

Stratégia riadenia štátneho dlhu na roky 2019 až 2022

Obsah

Obsah.....	1
1. Zhodnotenie plnenia Stratégie riadenia štátneho dlhu v rokoch 2015 až 2018.....	3
2. Makroekonomický výhľad	6
3. Výhľad finančného trhu	8
4. Fiškálny výhľad.....	9
5. Strategické ciele riadenia štátneho dlhu na roky 2019 až 2022	9
6. Záver.....	11

Úvod

Stratégia riadenia štátneho dlhu stanovuje kľúčové zásady, ktorými sa bude riadiť emitovanie štátnych dlhových cenných papierov v období rokov 2019 – 2022. Slovensko zvládlo dôsledky dlhovej krízy bez narušenia plynulosti svojho financovania. V pokrízovom období Slovensko postupne konvergovalo k jadrovým krajinám eurozóny a od týchto krajín sa v súčasnosti odlišuje iba veľkosťou kreditnej prírážky, ktorá je v súčasnosti historicky najmenšia a je priamo závislá od kreditného ratingu krajiny.

V rokoch 2015 – 2018 sa postupne zlepšovali parametre portfólia štátneho dlhu, predlžovala sa jeho splatnosť a durácia, ktoré v roku 2018 dosiahli priemerné úrovne krajín OECD a EÚ. Zmenšovanie rizika portfólia štátneho dlhu neprinieslo dodatočné výdavky pre štátny rozpočet, nakoľko bolo kompenzované pokračujúcim poklesom trhových úrokových sadzieb vyvolaným operáciami ECB.

Bezproblémové financovanie počas dlhovej krízy bolo umožnené dôsledným naplňaním Stratégie riadenia štátneho dlhu, rozkladaním splatností štátneho dlhu v čase, oslovením nových investorov a prítomnosťou Slovenska na finančných trhoch mimo eurozóny v predchádzajúcich obdobiach. Zlepšenie postavenia Slovenska na finančných trhoch podporila aj zlepšujúca sa likvidita slovenských štátnych cenných papierov na sekundárnom trhu. Ako jediná krajina z krajín strednej a východnej Európy a iba siedma krajina Európy Slovensko vydalo benchmarkový dlhopis na európskom dlhopisovom trhu so splatnosťou 50 rokov. Úspešná emisia potvrdila veľmi dobré postavenie a kredit Slovenska na medzinárodných finančných trhoch.

Riadenie dlhu je naďalej ovplyvňované Zákonom o rozpočtovej zodpovednosti, ktorý stanovuje limity naviazané na hrubý dlh. Takáto formulácia zákona spôsobuje komplikácie pri operatívnom riadení dlhu a limituje možnosti predzásobenia pri vhodných podmienkach na trhu.

Slovensko bude v nasledujúcom štvorročnom období aj s ohľadom na zmenu menovej politiky ECB musieť hľadať nových investorov mimo stredoeurópskeho regiónu. Pomer domácich, najmä bankových, investorov bude aj naďalej klesať, nebankový finančný trh rastie na Slovensku iba veľmi pomaly a prípadné nové schodky štátneho rozpočtu bude potrebné exportovať na zahraničné, najmä európske trhy. V najbližšom štvorročnom období pravdepodobne dôjde k miernemu rastu trhových úrokových sadzieb štátnych dlhopisov, ale z dôvodu historicky najdlhšej priemernej splatnosti a durácie portfólia štátneho dlhu Slovenska sa nárast úrokových sadzieb prejaví v štátnom rozpočte iba veľmi mierne a rozloží sa do niekoľkých nasledujúcich rokov.

1. Zhodnotenie plnenia Stratégie riadenia štátneho dlhu v rokoch 2015 až 2018

Ciele riadenia štátneho dlhu v rokoch 2015 až 2018 sa oproti predchádzajúcej Stratégii riadenia štátneho dlhu významne nezmenili a aktuálna stratégia kontinuálne nadviazala na predchádzajúce stratégie. Zachované zostali primárne ciele, ktorými sú zabezpečenie likvidity a prístupu na trh pre financovanie potrieb štátu transparentným, obozretným a nákladovo úsporným spôsobom a súčasne udržanie rizík obsiahnutých v dlhu na akceptovateľnej úrovni. Dosiahnuté výsledky pri riadení dlhu reflektujú vývoj na finančných trhoch potvrdili, že ciele v Stratégii na roky 2015 až 2018 boli nastavené správne, no vzniká priestor pre posun limitov v aktuálnej Stratégii.

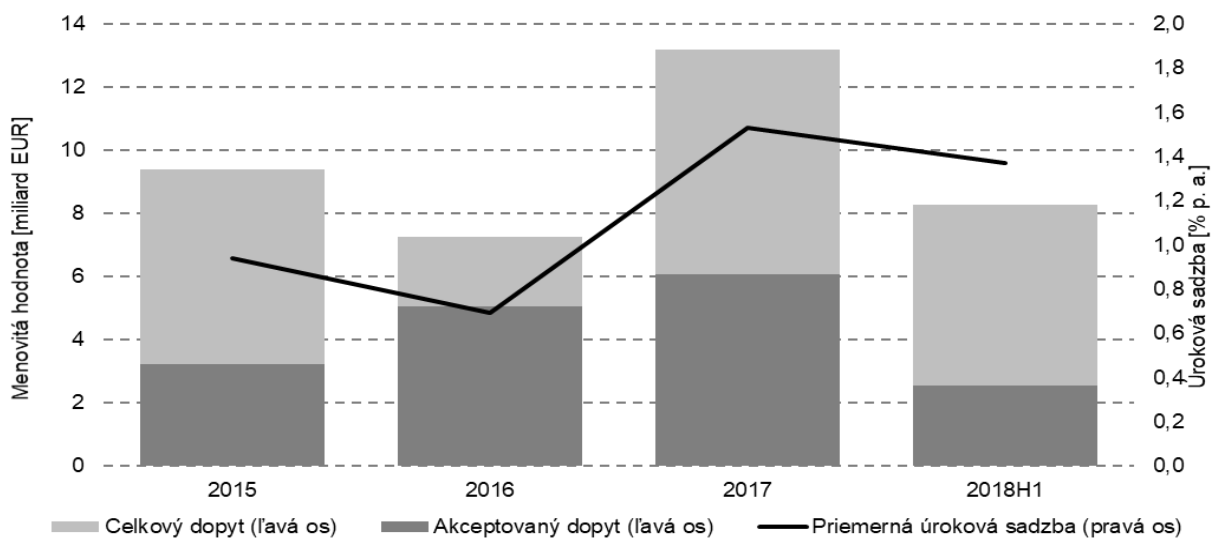
Plnenie parciálnych cieľov:

1 - Štandardizovanie vlastností nových emisií cenných papierov

V rokoch 2015 až 2018 bolo na domácom trhu otvorených celkovo 8 nových línií dlhopisov so splatnosťami od 7,5 roka až do 50 rokov. Dve z týchto nových línií boli nebenchmarkové, každá v celkovej maximálnej menovitej hodnote 1,5 mld. Eur. Tieto línie boli otvorené prostredníctvom aukcie pre Primárnych dealerov. Zvyšných 6 nových benchmarkových línií dlhopisov bolo otvorených prostredníctvom syndikovaného predaja. Štyri emisie majú štandardizovanú maximálnu menovitú hodnotu 3 mld. Eur a dve emisie majú maximálnu menovitú hodnotu 5 mld. Eur. Dôvodom zvýšenia maximálnej menovitej hodnoty pri týchto dlhopisoch na 5 mld. Eur bola ich dlhá splatnosť (30, respektíve 50 rokov), pričom sa predpokladá, že v čase ich splatnosti bude nominálna hodnota 5 mld. Eur bežnou menovitou hodnotou dlhopisov.

