

**UNIVERZITA KARLOVA V PRAZE**

**FAKULTA SOCIÁLNÍCH VĚD**

Institut Ekonomických Studií

**Diana Burdová**

**Vývoj a struktúra štátneho dlhu  
ČR a SR**

*Bakalárska práca*

Praha 2011

Autor práce: **Diana Burdová**

Vedúci práce: **Mgr. Radka Štiková, Ph.D.**

Rok obhajoby: 2011

## **Bibliografický záznam**

BURDOVÁ, Diana. *Vývoj a štruktúra štátneho dlhu ČR a SR*. Praha, 2011. 54 s. Bakalárska práca (Bc.) Univerzita Karlova, Fakulta sociálnych vied, Institut ekonomických študií. Vedúci bakalárskej práce Mgr. Radka Štiková, Ph.D.

## **Abstrakt**

Témou tejto bakalárskej práce je vývoj a štruktúra štátneho dlhu v Českej a Slovenskej republike v období od ich vzniku v roku 1993 do roku 2010. Hlavným cieľom je porovnanie vývoja zadlženia a spôsobu riadenia štátneho dlhu v týchto dvoch štátoch. Prvá časť práce podáva teoretické poznatky o verejnom zadlžení. Druhá časť je samotnou komparáciou a podáva obraz o výške a štruktúre štátneho dlhu v nadväznosti na ekonomické udalosti a činnostiach na jeho riadenie. Záver práce zhrňuje spoločné rysy vývoja a poukazuje aj na niektoré odlišnosti. Do určitej miery načrtáva predpokladaný vývoj štátneho dlhu Českej a Slovenskej republiky.

## **Abstract**

This bachelor thesis deals with the development and structure of the state debt in Czech and Slovak Republic in the period from the establishment in 1993 to the year 2010. The main goal is to compare the development of indebtedness and state debt management in these two countries. The first part of the thesis deals with the theoretical background of public debt. The second part is a comparison itself and concentrates on the amount and structure of state debt, following the economic events, and on the actions of debt management. The conclusion summarizes common features and certain differences in the development. To some extent, it also outlines the future course of the state debt in Czech and Slovak Republic.

## **Kľúčové slová**

verejný dlh, štátny dlh, štruktúra štátneho dlhu, náklady štátneho dlhu, riadenie štátneho dlhu, dlhopisy

## **Keywords**

public debt, state debt, structure of state debt, costs of state debt, state debt management, bonds

**Rozsah práce:** 77 812

## **Prehlásenie**

1. Prehlasujem, že som predkladanú prácu vypracovala samostatne a použila len uvedené pramene a literatúru.
2. Prehlasujem, že práca nebola využitá k získaniu iného titulu.
3. Súhlasím s tým, aby práca bola sprístupnená pre študijné a výskumné účely.

V Prahe dňa 29.7.2011

Diana Burdová

## **Pod'akovanie**

Na tomto mieste by som v prvom rade chcela poďakovať vedúcej, Mgr. Radke Štikovej, Ph.D., za jej ochotu, trpezlivosť, užitočné rady a vedenie pri vypracovávaní tejto bakalárskej práce. Ďalej by som rada poďakovala môjmu bratovi, Milanovi Burdovi, za jeho technickú pomoc a môjmu partnerovi, Štefanovi Liptákovi, za jeho podporu pri písaní práce.

UNIVERSITAS CAROLINA  
PRAGENSIS  
založena 1348

Univerzita Karlova v Praze  
Fakulta sociálních věd  
Institut ekonomických studií



Opletalova 26  
110 00 Praha 1  
TEL: 222 112 330,305  
TEL/FAX: 222 112 304  
E-mail: ies@mbox.fsv.cuni.cz  
<http://ies.fsv.cuni.cz>

Akademický rok 2009/2010

## TEZE BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

|             |                           |
|-------------|---------------------------|
| Student:    | Diana Burdová             |
| Obor:       | Ekonomie                  |
| Konzultant: | Mgr. Radka Štiková, Ph.D. |

Garant studijního programu Vám dle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a Studijního a zkušebního řádu UK v Praze určuje následující bakalářskou práci

Předpokládaný název BP:

### Vývoj a struktúra štátneho dlhu ČR a SR

Charakteristika tématu, současný stav poznání, případné zvláštní metody zpracování tématu:

Téma dlhu je v súčasnosti veľmi často spomínaná hlavne v médiách v súvislosti s aktuálnou situáciou v Európe. Pre skúmanie štátneho dlhu som si vybrala dva štáty strednej Európy – Českú a Slovenskú republiku, vzhľadom na to, že do roku 1993 tvorili jeden štát. V bakalárskej práci budem porovnávať vývoj a štruktúru dlhu týchto štátov práve od roku 1993 a poukazovať na rozdiely a prípadné spoločné znaky.

