agentúra sa pokúsi koncentrovať malé emisie z minulých rokov s cieľom skúpiť staršie malé emisie alebo vymeniť staršie malé emisie za ekvivalentnú časť novej veľkej emisie.⁹

Zvýšenie objemu jednotlivých emisií prispeje k zvýšeniu likvidity sekundárneho trhu. Predpokladom sú však legislatívne zmeny smerujúce k štandardizácii trhu so štátnymi cennými papiermi z pohľadu investora, predovšetkým štandardizácia vysporiadania cenných papierov podľa praxe EÚ, ako aj zlepšená komunikácia emitenta s trhom. Dôležitým krokom k zvýšeniu transparentnosti z pohľadu investora je *vládny návrh daňovej reformy*.

Požiadavka spoľahlivého refinancovania štátu súvisí s profilom splatnosti štátneho dlhu (*likviditné gapy*). *Emisiami dlhopisov v roku 2004 až 2006 je potrebné dosiahnuť rovnomerný profil splatnosti štátnych dlhových cenných papierov.* Na zníženie rizika refinancovania je potrebné do roku 2006 dosiahnuť rovnomerný profil splatnosti celého existujúceho portfólia dlhopisov s maximálnou odchýlkou menej ako 30 % priemernej splatnej hodnoty za jeden rok, ako aj nasledovné kritériá splatnosti:

⁹ V tejto súvislosti je potrebné poznamenať, že väčšinu štátnych dlhopisov vlastní banky, ktoré majú zaradené väčšinu dlhopisov do *Held to maturity* portfólia, a teda nemajú možnosť predať uvedené dlhopisy bez vyjadrenia audítora.

- maximálny objem dlhu splatného *do jedného roka* – menej ako 25 % z celkovej hodnoty portfólia štátnych dlhových cenných papierov;
- maximálny objem dlhu splatného *do dvoch rokov* – menej ako 40 % z celkovej hodnoty portfólia štátnych dlhových cenných papierov;
- maximálny objem dlhu splatného *do troch rokov* – menej ako 65 % z celkovej hodnoty portfólia štátnych dlhových cenných papierov.

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

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

Reštrukturalizácia z pohľadu kurzového rizika

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

ekonomiky. Inak povedané, *pri znižujúcom sa kurzovom riziku bude možné využívať zahraničné emisie na odstránenie iných rizík, najmä refinančného a úrokového rizika.*

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

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

- *v súlade s odporúčaniami expertov EÚ dosiahnuť a udržiavať priemernú zostatkovú splatnosť portfólia štátnych dlhových cenných papierov v rozmedzí 4 až 6 rokov;*

- *v súvislosti s predpokladaným vývojom úrokových sadzieb dosiahnuť hodnotu durácie dlhového portfólia štátu na úrovni približne 4 rokov.*

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

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

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

Reštrukturalizácia úverového portfólia

Zo súčasného úverového portfólia štátu vyplývajú do budúcnosti riziká – možné zvýšené výdavky spojené najmä s kurzovým a úrokovým rizikom. *Portfólio štátnych úverov bude potrebné v rokoch 2004 a 2005 reštrukturalizovať,*

to znamená v maximálnej možnej miere eliminovať vplyv nevýhodných úverov a po analýze ich nahradiť úvermi alebo štátnymi dlhopismi so štandardnými obchodnými a technickými podmienkami.

4.4. Princíp optimálnosti

Minimalizácia rizika musí byť založená na permanentnom monitorovaní a analýze rizík. Riadenie rizík sa dotýka nielen jednotlivých finančných nástrojov a súvisiacich operácií (dlhopisy, úvery, depozitá, menové konverzie a pod.), ale aj dlhového portfólia ako celku. Riziká vyplývajúce zo štruktúry štátneho dlhu sa musia pravidelne monitorovať a prehodnocovať v súlade s metodikou monitoringu, hodnotenia a riadenia rizík, ako aj stanovenia a kontrol limitov jednotlivých rizík. Jeden z nástrojov na elimináciu jednotlivých typov trhových rizík by mali tvoriť aj finančné nástroje – *deriváty*. K zníženiu rizík by mala prispieť aj centralizácia celej agendy riadenia dlhu zavedením štandardizovaného a centralizovaného informačného systému, ktorý musí zabezpečiť v reálnom čase spoľahlivú evidenciu obchodov a kontrolu limitov.