Všetky verejne obchodovateľné emitované štátne cenné papiere (denominované v Eur) spĺňajú podmienku akceptovateľnosti aktív ECB, takže môžu byť použité v priamych operáciách ECB/NBS alebo ako zábezpeka pri operáciách súvisiacich s výkonom menovej politiky.

**GRAF 1 – Dopyt a akceptovaný dopyt v syndikátoch a domácich aukciách ŠD (mld. Eur)
a úroková sadzba z aukcií (% p. a.)**



Zdroj: ARDAL

2 - Optimalizovanie štruktúry neobchodovateľného dlhu

V minulosti bola ukončená intenzívna fáza optimalizácie štruktúry neobchodovateľného dlhu. Všetky úvery, pri ktorých bolo možné predčasné splatenie za finančne priaznivých alebo neutrálnych podmienok, boli predčasne splatené a neobchodovateľný dlh bol nahradený obchodovateľným dlhom (dlhopismi). Nové úvery (okrem realizovaných záruk) boli schvaľované len v prípade ich ekonomickej výhodnosti. V roku 2015 boli čerpané úvery v súhrnnej sume 395,0 mil. EUR (75 mil. od CEB a 320,0 mil. EUR od EIB). V roku 2016 boli čerpané úvery v celkovej hodnote 330 mil. EUR (225,0 mil. EUR od CEB a 105,0 mil. EUR od EIB). Začiatkom roku 2017 bol čerpaný úvery od EIB v hodnote 75 mil. EUR. Pri všetkých úveroch boli podmienky ich čerpania výhodnejšie, alebo rovnaké ako pri emisii porovnateľných cenných papierov.

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

Pre refinančné riziko bolo strategickým zámerom udržiavanie hodnoty finančných záväzkov štátu splatných v prvom roku blízko úrovne 20 % z celkových finančných záväzkov, kumulatívne za päť rokov je strategickým zámerom hodnota 55 %. Pre riziko z precenenia bolo zámerom udržiavanie hodnoty preceňovaných finančných záväzkov štátu v prvom roku blízko úrovne 25 % z celkových finančných záväzkov štátu, kumulatívne za päť rokov je zámerom 55 %. Dodržiavanie uvedených cieľov posúva portfólio štátu oproti uplynulému obdobiu do oblasti menšieho rizika v zmysle refinancovania a zmeny úrokových sadzieb.

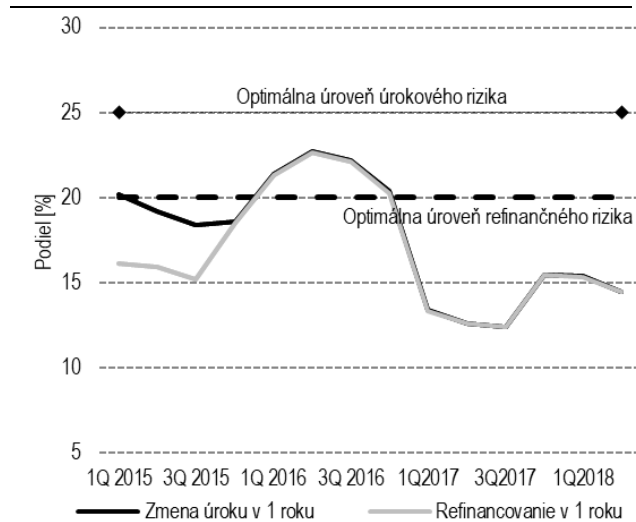
TABUĽKA 1 – Ukazovatele refinančného rizika a rizika z precenenia

	Refinancovanie v 1 roku* (opt. 20 %) [%]	Refinancovanie v 5 rokoch* (opt. 55 %) [%]	Zmena úroku v 1 roku* (opt. 25 %) [%]	Zmena úroku v 5 rokoch* (opt. 55 %) [%]
1Q 2015	16,14	41,95	20,17	41,98
2Q 2015	15,95	48,46	19,16	48,48
3Q 2015	15,19	47,78	18,36	47,80
4Q 2015	18,52	48,23	18,61	48,25
1Q 2016	21,31	48,96	21,40	48,98
2Q 2016	22,64	45,60	22,73	45,62
3Q 2016	22,13	45,06	22,22	45,08
4Q2016	20,29	42,97	20,38	42,98
1Q2017	13,31	36,06	13,40	36,07
2Q2017	12,58	37,34	12,60	37,36
3Q2017	12,38	37,00	12,40	37,01
4Q2017	15,47	33,48	15,49	33,49
1Q2018	15,35	39,79	15,37	39,80
2Q2018	14,05	35,48	14,07	35,49

* Štátne dlhopisy, Štátne pokladničné poukážky, úvery, peňažný trh a Štátna pokladnica

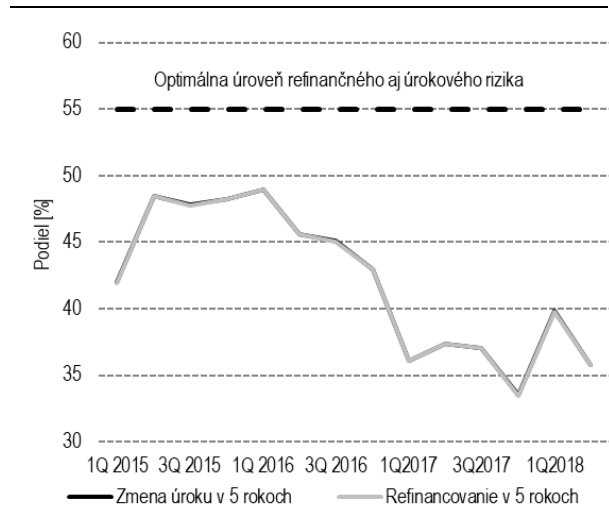
Zdroj: ARDAL

GRAF 2 – Vývoj ukazovateľov refinančného a úrokového rizika v prvom roku (%)