Struktúra BP:

#### Abstrakt

Cieľom bakalárskej práce bude analýza vývoja a štruktúry štátneho dlhu v Českej a Slovenskej republike v období od ich vzniku v roku 1993 až po súčasnosť a takisto aj príčin jeho vzniku, resp. príčin jeho rastu.

Prvá časť práce bude zameraná na teóriu a bude sa venovať dlhodobej fiškálnej nerovnováhe, výkladu pojmov súvisiacich s verejným zadlžením, členeniu a štruktúre štátneho dlhu, jeho vplyvu na ekonomiku a popisu činností na jeho riadenie.

Druhá časť sa zameria na vývoj štátneho dlhu ČR a SR v rokoch 1993 – 2010, na prírastky a prípadne úbytky v jednotlivých rokoch v nadväznosti na ekonomické udalosti. Ďalej sa bude venovať vzájomnému porovnaniu týchto štátov, prípadne poukázaniu na spoločné charakteristiky a vysvetleniu rozdielov.

Na záver bude uvedená predikcia predpokladaného vývoja štátneho dlhu Českej a Slovenskej republiky.

#### Osnova

- Dlhodobá fiškálna nerovnováha
- štátny dlh a definícia pojmov
- členenie štátneho dlhu a spôsoby jeho krytia
- dopady štátneho dlhu
- riadenie štátneho dlhu
- Vývoj štátneho dlhu v rokoch 1993 – 2010
- vývoj a štruktúra dlhu v ČR a SR v rokoch 1993 – 2010
- spôsoby krytia dlhu v ČR a SR
- riadenie štátneho dlhu v ČR a SR
- Vzájomné porovnanie
- Predikcia vývoja štátneho dlhu v ČR a SR

Seznam základních pramenů a odborné literatury:

#### Literatúra:

Musgrave, R. A., Musgrave, P. B. (1994): Veřejné finance v teorii a praxi

Rosen, H.S. (2004): Public Finance

Stiglitz, J., E. (1997): Ekonomie veřejného sektoru

#### Internet:

<http://www.mfcr.cz>

<http://www.czso.cz>

<http://www.cnb.cz>

<http://www.finance.gov.sk>

<http://www.nbs.sk>

<http://portal.statistics.sk>

<http://epp.eurostat.ec.europa.eu>

|                   |          |
|-------------------|----------|
| Datum zadání:     | Jún 2010 |
| Termín odevzdání: | Jún 2011 |

Podpisy konzultanta a studenta:

V Praze dne



# Obsah

|          |   |           |
|----------|---|-----------|
| <b>1</b> | <b>ÚVOD</b> .....   | <b>2</b>  |
| <b>2</b> | <b>TEORETICKÉ POZADIE VEREJNÉHO DLHU</b> .....                          | <b>3</b>  |
| 2.1      | POJEM VEREJNÉHO DLHU .....  | 3         |
| 2.2      | PRÍČINY VZNIKU VEREJNÉHO DLHU A FAKTORY OVPLYVŇUJÚCE JEHO VEĽKOSŤ ..... | 4         |
| 2.3      | KLASIFIKÁCIA VEREJNÉHO DLHU .....                                       | 6         |
| 2.4      | KRYTIE VEREJNÉHO DLHU.....  | 7         |
| 2.5      | DÔSLEDKY VEREJNÉHO DLHU .....   | 8         |
| 2.6      | RIEŠENIE DLHOVÉHO PROBLÉMU .....  | 9         |
| 2.7      | RIADENIE VEREJNÉHO DLHU .....   | 11        |
| 2.8      | METODIKY VYKAZOVANIA VLÁDNEHO DEFICITU A DLHU .....                     | 11        |
| 2.9      | AKÝ JE NÁZOR DLHOVÉ FINANCOVANIE? .....                                 | 13        |
| <b>3</b> | <b>VÝVOJ ZADĽŽENIA ČR A SR OD ROKU 1993</b> .....                       | <b>16</b> |
| 3.1      | VÝVOJ ŠTÁTNEHO DLHU A JEHO ŠTRUKTÚRA.....                               | 19        |
| 3.1.1    | SPÔSOBY KRYTIA ŠTÁTNEHO DLHU .....                                      | 23        |
| 3.1.2    | VÝVOJ DOMÁCEHO A ZAHRANIČNÉHO DLHU.....                                 | 24        |
| 3.1.3    | ŠTÁTNE DLHOPISY A OSTATNÉ DLHOVÉ NÁSTROJE PODĽA SPLATNOSTI .....        | 30        |
| 3.1.4    | ŠTÁTNE DLHOPISY PODĽA TYPU DRŽITEĽA.....                                | 35        |
| 3.2      | NÁKLADY ŠTÁTNEHO DLHU .....   | 36        |
| 3.3      | RIADENIE ŠTÁTNEHO DLHU V ČR.....  | 38        |
| 3.4      | RIADENIE ŠTÁTNEHO DLHU V SR .....                                       | 42        |
| <b>4</b> | <b>ZÁVER</b> .....  | <b>47</b> |
|          | <b>POUŽITÁ LITERATÚRA</b> .....   | <b>49</b> |
|          | <b>ZOZNAM PRÍLOH</b> .....  | <b>55</b> |
|          | <b>PRÍLOHY</b> .....  | <b>56</b> |