Záver

Na záver je potrebné zdôrazniť niekoľko skutočností. Predkladaný článok sa zaoberal riadením štátneho dlhu, t. j. tej časti verejného dlhu, resp. zadlženosti verejnej správy, ktorá sa obvykle označuje ako *sovereign debt* a na ktorú je možné aplikovať štandardné postupy riadenia rizík. Mimo pozornosti článku ostal dlh ostatných zložiek verejnej správy (v našich podmienkach najmä dlhy miest a obcí) a tzv. skrytý dlh a podmienené záväzky (*contingent liabilities*). V prvom prípade preto, lebo dlh ostatných zložiek verejnej správy v dnešných legislatívnych podmienkach nie je možné centralizovať, a teda ani centrálnie riadiť riziká (a využiť úspory z rozsahu). V druhom prípade preto, lebo skrytý dlh a podmienené záväzky nadobúdajú špecifické formy a riadenie rizík s nimi súvisiacich používa špecifické nástroje – táto téma je však nad rámec predkladaného článku.

Ďalej je potrebné zdôrazniť, že stratégia riadenia štátneho dlhu v strednodobom horizonte reaguje na tie faktory a skutočnosti, ktoré sú v súčasnosti známe alebo predvídateľné a smer a intenzitu pôsobenia ktorých je možné odhadnúť. Vychádza preto najmä zo súčasného stavu (objemu, štruktúry) štátneho dlhu a predpokladaného vývoja predovšetkým úrokových sadzieb a výmenného kurzu, a to v kontexte vstupu Slovenska do Európskej únie a následného postupného vytvárania predpokladov na vstup do eurozóny. Nemôže však reagovať na tie faktory, vplyv ktorých dnes ešte nie je možné konkretizovať. Ide najmä o zmeny

na finančnom trhu súvisiace s bezprostredným vstupom do eurozóny a zmeny súvisiace s postupným nabíhaním druhého (kapitalizačného) piliera dôchodkovej reformy. Napriek tomu, že oba zmienené faktory budú výraznejšie ovplyvňovať riadenie dlhu až po roku 2006, každoročná konkretizácia stratégie zohľadňujúca nové skutočnosti bude, samozrejme, nevyhnutná. Jej ciele a princípy však považujeme za nadčasové.

Literatúra

- [1] Guidelines for Public Debt Management. Washington, D. C.: International Monetary Fund and World Bank, marec 2001. <www.worldbank.org/pdm/guidelines.htm>
- [2] Guidelines for Public Debt Management.: Accompanying Document. [Case studies.] Washington, D. C.: International Monetary Fund and World Bank, november 2002.
- [3] Developing Government Bond Market: A Handbook. Washington, D. C.: International Monetary Fund and World Bank, júl 2001.
- [4] Issues for the Design of Liquid Markets. Committee on the Global Financial System. Basel, Switzerland: Bank for International Settlements 1999. <www.bis.org/publ/index.htm>
- [5] The J. P. Morgan Guide to Emerging Local Markets. New York: J. P. Morgan, november 1997.
- [6] Code of Good Practices on Fiscal Transparency: Declaration of Principles. Washington, D. C.: International Monetary Fund 1998. <www.imf.org/external/np/fad/trans/code.htm#code>
- [7] Recent Innovations in International Banking. The Cross Report. Basel, Switzerland: Bank for International Settlements 1986.
- [8] International Capital Markets: Development Prospects and Key Policy Issues. Washington, D. C.: International Monetary Fund 1995.
- [9] CURRIE, E. – DETHIER, J.-J. – TOGO, E.: Institutional Arrangements for Public Debt Management. Paris: OECD, marec 2003.
- [10] Debt Management and Government Securities Markets in the 21st Century. Paris: OECD, september 2002.
- [11] Stratégia reformy riadenia verejných financií. [Dokument schválený vládou SR 23. apríla 2003.] Bratislava: Ministerstvo financií SR 2003.