Zdroj: ARDAL

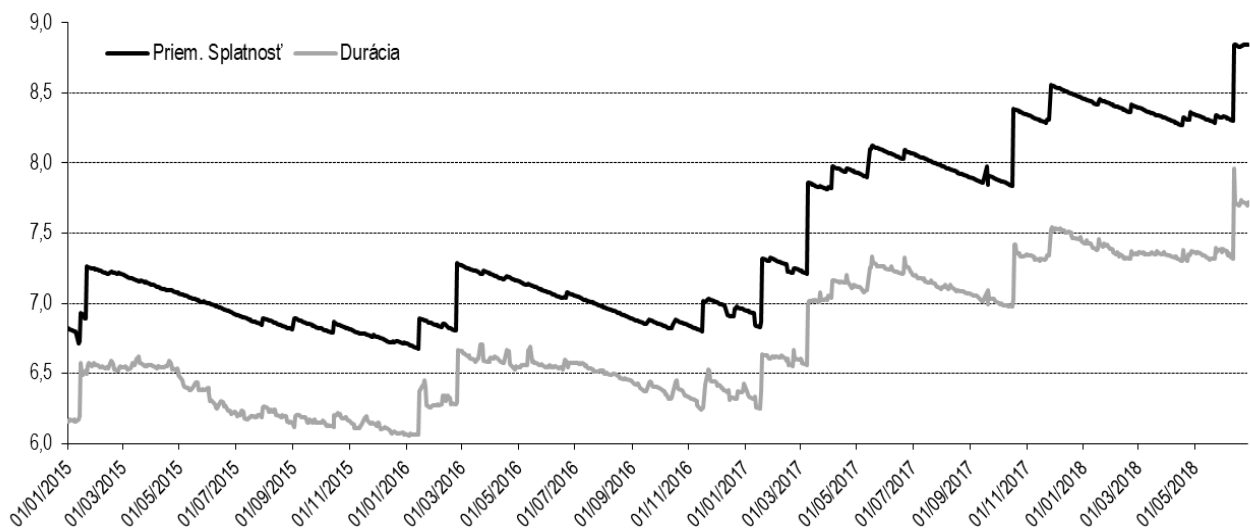
GRAF 3 – Vývoj ukazovateľov refinančného a úrokového rizika v piatich rokoch (%)



Zdroj: ARDAL

Stabilizácia finančných trhov prostredníctvom operácií ECB pokračovala aj po roku 2015. Úrokové sadzby členských krajín eurozóny hlavne pod vplyvom nákupov dlhopisov v rámci programu ECB PSPP dosahovali stále nové rekordné minimá. To, spolu so zmenšenou dôverou investorov v „okrajové“ krajiny, znamenalo pre Slovensko v týchto rokoch prílev nových investorov, najmä v oblasti stále väčších splatností. Rekordne malé úrokové sadzby sa prejavili aj pri slovenských dlhopisoch, a preto boli uvedené podmienky využité na vydávanie dlhopisov (dlhu) s čo najväčšou dobou do splatnosti (20, 30 a 50 rokov). Parametre portfólia sa od záveru roka 2016 dostali významnejšie pod optimálne úrovne jedno aj päťročného refinančného rizika, čo vytvára priestor pre ich ďalšie sprísnenie v aktuálnej stratégii.

GRAF 4 – Vývoj priemernej splatnosti (roky) a durácie (roky) štátneho dlhu v rokoch 2015 až 2018



Zdroj: ARDAL

Pre riadenie cudzomenového rizika je stanovený limit nezabezpečenej cudzomenovej pozície štátneho dlhu, a to na úrovni 3 % v pomere k celkovému štátnemu dlhu. Ku koncu júna 2018 bola hodnota nezabezpečeného dlhu v cudzej mene 0,07 % z celkového dlhu.

4 - Diverzifikácia investorskej základne

Diverzifikácia investorskej základne je nevyhnutná najmä z dôvodu každoročných deficitov štátneho rozpočtu, ktoré sú spolu so splatným dlhom väčšie ako absorpčná kapacita domáceho a regionálneho finančného trhu.

V celom horizonte minulej Stratégie nebola vydaná žiadna emisia v cudzej mene. V budúcnosti môže ARDAL vydať takúto emisiu v závislosti od podmienok na trhu, od vývoja deficitu ŠR a očakávaných zmien zákona o rozpočtovej zodpovednosti.

5 - Skvalitnenie infraštruktúry riadenia štátneho dlhu (primárni dealeri, ISDA zmluvy, brokeri, zlepšenie podmienok vysporiadania CP)

Vo februári 2017 Centrálny depozitár cenných papierov SR, a. s. (CDCP) úspešne prešiel na európsku platformu Target 2-Securities (T2S). Týmto významným míľnikom sa Slovensko stalo integrovanou súčasťou jednotného kapitálového trhu EÚ. Implementáciou štandardného vysporiadania transakcií (DVP) sa vytvorili vhodné podmienky pre zavedenie elektronickej platformy pre sekundárny trh slovenských štátnych cenných papierov.

Vo februári 2018 začala na Slovensku fungovať elektronická platforma pre obchodovanie štátnych dlhopisov na sekundárnom trhu - MTS Slovakia. Hlavným cieľom zavedenia bola podpora transparentnosti a likvidity štátnych cenných papierov na sekundárnom trhu. Táto platforma je v krajinách EÚ najviac rozšírená a predstavuje nevyhnutný štandard pre zlepšenie likvidity štátnych cenných papierov na sekundárnom trhu. Slovensko sa aj vďaka tomu začlenilo medzi krajiny s vyspelou infraštruktúrou v oblasti riadenia a správy štátneho dlhu.

Systém primárnych dealerov fungoval stabilne a štandardne s mierne sa meniacim počtom primárnych dealerov. V uvedenom období boli podpísané zmluvy s celkovo desiatimi až trinástimi primárnymi dealerami a s niekoľkými spolupracujúcimi dealeri v závislosti od jednotlivých rokov.

V období od začiatku roka 2012 boli uzatvorené zmluvy s jedenástimi bankami (ISDA Master Agreement). Banky, s ktorými má Slovensko platné zmluvy, môžu byť pozvané do tendra na uzatvorenie zabezpečovacích a iných transakcií. Služby brokerských spoločností (zahraničných) využíva Slovensko na transakcie na peňažnom a na sekundárnom kapitálovom trhu v menšom rozsahu.