# 1 Úvod

Problematika verejného dlhu - známeho fenoménu každej trhovej ekonomiky, ktorý je tiež dôležitým aspektom pri určovaní hospodárskej politiky každého štátu - patrila už v minulosti medzi hlavné predmety mnohých diskusií v ekonomických kruhoch. Ani dnes tomu nie je inak. Dokonca možno povedať, že tento pojem je v súvislosti s aktuálnou situáciou, hlavne v niektorých európskych štátoch, skloňovaný čoraz častejšie. To je dôvod, prečo som sa rozhodla vo svojej bakalárskej práci venovať práve tejto téme. Hoci situácia v Českej a Slovenskej republike nie je v súčasnosti kritická, určite si táto problematika zaslúhuje veľkú pozornosť. Z dôvodu lepšej dostupnosti údajov sa v práci zameriam na vývoj štátneho dlhu v ČR a SR od ich vzniku v roku 1993 až po súčasnosť. Vzhľadom na to, že tvorili predtým spoločný štát, bude zaujímavé pozorovať ako sa štátny dlh vyvíjal počas ich samostatnej existencie a ako sa k nemu v oboch štátoch dnes pristupuje. Cieľom práce bude vývoj porovnať a detailnejšie ho v oboch krajinách analyzovať.

Samotná práca je rozdelená do dvoch kapitol. Prvá kapitola sa zameriava na teoretické pozadie verejného zadlženia - venuje sa samotnému pojmu verejného dlhu, a jeho najvýznamnejšej klasifikácii, ktorá je neskôr využitá pri praktickej analýze štátneho dlhu ČR a SR. Objasňuje taktiež dôvody prečo dlh vzniká, čo vplýva na jeho veľkosť, aké sú spôsoby jeho krytia, aké dopady má jeho existencia na ekonomický systém a ako je možné problém verejného dlhu riešiť. Rovnako popisuje rozdielne metodiky vykazovania dlhu a deficitu a do určitej miery načrtáva činnosť riadenia verejného dlhu. Záver prvej kapitoly zhrňuje rôzne pohľady na dlhové financovanie a snaží sa nájsť odpoveď na otázku, či možno existenciu dlhu nejakým spôsobom opodstatniť.

Druhá kapitola je sústredená na analýzu a porovnanie vývoja štátneho dlhu v ČR a SR v rokoch 1993 - 2010. Zameriava sa na vývoj štátneho dlhu z hľadiska umiestnenia, splatnosti a držiteľov a taktiež aj na vývoj nákladov dlhovej služby. Rovnako sa snaží objasniť príčiny jeho nárastu, resp. poklesu a zhodnotiť v oboch krajinách činnosť zameranú na jeho riadenie. K analýze boli použité údaje Ministerstva financií ČR, Českého štatistického úradu, Ministerstva financií SR, Agentúry pre riadenie dlhu a likvidity a Štatistického úradu SR.

## 2 Teoretické pozadie verejného dlhu

V tejto kapitole sa zameriame na teoretické pozadie verejného dlhu - objasníme si samotný pojem verejného dlhu, prečo a ako dochádza k jeho vzniku a zmene a takisto sa zameriame aj na dôsledky, ktoré jeho existencia so sebou prináša. V tejto časti bude taktiež uvedená jeho klasifikácia z rôznych hľadísk, ktoré majú podstatný teoretický a praktický význam pri jeho analýze a riadení, spôsoby jeho krytia a takisto možnosti riešenia tohto problému. Záver kapitoly je zameraný na rôzne prístupy a pohľady na dlhové financovanie zo strany najvýznamnejších ekonomických smerov a niektorých významných ekonómov.

### 2.1 Pojem verejného dlhu

Verejný dlh predstavuje dlhodobú fiškálnu nerovnováhu, ktorá je prevažne spojená s opakujúcim sa rozpočtovým deficitom. Jeho definícia však do značnej miery závisí na prístupe. Samuelson a Nordhaus uvádzajú, že verejný dlh predstavuje celkový stav pasív vlády, teda celkový objem vládnych obligácií.<sup>1</sup> Podobne podľa Pekovej vyjadruje súhrn všetkých záväzkov štátu, jednotlivých stupňov územnej samosprávy a všetkých inštitúcií spadajúcich do vládneho sektoru voči ostatným subjektom. Alternatívne možno pojem verejného dlhu definovať ako súhrn pohľadávok ostatných subjektov voči štátu a všetkým inštitúciám, ktoré sú súčasťou vládneho sektoru.<sup>2</sup> Môže sa jednať o vnútorné subjekty, ale aj o zahraničné subjekty. Vymedzenie vládneho sektoru sa líši v závislosti na použitej metodike vykazovania vládneho deficitu a dlhu. Rozdiel v metodikách je podrobnejšie vysvetlený v neskoršej podkapitole.