2. Makroekonomický výhľad

GLOBÁLNA EKONOMIKA

Globálna ekonomika si udržiava solídnu výkonnosť, hoci sa už dostala za svoj rastový vrchol. Mierne spomalenie je pozorovateľné najmä v rozvinutých ekonomikách, zatiaľ čo rozvíjajúce trhy, najmä v Ázii, si zachovávajú momentum. Globálny rast (bez EÚ) by mal akcelerovať z 3,9 % v roku 2017 na 4,2 % v roku 2018 a 4,1 % v roku 2019. Existuje však aj množstvo rizík. Po prvé, obchodné napätie medzi globálnymi obchodnými partnermi by sa mohlo prejaviť vo vyššej volatilitě na finančných trhoch a rýchlejšom než očakávanom zhoršení globálnych finančných podmienok (financial conditions) oproti predikciám. Po druhé, prebiehajúce rokovania o podmienkach odchodu Spojeného kráľovstva z EÚ by mohli viesť k dočasnému negatívnemu vplyvu na hospodársky rast eurozóny. Z krátkodobého hľadiska sa ešte očakáva, že celosvetová ekonomická aktivita bude prosperovať z pozitívnych vedľajších efektov amerického fiškálneho stimulu. Táto procyklická politika však vedie k ďalším rizikám a môže ešte viac prehĺbiť negatívne saldo amerického bežného účtu platobnej bilancie a posilniť tendencie k protekcionistickým opatreniam.

EUROZÓNA

Nominálne výnosy dlhodobých štátnych dlhopisov v eurozóne sa už dlhšiu dobu nachádzajú na historických minimách a očakáva sa ich postupný rast. Prudké zvyšovanie je nepravdepodobné, pretože určujúce faktory dlhodobých výnosov – dlhodobé očakávania týkajúce sa rovnovážnej reálnej úrokovej miery a inflačných očakávaní na dlhodobom horizonte – stúpajú len veľmi pozvoľne. Časová prémie (z angl. term premium) dominuje krátkodobým fluktuáciám výnosov v dlhodobom horizonte nehrá významnú rolu.

HDP eurozóny rastie nad svojim potenciálom a zamestnanosť je v súčasnosti nad jej predkrízovou úrovňou. Krátkodobé ukazovatele však naznačujú, že tempo hospodárskeho rastu sa začiatkom roka 2018 mierne spomalilo. Predpokladá sa, že dynamika HDP sa zníži iba mierne z 2,4 % v roku 2017 na 2,1 % v roku 2018 a 2 % v roku 2019. Zatiaľ čo rast produkcie je v eurozóne naďalej solídny a napnutý trh práce viedol k zrýchleniu miezd, doposiaľ sa tento vývoj nepremietol do vyšších očakávaní dlhodobej inflácie a očakávaní rastu produkcie. Na základe toho očakávame, že dlhodobé výnosy v eurozóne sa budú normalizovať zo súčasných nízkych úrovní len mierne a pomaly.

SLOVENSKO

Predpokladaný hospodársky rast Slovenska sa v rokoch 2018 a 2019 zrýchli nad 4 %, a to najmä vďaka silnej súkromnej spotrebe, investičnej aktivite a vývozu. Očakáva sa, že súkromná spotreba bude v blízkej budúcnosti udržiavať svoju dynamiku okolo 3 %, podporovaná rastom miezd, zvyšovaním zamestnanosti a spotrebiteľskou dôverou. Prehrievanie ekonomiky povedie k výraznejšiemu nárastu miezd a spotrebiteľskej inflácie.

Očakáva sa, že nezamestnanosť dosiahne historicky nízku úroveň 6,9 % (podľa metodiky VZPS) v roku 2018 a do roku 2020 ďalej klesne pod úroveň 6 %. Uťahovanie na trhu práce a nedostatočná ponuka pracovných síl v niektorých regiónoch vyvolávajú dodatočný tlak na nominálne mzdy, ktoré dosiahnu rast nad 6 % v rokoch 2018 až 2020. Dynamika reálnych miezd v rokoch 2018 – 2020 výrazne prekročí 3 % a tak posilní rozpočet domácností a súkromnú spotrebu.

Inflácia v roku 2018 prekročí 2 %, čo odráža silnú hospodársku aktivitu, ale aj dôsledky zvýšenia cien energií. Celková inflácia zostane v strednodobom horizonte nad úrovňou 2 %, čo je podporené infláciou cien služieb, silným rastom miezd a spotrebiteľskými výdavkami. Jadrová inflácia by mala na horizonte prognózy postupne zrýchľovať až nad 3 %.

Investície v roku 2018 poskočia o takmer 10 %. Prudkému nárastu výrazne napomáha investícia v Jaguar Land Rover (JLR) ako aj akcelerácia verejných investícií, najmä samospráv. V roku 2019 tvorba hrubého fixného kapitálu pribrzdí z dôvodu dokončenia nových kapacít v automobilkách, no tvorba jadrových investícií v súkromnom sektore si zachová vysoké tempo.

Rast vývozu sa v horizonte prognózy zvýši na približne 8 % v roku 2019. Rozšírené výrobné zariadenia v automobilovom priemysle zvyšujú exportnú kapacitu Slovenska v podmienkach silného zahraničného dopytu. Riziká vyplývajúce z vysokej závislosti od zahraničných investícií a silnej špecializácie v automobilovom sektore sú tlmené širokým mixom producentov a modelov, geografickou diverzifikáciou exportu a vysokou produktivitou týchto výrobcov, ktorá je jedna z najvyšších v rámci daných koncernov.

Tabuľka 2 zhrňa očakávaný vývoj kľúčových premenných slovenskej ekonomiky.

Pri prognózach posudzujeme neistotu okolo stredných odhadov pomocou stochastického simulátora úrokových nákladov. Stručný popis simulátora sa nachádza v Boxe 1.

TABUĽKA 2 – Makroekonomická prognóza Slovenska

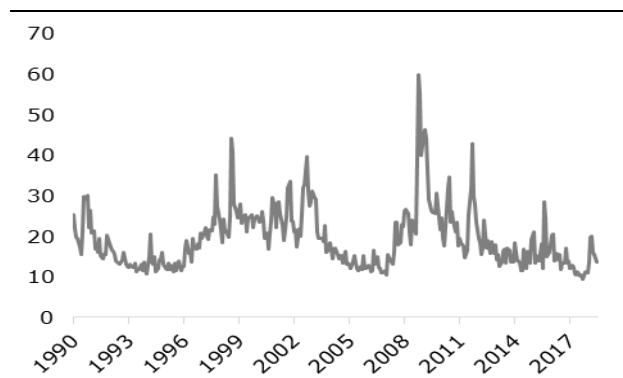
		Prognóza					
		2016	2017	2018	2019	2020	2021
	rast						
HDP	%	3.3	3.4	4.1	4.5	3.9	3.3
Fixné investície	%	-8.3	3.2	9.6	3.1	3.0	3.0
Mzdy, nominálne	%	3.3	4.6	6.2	6.3	6.2	5.4
Mzdy, reálne	%	3.8	3.3	3.6	3.7	3.6	2.9
Nezamestnanosť	%	9.6	8.1	6.9	6.4	5.9	5.7
Inflácia	%	-0.5	1.3	2.5	2.5	2.5	2.5
Bežný účet (% HDP)	%	-1.5	-2.1	-2.2	-1.5	-0.8	-0.4
Export	%	6.2	4.3	6.8	7.9	6.6	5.7
Import	%	3.7	3.9	6.6	6.8	5.7	5.1

Zdroj: Ministerstvo financií

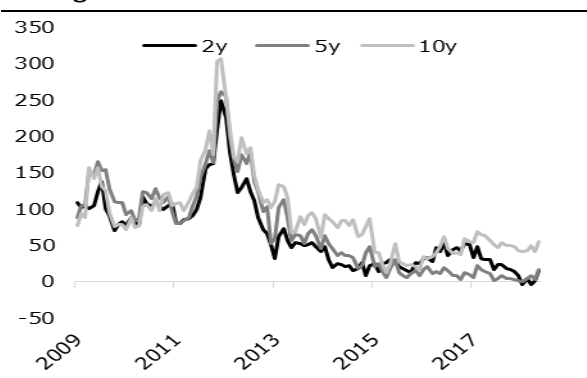
3. Výhľad finančného trhu

Nasledujúce roky budú poznačené postupným utlmovaním menového stimulu (nákupy aktív) v eurozóne, po ktorom bude pravdepodobne nasledovať zvýšenie kľúčových úrokových sadzieb z veľmi nízkej úrovne. ECB plánuje postupne ukončiť program nákupu aktív po viac ako troch rokoch. Avšak podľa usmernenia ECB nárast úrokových sadzieb sa očakáva najskôr v lete 2019.

Ukončenie monetárneho stimulu môže viesť k epizodám zvýšenej volatility, aj keď volatilita, v našom prípade meraná indexom VIX, sa od krízy v eurozóne blížila k historickým minimám, pozri graf 5. Volatilita je dôležitým determinantom spreadov slovenských štátnych dlhopisov v porovnaní s dlhopismi krajín eurozóny s ratingom AAA.

GRAF 5 – VIX index, január 1990 – jún 2018

Zdroj: CBOE

GRAF 6 – Spready slovenských štátnych dlhopisov voči dlhopisom eurozóny s ratingom AAA

Zdroj: ECB a Národná banka Slovenska

Jedným z kľúčových globálnych rizík je politická nestabilita spojená s vysokou úrovňou štátneho dlhu v niektorých členských štátoch eurozóny. Toto riziko je v prípade Slovenska zmiernené dvoma faktormi. Po prvé, nárast spreadov voči výnosom na nemeckých dlhopisoch sa spravidla zhoduje s poklesom nemeckých výnosov. Po druhé, dlhová brzda do istej miery tlmí nákazu z iných krajín eurozóny.

4. Fiškálny výhľad

Hlavným cieľom fiškálnej politiky Slovenska je zabezpečiť efektívnu a dlhodobú udržateľnosť verejných financií a stabilný hospodársky cyklus. V súlade s týmto cieľom sa v roku 2018 očakáva pokles deficitu verejných financií na historicky najnižšiu úroveň 0,6 % HDP. V roku 2019 sa podľa schváleného rozpočtu očakáva už celkovo vyrovnané hospodárenie a v roku 2021 mierny prebytok na úrovni 0,3 % HDP. Zlepšovanie bilancie hospodárenia verejnej správy je výsledkom najmä politického úsilia na strane príjmov a výdavkov rozpočtu, a v neposlednom rade silného hospodárskeho rastu. K plánovanému zlepšeniu salda verejnej správy pozitívne prispievajú aj klesajúce úrokové náklady. Na základe súčasnej prognózy sa očakáva, že úrokové náklady verejnej správy klesnú do roku 2021 na 1,0 % HDP. Po odpočítaní úrokových nákladov dosahuje SR primárny prebytok už od roku 2017, ktorý by sa mal udržať na celom horizonte prognózy (podrobnejšie tabuľka 3).

Údaje ukazujú klesajúcu dynamiku pomeru dlhu k nominálnemu HDP od roku 2013. Očakáva sa, že hrubý dlh klesne do roku 2018 pod 50 % HDP a v roku 2021 dosiahne 44,8 % HDP. Pokles bude spôsobený kombináciou očakávaných primárnych prebytkov a silného rastu nominálneho HDP.

Podľa Európskej komisie je riziko udržateľnosti slovenského štátneho dlhu v strednodobom horizonte na veľmi nízkej úrovni. Z dlhodobého hľadiska je riziko mierne a neustále klesá, aj dôsledkom dôchodkovej reformy zavedenej v roku 2012. V rámci zákona o fiškálnej zodpovednosti, Slovensko uplatňuje prísnejšie kritéria pri posudzovaní dlhovej udržateľnosti ako vyžaduje Pakt stability a rastu.

TABUĽKA 3 – Vývoj hrubého dlhu verejnej správy

		Prognóza					
		2016	2017	2018	2019	2020	2021
Hrubý dlh	% HDP	51.8	50.9	48.7	47.3	46.0	44.8
Hrubý dlh	mld. EUR	42.1	43.2	44.0	45.7	47.4	48.9
Nominálne saldo	% HDP	-2.2	-0.8	-0.6	0.0	0.1	0.3
Štrukturálne saldo	% HDP	-2.1	-0.8	-0.8	-0.5	-0.5	-0.3
Úrokové náklady	% HDP	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
Primárne saldo	% HDP	-0.6	0.6	0.7	1.2	1.1	1.2
Primárne saldo	medziročná zmena	0.2	1.2	0.0	0.0	0.0	0.2

Zdroj: Ministerstvo financií SR

5. Strategické ciele riadenia štátneho dlhu na roky 2019 až 2022

Hlavným cieľom riadenia štátneho dlhu je zabezpečiť plnenie finančných záväzkov štátu a zabezpečiť spoľahlivé refinancovanie na kapitálovom trhu pri únosnej miere rizík a primeraných úrokových nákladoch. Ciele formulované v stratégii na roky 2019 až 2022 nadväzujú na ciele z predchádzajúcich stratégií. Aktuálna navrhovaná stratégia mierne modifikuje kvantitatívne ciele riadenia rizika a ponecháva ciele týkajúce sa diverzifikácie investorskej základne a ďalšieho skvalitnenia infraštruktúry štátneho dlhu.

Napĺňanie sledovaných cieľov je podmienené dodržiavaním troch hlavných všeobecných princípov:

Princíp prvý: Transparentnosť tvorby a krytia dlhu – krytie dlhu musí byť v súlade s jasne definovanými pravidlami v stratégii riadenia dlhu. akékoľvek zväčšovanie dlhu a zabezpečovanie jeho krytia musí mať jasné pravidlá, aby sa vylúčil nekontrolovateľný rast dlhu.

Princíp druhý: Orientácia na dlhodobé ciele - 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: Optimalizácia rizík - 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 od vstupu do Eurozóny vydáva benchmarkové dlhopisy so štandardnou veľkosťou 3 mld. Eur (v menovitej hodnote) a od roku 2017, pri ultra-dlhých splatnostiach to je 5 mld. eur. Všetky ostatné charakteristiky dlhopisov sú v súlade s kapitálovým trhom eurozóny (vrátane povinnej časti „Collective Action Clauses“). Cieľom je v budúcnosti pokračovať v tomto trende a vydávať dlhopisy s celkovou menovitou hodnotou 3 mld. Eur pre splatnosti do roku 2045 vrátane a dlhopisy s celkovou menovitou hodnotou 5 mld. Eur pre splatnosti po roku 2045. Menovitá hodnota 5 mld. Eur je minimálnou štandardnou veľkosťou na európskom dlhopisovom trhu. Štandardizovanie veľkosti prispieva k rovnomernému rozloženiu splatností štátneho dlhu v čase.