Treba poznamenať, že v prípade verejného dlhu sa nejedná o jednoduchý súčet záväzkov za jednotlivé zložky verejného rozpočtu. Dlh je konsolidovaný, takže vzájomné záväzky a pohľadávky zložiek sa neberú do úvahy. V tejto súvislosti je z dôvodu zamerania tejto práce nutné spomenúť štátny dlh, ktorý vo väčšine krajín predstavuje prevažnú časť verejného dlhu. Jedná sa o súhrn záväzkov centrálnej vlády a všetkých s ňou priamo spojených inštitúcií voči ostatným subjektom.

K medzinárodnému porovnaniu verejného dlhu sa využíva ukazovateľ dlhovej kvóty, čo predstavuje podiel hrubého verejného dlhu na HDP. Tento ukazovateľ podáva

---

<sup>1</sup> SAMUELSON, P., A., NORDHAUS, W. D. *Ekonomía*. 1. vyd. Bratislava: ELITA, s.r.o., 2000, str. 670.

<sup>2</sup> PEKOVÁ, J. *Verejné finance: úvod do problematiky*. 4. vyd. Praha: ASPI, a.s., 2008, str. 482-483.

lepší obraz o zadlženosti štátov než absolútny objem, pretože vypovedá o veľkosti dlhu vzhľadom k veľkosti ekonomiky a ako naň vplýva tempo rastu úrokov z verejného dlhu.

## **2.2 Príčiny vzniku verejného dlhu a faktory ovplyvňujúce jeho veľkosť**

Problémom posledných desaťročí, ktorý možno pozorovať v mnohých štátoch, je pretrvávajúce a neustále narastajúce zadlženie. V tejto súvislosti je teda vhodné uviesť, čo je toho dôvodom a prečo dlh vôbec vzniká. Existuje viacero faktorov rôzneho charakteru, ktoré spôsobujú vznik verejného dlhu a ovplyvňujú jeho veľkosť. V minulosti dochádzalo k vzniku a rastu dlhu predovšetkým v dôsledku vojen, s čím boli spojené zvýšené výdavky na ich financovanie a v prípade prehry aj reparačie.

V súčasnosti sa za najvýznamnejšiu príčinu vzniku verejného dlhu považujú chronické deficity verejných rozpočtov, ktoré v dnešnej dobe výrazne zaťažujú nadmerné výdavky, predovšetkým v sociálnej oblasti. Je však nutné podotknúť, že na vzniku a raste dlhu sa podieľa tá časť deficitu, na ktorej krytie štát využíva dlhové financovanie. Sprvoti by sa mohlo zdať, že väzba medzi nimi je jednosmerná, teda že dlh je dôsledkom deficitu. V prípade deficitu a dlhu sa však jedná o kauzálny vzťah, čo znamená, že tieto veličiny sa ovplyvňujú navzájom.<sup>3</sup>

V literatúre nájdeme u niektorých autorov príčiny vzniku a rastu verejného dlhu pod označením „rozpočtové a mimorozpočtové“<sup>4</sup> alebo „aktívne a pasívne“.<sup>5</sup> Pod rozpočtovými, resp. aktívnymi príčinami si možno predstaviť expanzívnu fiškálnu politiku, kedy sa vláda prostredníctvom zvýšených výdavkov snaží stimulovať ekonomiku a podporovať tým napr. zamestnanosť. Zvýšené rozpočtové výdavky so sebou prinášajú aj reformy verejných financií v rôznych oblastiach alebo podpora určitých sektorov ekonomiky, najmä v období ekonomických kríz. Tieto dôvody vzniku, resp. prehlbovania dlhu nemajú nutne iba ekonomický charakter. Napr. v prípade, že vláda miesto toho, aby buď zvyšovala dane alebo znižovala výdavky a

---

<sup>3</sup> Bližšie pozri DVOŘÁK, P. Problém fiskální nerovnováhy. *Finance a úvěr*, 1994, 44, č. 7, str. 344-345.

<sup>4</sup> Pozri napr. DVOŘÁK, P. *Vybrané problémy fiskální politiky*. 1. vyd. Praha: VŠE, 1998; PEKOVÁ, J. *Veřejné finance: úvod do problematiky*. 4. vyd. Praha: ASPI, a.s., 2008.

<sup>5</sup> Pozri napr. ČERNOHORSKÝ, J., TEPLÝ, P. *Základy financí*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, a.s., 2011.

rozpočtové problémy rieši radšej dlhovým financovaním z dôvodu všeobecnej nepopulárnosti týchto opatrení, sa jedná skôr o politický charakter než ekonomický.

Pod mimorozpočtovými, resp. pasívnymi príčinami rozumieme faktory, ktoré vláda nedokáže bezprostredne ovplyvniť, ale ich dopady sú značné. Ide napr. o situáciu, keď štát preberá záväzky iného subjektu alebo dlh z minulého obdobia, ako tomu bolo aj v prípade ČR a SR po rozpade Československa. Významným faktorom z tohto hľadiska je taktiež hospodársky pokles, ktorý má za následok nižšie rozpočtové príjmy alebo živelné katastrofy (v ČR a SR sa najčastejšie jedná o povodne) a iné mimoriadne okolnosti, ktoré predstavujú nesmiernu záťaž na verejné rozpočty. V otvorenej ekonomike môže k zmene dlhu dochádzať v dôsledku nepriaznivého vývoja výmenného kurzu. Veľký vplyv predstavujú takisto úroky z dlhu. V prípade, že štát nedokáže úroky splácať z bežných alebo kapitálových výdavkov, je nutné tieto prostriedky nejakým spôsobom zaobstarat' – buď emisiou štátnych dlhopisov alebo získaním úveru, čím ale dochádza k ďalšiemu zvyšovaniu dlhu.

Ďalšími faktormi ovplyvňujúcimi výšku verejného dlhu sú záväzky iných subjektov, za ktoré sa zaručí štát alebo územná samospráva, daňová a výdavková legislatíva.

Pokiaľ sa navyše pozrieme na veľkosť podielu verejného dlhu na HDP, ten je nad rámec faktorov, ktoré už boli vyššie uvedené, do značnej miery ovplyvnený tempom ekonomického rastu, výškou reálnej úrokovej miery a mierou inflácie. Vplyvom jednotlivých faktorov môže dochádzať k rastu podielu dlhu na HDP pri existencii nulového, resp. aj mierne prebytkového primárneho deficitu, v niektorých prípadoch k nemu dokonca dochádza automaticky. Je tomu tak v situácii označovanej ako domáca dlhová pasca (domestic debt trap), keď je reálna úroková miera vyššia ako tempo rastu HDP.<sup>6</sup> Dochádza vtedy k rastu podielu verejného dlhu na HDP z dôvodu zvýšených úrokov. Vplyv týchto faktorov na zmenu verejného dlhu je možné kvantifikovať.

S reálnou úrokovou mierou a výškou úrokov je úzko spojená aj miera inflácie, ktorá skresľuje ich veľkosť. Neanticipovaná inflácia vedie k ťažkostiam v ohľadoch ako je odhad budúceho fiškálneho deficitu a stanovenie opatrení zameraných na vyrovnanosť rozpočtu. Ak by vláda chcela podiel dlhu na HDP udržať na určitej

---

<sup>6</sup> Pre podrobnejšie vysvetlenie pozri DVOŘÁK, P. Exogenní vlivy, rozpočtový deficit a veřejný dluh. *Finance a úvěr*, 1992, 42, č. 12, str. 585-586.

stanovenej úrovni, ďalšie deficity by musela financovať prostredníctvom emisie, ktorej inflačné dopady by mohli byť v konečnom dôsledku dosť nepríjemné.<sup>7</sup> Dôležité je tiež zmieniť, že vplyvom inflácie môže pri rastúcej nominálnej hodnote reálny dlh klesať (v prípade, že obligácie nepodliehajú indexácii, dlh sa znižuje na úkor veriteľov).

### **2.3 Klasifikácia verejného dlhu**

Pre potreby praktickej analýzy dlhu v ďalšej kapitole je dôležité uviesť najvýznamnejšie kritéria členenia verejného dlhu.<sup>8</sup>

Z hľadiska merania veľkosti verejného dlhu rozlišujeme:

- hrubý – objem všetkých záväzkov vládneho sektoru bez ohľadu na pohľadávky (tento typ dlhu sa používa v prípade vykazovania štátneho dlhu, medzinárodného porovnávania alebo stanovenia podielu dlhu na HDP)
- čistý – hrubý dlh znížený o celkový objem pohľadávok vládneho sektoru voči ostatným subjektom.

Podľa hodnoty sa člení na:

- nominálny – dlh, ktorý vyjadruje nominálnu hodnotu všetkých záväzkov vo forme rôznych finančných nástrojov
- reálny – nominálny dlh očistený o vplyv inflácie.

Podľa kritéria rezidentov (umiestnenia) sa dlh rozlišuje na:<sup>9</sup>

- domáci (vnútorný) – objem záväzkov voči subjektom na území daného štátu vyjadrený v mene daného štátu
- zahraničný (vonkajší) – objem záväzkov voči subjektom umiestneným v zahraničí vyjadrený v zahraničnej mene.