2. Optimalizovanie štruktúry neobchodovateľného dlhu

Čerpanie nových úverov má byť obmedzené na prípady, keď je úver ekonomicky výhodnejší alebo porovnateľný ako vydanie cenného papiera (štátneho dlhopisu), prípadne ak prinesie ešte ďalšie vedľajšie prínosy pre štát.

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

Aj v budúcom období bude hlavným cieľom monitorovanie refinančného a úrokového rizika, s mierne modifikovanými cieľovými hodnotami parametrov v porovnaní s predchádzajúcou stratégiou. Vzhľadom k aktuálnemu stavu dlhového portfólia a takmer nulovému podielu dlhopisov s pohyblivým kupónom sú v novej stratégii zjednotené typy ukazovateľov pre sledovanie rizík kumulatívnej splatnosti a preценenia dlhu. Skúsenosti z uplynulých rokov, aj odporúčania investorov, bánk a najmä ratingových spoločností vyústili do miernej úpravy (sprísnenia) hodnôt splatných, aj preceňovaných finančných záväzkov štátu. Pre refinančné a úrokové riziko bude strategickým zámerom udržiavanie hodnoty splatných finančných záväzkov štátu v prvom roku blízko úrovne 20 %. Hodnoty splatných finančných záväzkov štátu kumulatívne za päť rokov budú udržiavané blízko úrovne 50 % z celkových finančných záväzkov štátu. Podobne aj hodnoty preceňovaných finančných záväzkov štátu kumulatívne za päť rokov budú udržiavané blízko úrovne 50 % 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. 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.

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

4. Diverzifikácia investorskej základne

Napriek fiškálnej konsolidácii štátu a predpokladanému každoročnému zmenšovaniu deficitu štátneho rozpočtu je potrebné pokračovať v komunikácii emitenta s investormi, ratingovými agentúrami a ďalšími finančnými inštitúciami a prostredníctvom pravidelných stretnutí prezentovať výsledky a zábery emitenta na investorských konferenciách.

5. Ďalšie skvalitnenie infraštruktúry riadenia štátneho dlhu

V posledných rokoch sa podarilo Slovensku dosiahnuť v oblasti infraštruktúry riadenia štátneho dlhu významný pokrok (napojenie CDCP do T2S a zavedenie MTS Slovensko). V súlade s koncepciou rozvoja slovenského kapitálového trhu bude snaha implementovať model jedného centrálného depozitára cenných papierov na Slovensku, pri ktorom sa predpokladá maximálna súčinnosť všetkých dotknutých subjektov.

6. Záver

Stratégia riadenia štátneho dlhu na roky 2019 až 2022 je strategický dokument vlády Slovenskej republiky, ktorý určuje základné pravidlá správy a riadenia štátneho dlhu na najbližšie štvorročné obdobie. Cieľom týchto pravidiel je zabezpečiť správu a krytie štátneho dlhu optimálnym spôsobom, to znamená pri akceptovateľných a riadených trhových a ostatných finančných a nefinančných rizikách minimalizovať náklady spojené so správou štátneho dlhu v strednodobom a dlhodobom horizonte. Pri príprave tejto stratégie boli pre stanovenie cieľov využité slovenské a európske skúsenosti získané počas finančnej, hospodárskej a dlhovej krízy a poznatky z vývoja finančných trhov v uplynulom období. Sledujúc súčasné trendy a skúsenosti v oblasti riadenia dlhu z iných krajín Slovensko využíva stochastický model na predikciu rizikových ukazovateľov a nákladov na obsluhu štátneho dlhu. Pomocou takýchto nástrojov je možná simulácia rôznych emisných politík, s cieľom čo najefektívnejšej alokácie nákladov, pri akceptovateľnej miere rizika.

Stanovené ciele a kritériá stratégie boli navrhnuté pri predpoklade štandardného fungovania finančných trhov, v prípade významných a nepredpokladaných zmien na finančných trhoch nemožno v budúcnosti vylúčiť ich modifikáciu. Praktické napĺňanie stratégie bude potrebné v najmä v oblasti emisnej politiky ďalej zosúladiť s platným ústavným zákonom o rozpočtovej zodpovednosti, najmä v oblasti riadenia hotovostnej rezervy štátu. Snahou bude optimalizovať veľkosť tejto rezervy s ohľadom na očakávané finančné toky štátu a stav a predpokladaný vývoj finančných trhov. Náklady na správu štátneho dlhu a efektívnosť riadenia likvidity bude pozitívne ovplyvňovať plánovaný nárast bilančnej hodnoty Štátnej pokladnice. Spoločne fungujúci systém Štátnej pokladnice bol v uplynulom krízovom období jedným z kľúčových faktorov, ktorý pozitívne ovplyvnil výsledky riadenia štátneho dlhu a efektívnosť riadenia likvidity štátu.

Príloha 1: Riadenie finančných rizík štátneho dlhu

Riadenie parametrov portfólia štátneho dlhu je založené na nastavení cieľových hodnôt rizík a dodržiavaní nastavených hodnôt v určitom rozsahu odchýlok od stanovených úrovní. Nastavením hodnôt rizík sú determinované výdavky spojené s obsluhou dlhového portfólia. Medzi najdôležitejšie riziká štátneho dlhu patria nasledovné:

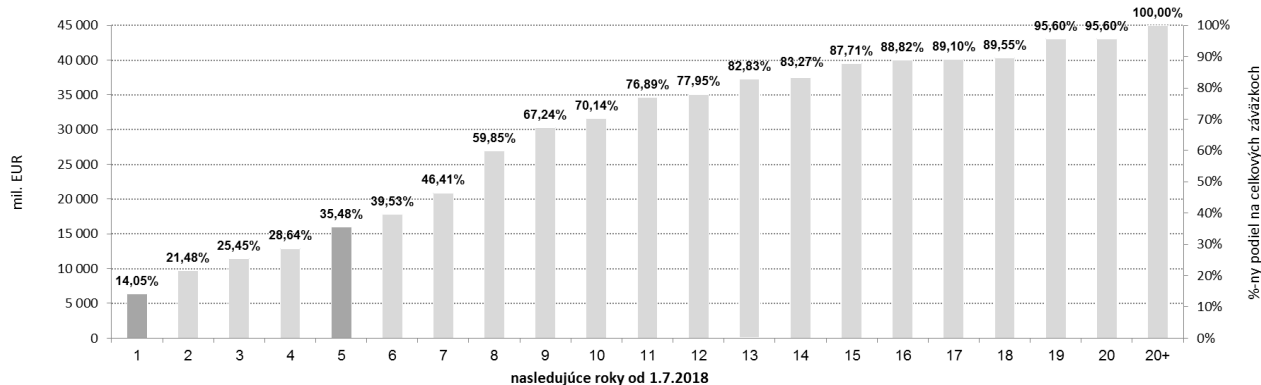
REFINANČNÉ RIZIKO

Refinančné riziko predstavuje možnosť straty schopnosti štátu refinancovať sa a plniť svoje záväzky v čase ich splatnosti, resp. schopnosť splniť si svoje záväzky len pomocou núdzových opatrení, pravdepodobne za oveľa väčšiu cenu ako obvykle. Riziko vyplýva aj z neistoty, či požadované obchody budú môcť byť na finančných trhoch v plnej miere realizované. Toto riziko je sledované prostredníctvom ukazovateľov kumulatívnej splatnosti, to znamená súčtu všetkých splatných záväzkov v stanovenom období.