Z hľadiska doby splatnosti sa dlh člení na:<sup>10</sup>

- krátkodobý – dlh s dobou splatnosti do jedného roku (väčšinou pramení z nesúladu rozpočtových príjmov a výdavkov)

---

<sup>7</sup> Bližšie DVORÁK, P. Exogenní vlivy, rozpočtový deficit a veřejný dluh. *Finance a úvěr*, 1992, 42, č. 12, str.587-588.

<sup>8</sup> Ďalšie kritéria členenia dlhu pozri bližšie napr. SIVÁK, R. a kol. *Verejné financie*. 1. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2007, str. 258-260.

<sup>9</sup> Kritérium umiestnenia je významné z hľadiska nákladov dlhovej služby a z pohľadu prerozdelenia dôchodkov medzi domáce a zahraničné subjekty.

<sup>10</sup> Toto kritérium členenia dlhu má význam napr. pre určenie priemernej doby splatnosti dlhu, riadenie likvidity alebo refundácie dlhu.

- strednodobý – dlh s dobou splatnosti od jedného do desiatich rokov
- dlhodobý – dlh s dobou splatnosti nad desať rokov.

Podľa štruktúry verejnej vlády sa dlh rozlišuje na:

- štátny dlh – dlh centrálnej vlády a všetkých s ňou priamo spojených inštitúcií
- dlh vlády na regionálnej úrovni
- dlh miest a obcí

Verejný dlh možno ďalej rozlišovať aj podľa formy prejavu na:

- oficiálny – dlh, ktorý je oficiálne vykazovaný vo vládnych štatistikách, predstavuje vymáhateľné záväzky vlády
- skrytý – predstavuje záväzky iných subjektov, za ktoré sa štát, resp. územná samospráva zaručí a v prípade nesplatenia dlhov tieto záväzky preberá.

## **2.4 Krytie verejného dlhu**

V mnohých štátoch (hlavne vyspelých) je štátny dlh krytý emisiou štátnych dlhopisov. Štát v tomto prípade emituje dlhopisy a získava tým prostriedky od subjektov domácich alebo zahraničných (banky, poisťovne atď.), ktoré ich kupujú. Štátne cenné papiere sú zo strany súkromných subjektov považované za výhodnú formu investovania z dôvodu ich nerizikovosti a pomerne stabilného výnosu.

Štátny dlh môže mať buď zaknihovanú (dematerializovanú) formu, kedy je zapísaný do kníh štátneho dlhu alebo formu materializovaných cenných papierov, čo predstavuje listinnú formu v podobe štátnych dlhopisov (obligácií).

Cenné papiere možno rozlišovať podľa podmienok predaja a možnosti obchodovania na:

- verejne obchodovateľné – voľne prevoditeľné papiere na sekundárnom trhu, s ktorými sa obchoduje na kapitálovom trhu. Tieto papiere majú kurzovú cenu, ktorá odráža bonitu dlžníka, výnos papieru a iné faktory.

Podľa doby splatnosti sa rozlišujú na:

- štátne pokladničné poukážky – krátkodobé štátne cenné papiere so splatnosťou do jedného roku
- strednodobé štátne cenné papiere – cenné papiere so splatnosťou od jedného do desiatich rokov
- dlhodobé štátne cenné papiere – cenné papiere so splatnosťou nad desať rokov.

- neobchodovateľné – cenné papiere, ktoré sa predávajú napr. fyzickým osobám alebo neziskovým inštitúciami. Sú neprevoditeľné a väčšinou majú vyšší úrok.

Existuje aj ďalší spôsob krytia verejného dlhu, a to prostredníctvom úveru:<sup>11</sup>

- vnútorného – poskytovaný inštitúciami a inými subjektmi v rámci daného štátu
- vonkajšieho – poskytovaný zahraničnými inštitúciami alebo vládami
- medzinárodného – poskytovaný medzinárodnými inštitúciami, napr. Medzinárodným menovým fondom alebo Svetovou bankou.

## **2.5 Dôsledky verejného dlhu**

Dôsledky verejného dlhu boli už do určitej miery načrtnuté v predošlej časti, je však dôležité sa na tieto aspekty pozrieť bližšie. Vzhľadom k tomu, že v mnohých štátoch je podiel verejného dlhu na HDP vysoký, jeho ekonomické dôsledky si vyžadujú čoraz väčšiu pozornosť. V súvislosti s verejným dlhom možno hovoriť o dôsledkoch rozpočtových, fiškálnych, makroekonomických a redistribučných.<sup>12</sup>

Výrazným negatívnym dopadom verejného dlhu je jeho vplyv na verejné rozpočty. Platenie úrokov z dlhu totiž predstavuje záťaž na výdavkovú stranu verejných rozpočtov, čo má spravidla za následok vznik deficitu v ďalšom období a nárast verejného dlhu a jeho podielu na HDP, pretože vláda nedokáže úrokové náklady zo zdedeného dlhu bezprostredne ovplyvňovať. Jeho financovanie sa teda zväčša musí riešiť ďalšou emisiou štátnych dlhopisov. Dokonca pri dosiahnutí určitej úrovne dlhu dochádza k nepretržitej existencii rozpočtových deficitov.