- Ukazovateľ kumulatívnej splatnosti v prvom roku
- Ukazovateľ kumulatívnej splatnosti do 5 rokov

V období súčasnej Stratégie je zámerom udržiavanie podielu súčtu všetkých splatných záväzkov v období do jedného roka k celkovým finančným záväzkom čo najbližšie k hodnote 20 % a udržiavanie podielu súčtu všetkých splatných záväzkov v období do piatich rokov k celkovým finančným záväzkom čo najbližšie k hodnote 50 %. Dodržanie týchto parametrov predpokladá štandardné podmienky vývoja finančných trhov, makroekonomického a fiškálneho vývoja ekonomiky SR v rámci eurozóny. Rozhodnutie o dodržaní parametrov, aj v prípade neštandardných podmienok, môže viesť k podstatnému zvýšeniu výdavkov štátneho rozpočtu na obsluhu dlhu.

GRAF 7 – Kumulatívne refinančné riziko v jednotlivých rokoch (% , k 30. 6. 2018)



Zdroj: ARDAL

ÚROKOVÉ RIZIKO

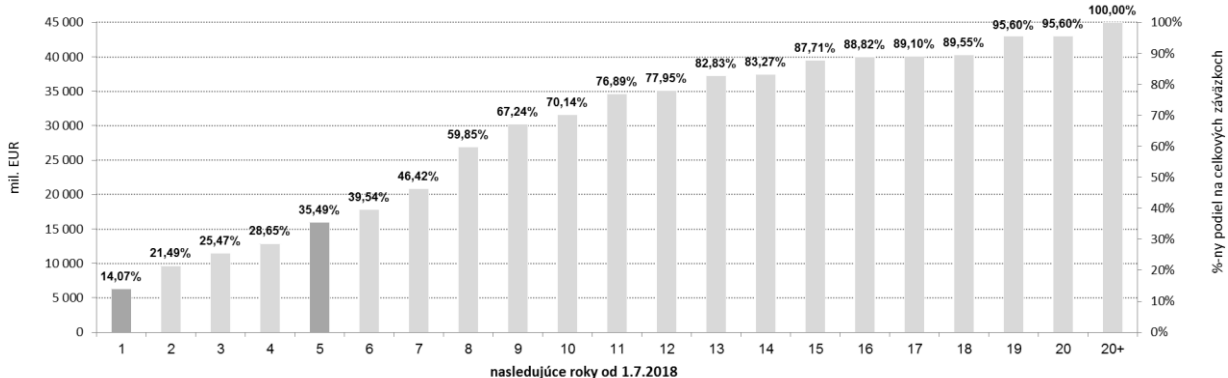
Úrokové riziko predstavuje riziko zmeny výdavkov spojených s portfóliom štátneho dlhu v dôsledku zmien trhových úrokových sadzieb. Ukazovatele preценenia dlhu, ktorými sa toto riziko riadi, vyjadrujú mieru ohrozenia – rastu (poklesu) výdavkov v dôsledku nepriaznivých (priaznivých) pohybov úrokových sadzieb. Sekundárne sa pri úrokovom riziku sleduje priemerná splatnosť a vývoj celkovej durácie portfólia.

- Ukazovateľ preценenia dlhu v prvom roku
- Ukazovateľ preценenia dlhu do 5 rokov

Podobne, ako pri refinančnom riziku, aj tu je strategickým zámerom udržiavanie podielu súčtu všetkých záväzkov preceňovaných v období do jedného roka k celkovým finančným záväzkom čo najbližšie k hodnote 20 % a udržiavanie podielu súčtu všetkých splatných záväzkov preceňovaných

v období do piatich rokov k celkovým finančným záväzkom čo najbližšie k hodnote 50 %. Splnenie týchto parametrov tiež predpokladá štandardné podmienky vývoja finančných trhov, ekonomiky a fiškálnej pozície štátu.

GRAF 8 – Kumulatívne úrokové riziko v jednotlivých rokoch (% , k 30. 6. 2018)



Zdroj: ARDAL

KURZOVÉ RIZIKO

Kurzové riziko predstavuje riziko straty spôsobenej zmenou kurzov iných mien a ich vplyv na aktíva a pasíva štátu. Vzhľadom na činnosti, ktoré vykonáva ARDAL v mene MF SR, toto riziko môže vzniknúť len v prípade, že na financovanie záväzkov štátu budú prijaté zdroje v cudzej mene a tie budú bez zabezpečovacích operácií konvertované do eur.

- Ukazovateľ otvorenej nezabezpečenej cudzomenovej pozície finančných záväzkov štátu

V prípade výhodných podmienok na trhu bude snahou udržiavať diverzifikované dlhové portfólio aj z hľadiska menovej štruktúry. Strategickým zámerom štátu bude udržanie zatvorenej – zabezpečenej cudzomenovej pozície finančných záväzkov štátu. Otvorená nezabezpečená cudzomenová pozícia finančných záväzkov štátu môže krátkodobo dosiahnuť maximálne 3 % v pomere k celkovým finančným záväzkom štátu. Ku koncu júna 2018 bola hodnota nezabezpečeného dlhu v cudzej mene 0,07 % z celého dlhu.

KREDITNÉ RIZIKO

Kreditné riziko predstavuje riziko straty vyplývajúce z toho, že dlžník alebo iná zmluvná strana zlyhá pri plnení svojich záväzkov vyplývajúcich z dohodnutých podmienok. Kreditné riziko zahŕňa aj riziko druhého štátu (napr. ak príslušné orgány štátu alebo centrálnej banky nebudú schopné alebo ochotné splniť svoje záväzky voči zahraničiu a ostatní dlžníci v príslušnom štáte nebudú schopní splniť svoje záväzky z dôvodu, že sú rezidentmi tohto štátu), riziko koncentrácie, riziko protistrany, či riziko vysporiadania obchodov vyplývajúce z toho, že vysporiadanie finančnej transakcie sa nemusí realizovať podľa dohodnutých podmienok. Kreditné riziko je riadené prostredníctvom limitov, ktoré predstavujú maximálnu hodnotu finančných prostriedkov v jednom okamihu deponovaných (uložených) u konkrétnej obchodnej protistrany, či už štátu, bankovej skupiny alebo konkrétnej banky. Stanovenie metodiky a limitov a spôsobu ich kontroly sú v kompetencii vedenia MF SR.