Odtiaľ sa dostávame k ďalšiemu dôsledku - fiškálnemu. Keďže je najprv nutné splácať istinu dlhu a úroky z toho plynúce, pri zvyšujúcich sa nákladoch dlhovej služby sa znižuje objem prostriedkov, ktoré môže štát aktívne využiť v rámci fiškálnej politiky. Rastie tak podiel pasívneho deficitu.

Verejný dlh pôsobí na rast úrokovej miery (s čím je úzko spojený tzv. vytesňovací efekt) a takisto aj na mieru inflácie, pod čím chápeme jeho makroekonomické dôsledky. Čo sa týka rastu úrokovej miery, dochádza k nemu z dôvodu, že subjekty (prevažne banky) nakupujúce štátne dlhopisy na úkor toho

---

<sup>11</sup> TROTMAN-DICKENSON, D., I. *Economics of the Public Sector*. 1<sup>st</sup> ed. London: MACMILLAN PRESS LTD, 1996, p. 285.

<sup>12</sup> Pozri napr. ČERNOHORSKÝ, J., TEPLÝ, P. *Základy financí*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, a.s., 2011.



znižujú zdroje, ktoré by inak použili k poskytovaniu úverov. Keďže sú tieto prostriedky menej dostupné a prinášajú so sebou väčšie riziko, úroková miera sa pochopiteľne zvýši. To má však za následok nižšie investície a spotrebu, a tým aj pokles celkového produktu. Vytesňovací efekt teda označuje situáciu, keď zvýšené vládne výdavky vytlačujú súkromné investície (z dôvodu vyššej úrokovej miery). U súkromných subjektov sa tak mení štruktúra portfólia, pretože oproti ostatným aktívam preferujú hlavne štátne dlhopisy. K rastu inflácie dochádza predovšetkým v prípadoch, keď vláda dlh nedokáže financovať daňami a inými príjmami, ale kryje ho monetizáciou (emisiou nových peňazí). Nastať môže aj situácia (pri prekročení určitej úrovne zadlženia), že dôjde k ekonomickej kríze. Je tomu tak hlavne preto, že vysoko zadlžené štáty majú problém so získavaním prostriedkov na finančných trhoch z dôvodu znižujúcej sa dôveryhodnosti ako dlžníka. Tomu nasvedčuje aj súčasná situácia v niektorých štátoch.

Dopadom verejného dlhu je tiež prerozdelenie časti príjmov verejných rozpočtov prostredníctvom úrokov z dlhu v prospech veriteľov s väčším objemom finančných prostriedkov, a to kvôli relatívne vysokej nominálnej hodnote štátnych cenných papierov, ktorých nákup si väčšina domácností nemôže dovoliť. Tým rozumieme jeho redistribučné dôsledky. Z úrokov ťažia iba bohatšie domácnosti, napriek tomu, že dane platia všetci. V prípade, že do dlhopisov investujú subjekty zo zahraničia, výnos z úrokov sa presúva do zahraničia, čo môže mať za následok pokles úrovne bohatstva v emitujúcej krajine. Je však vhodné spomenúť, že financovanie prostriedkami zo zahraničia môže mať aj pozitívny vplyv, napr. v krajinách s menej rozvinutým kapitálovým trhom, pretože zmiernuje tlak na rast úrokovej miery a vytlačovanie domácich investícií.

## **2.6 Riešenie dlhového problému**

Verejný dlh v súčasnosti predstavuje jeden z najväznejších problémov a je predmetom mnohých diskusií. V štátoch, v ktorých dosiahol neúnosné rozmery, je určite potrebné jeho objem znižovať. V literatúre z oblasti verejných financií nájdeme dva hlavné spôsoby, akými znižovanie dlhu možno dosiahnuť – aktívne a pasívne.<sup>13</sup>

Aktívne možno problém existujúceho verejného dlhu riešiť pomocou hospodársko-politických opatrení zo strany vlády. Jednou z možností je usilovať sa

---

<sup>13</sup> Pozri napr. ČERNOHORSKÝ, J., TEPLÝ, P. *Základy financií*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, a.s., 2011.