Princíp stanovenia a kontroly kreditných limitov je založený na základe externých ratingov najvýznamnejších nezávislých ratingových agentúr (Moody's, S&P, Fitch). Pre kreditné limity na jednotlivé protistrany je zavedený systém priebežnej kontroly ich dodržiavania. Napriek viacerým možným výhradám voči spoľahlivosti externých ratingov, predstavuje ich využitie v dnešnom finančnom svete jedinou dostupnou alternatívou získania informácií o finančnom zdraví a kredibilitate obchodných protistrán. Vychádzajúc z princípu obozretnosti sa pri kreditnom riziku okrem využitia ratingov kontinuálne monitoruje situácia na finančných trhoch, vyhodnocujú sa všetky dostupné informácie z trhu (napr. „credit default spreads“), prípadne sa využívajú aj vlastné ratingové alebo skóringové hodnotenia jednotlivých subjektov.

BOX 1 – Stochastický simulátor úrokových nákladov

Vláda si rámcom určeným v Stratégii riadenia dlhu definuje averziu k riziku prostredníctvom maximálnych hraníc refinančného rizika na 1 a 5-ročnom horizonte. Riadenie dlhu hľadá optimálne vyváženie rizikových parametrov dlhového portfólia pri zohľadnení podmienok na finančných trhoch a nákladovej efektívnosti v dlhodobom horizonte. Finančné potreby štátu a úrokové náklady sú spoločne determinované makroekonomickou výkonnosťou Slovenska a eurozóny, a podmienkami na finančných trhoch. Modelovanie vzťahu rizík a nákladov dlhového portfólia si preto vyžaduje pokročilý analytický aparát, ktorý zachytáva nasledujúce makroekonomické a finančné prepojenia:

- Výnosová krivka eurozóny a jej prepojenie na makro eurozóny
- Hospodársky cyklus v eurozóne a na Slovensku, a taktiež stupeň ich vzájomného pohybu
- Spready slovenských štátnych dlhopisov vo vzťahu k bezrizikovej výnosovej krivke eurozóny, ich prepojenie na slovenský hospodársky cyklus a premenné finančného trhu.

Dva makroekonomické trendy - inflácia a rovnovážna reálna úroková miera - vysvetľujú v dlhodobom horizonte podstatnú časť zmeny nominálnych výnosov (Graf 9). Budovanie modelu preto začína modelovaním týchto dvoch makroekonomických trendov, ktoré sa odzrkadľujú v nominálnych výnosoch štátnych dlhopisov s ratingom AAA v eurozóne. Po identifikovaní makroekonomických trendov ich odčítame z krátkodobého nominálneho výnosu, aby sme získali krátkodobý úrokový cyklus. Krátkodobý cyklus odráža odchýlky v produkčnej medzere a cyklickú časť inflácie. Časová prémia dominuje v cyklickej odchýlke v dlhodobých výnosoch.

Spready na slovenských štátnych dlhopisoch sú závislé od finančných podmienok (modelovaných prostredníctvom indexu VIX) a od úrovne zadĺženia Slovenska (meranej pomerom hrubého dlhu ku HDP). Model výnosovej krivky eurozóny, ku ktorej sa spready pripočítajú, obsahuje: pretrvávajúcu zložku inflačných očakávaní, rovnovážnu reálnu sadzbu, úrokové cykly a časovú premiu.

Slovensko ako malá a otvorená ekonomika je jednostranne ovplyvnená makroekonomickým vývojom v eurozóne. Na predikciu slovenského štátneho dlhu používame stochastický prognostický model. Dlhová rovnica sumarizuje stochastické správanie determinantov dlhu – rast nominálneho HDP, úrokové miery, primárny prebytok a exogénne financovanie dlhu. Predikcia primárneho prebytku je výsledkom odhadovania fiškálnej reakčnej funkcie, zatiaľ čo dlh je výsledkom dlhovej rovnice. Primárny prebytok je modelovaný ako funkcia produkčnej medzery v eurozóne a úrovne slovenského dlhu. Makroekonomické a fiškálne premenné na Slovensku vstupujú do krivky prostredníctvom rizikových prémiei.

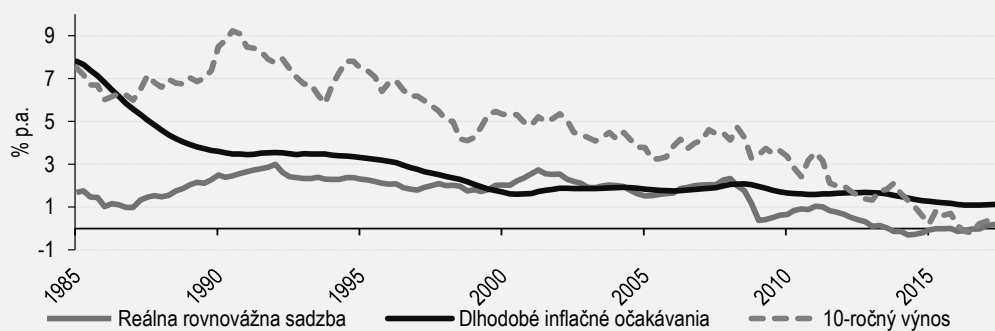
Pre znázornenie vzťahu rizík a nákladov súbežne simulujeme makroekonomický model eurozóny a Slovenska, ktorý je priamo spojený s výnosovou krivkou eurozóny a spreadmi slovenských štátnych dlhopisov. Simulácie sú obmedzené na nasledujúce opatrenia týkajúce sa nákladov:

- Pomer dlhu k nominálnemu HDP na zachytenie reálneho a nominálneho aspektu
- Rizikové ukazovatele dlhových nákladov (maximálne budúce úrokové náklady s určitou pravdepodobnosťou, volatilita úrokových nákladov, volatilita potreby financovania), podmienená pravdepodobnosť defaultu a refinančné riziko.

Výsledky simulácií poskytujú rámcové odporúčania pre riadenie dlhu . Výbor pre riadenie dlhu a likvidity MF SR ich spolu s ďalšími nástrojmi na riadenie dlhu pilotne používa pre tvorbu a vyhodnocovanie stratégie. Po viacročnej testovacej fáze by analytický aparát mohol slúžiť ako kotva pri tvorbe stratégie riadenia dlhu berúc do úvahy rizikoaversion vlády a podmienky na

finančných trhoch.

GRAF 9 – Odhady dlhodobých inflačných očakávaní a rovnovážnej reálnej úrokovej sadzby



Zdroj: Ministerstvo financií