o dosiahnutie prebytkového štátneho rozpočtu pomocou reštriktívnych opatrení a splácať tak dlh vrátane úrokov z bežného rozpočtu. Aplikovať protideficitnú politiku v rámci celej rozpočtovej sústavy, teda aj na úrovni územnej samosprávy. Ďalšími možnosťami v rámci aktívnych vládnych opatrení je uvalenie mimoriadnej jednorazovej paušálnej dávky z kapitálu (určená k umoreniu dlhu) alebo monetizácia dlhu (centrálne banky poskytnú úver alebo vytlačí peniaze – v súčasnosti je to však v mnohých štátoch zakázané). Nepriamou monetizáciou je prípad, keď centrálna banka kupuje štátne dlhopisy od bánk, ktoré ich predtým kúpili od štátu. Pri monetizácii dochádza k zvýšeniu peňažnej zásoby a zámerne vyvolaná inflácia potom vedie k zníženiu reálnej hodnoty dlhu. Pomerne riskantným riešením je administratívne riešenie vo forme odmietnutia existujúceho dlhu alebo úroku, čo môže s veľkou pravdepodobnosťou v budúcnosti viesť k vyšším úrokom z dlhu alebo nezískaniu úveru z dôvodu straty dôveryhodnosti daného štátu. Častým problémom účinných opatrení však býva ich nepopulárnosť alebo časové obmedzenie vlády.

Pri pasívnom spôsobe sa k znižovaniu dlhu využíva pozitívny vplyv exogénnych faktorov. Ide napríklad o tempo ekonomického rastu trvalo prevyšujúce efektívnu reálnu úrokovú sadzbu z verejného dlhu (účinný faktor, ale málo reálny), vplyv exogénnej inflácie na reálnu výšku verejného dlhu, ktorá znižuje reálnu hodnotu dlhu (je však v rozpore s protiinflačnou politikou nezávislej centrálnej banky) alebo zahraničnú pomoc vo forme darov, odpustenia úrokov alebo dlhu (hlavne v prípade chudobných štátov).

V tejto súvislosti je na mieste si položiť otázku, či je potreba dlh stabilizovať na určitej úrovni a zabrániť teda jeho ďalšiemu nárastu, alebo sa snažiť o jeho postupné znižovanie. Kinkor<sup>14</sup> za riešenie považuje z dlhodobého i krátkodobého hľadiska postupné znižovanie dlhového pomeru. Tvrdí, že udržiavanie konštantného dlhového pomeru by mohlo byť riešením iba pri nulovom reálnom raste, kedy by vláda musela udržiavať vyrovnaný rozpočet. Pozitívny rast HDP by vláde umožňoval tolerovať rozpočtový deficit, ktorého následkom by bol rast absolútneho zadĺženia. Keďže však vláda radšej preferuje pozitívny rast, zmysel teda vidí iba v znižovaní pomeru dlhu. A to buď dosahovaním vyrovnaného rozpočtu pri pozitívnom raste HDP alebo rýchlejšie dosahovaním prebytku, ktorým by bol dlh splácaný. Za potrebné považuje znižovať dlh až na úroveň, ktorá neohrozí likviditu na kapitálových trhoch.

---

<sup>14</sup> KINKOR, J. Co se zděděným státním dluhem? *Finance a úvěr*, 1993, 43, č.12, str. 563-564.

## 2.7 Riadenie verejného dlhu

Obsluha verejného dlhu so sebou prináša množstvo špecifických činností a operácií. Preto majú ich výkon na starosti špecializované orgány vlády za týmto účelom zriadené. Riadením (managementom) verejného dlhu sa vo všeobecnosti rozumie strategické obstarávanie prostriedkov na financovanie dlhu, predovšetkým s ohľadom na náklady a riziko s tým spojené. U niektorých autorov možno nájsť túto činnosť pod označením správa dlhu.<sup>15</sup>

Riadením (správou) dlhu sa zaoberajú organizácie ako Medzinárodný menový fond alebo Svetová banka, ktoré vypracovávajú dokumenty s odporučeniami v oblasti tejto problematiky. V spoločnej smernici *Guidelines for Public Debt Management* definujú riadenie dlhu ako „proces vytvárania a uskutočňovania stratégie managementu vládneho dlhu za účelom získania požadovaného objemu financovania, dosiahnutia cieľov v oblasti rizík a nákladov a iných cieľov dlhového managementu, ktoré si vláda určí, ako napríklad rozvíjanie a udržiavanie efektívneho trhu pre vládne obligácie“.<sup>16</sup>

Z hľadiska dlhového riadenia je dôležité analyzovať objem dlhu a štrukturovať ho tak, aby náklady a riziko boli čo najnižšie. V oblasti rizík sa jedná o riadenie refinančného, úrokového, kurzového rizika a rizika likvidity. Riadenie dlhu a jeho ciele sú v prípade ČR a SR podrobnejšie popísané v nasledujúcej kapitole.

Na záver je však vhodné poznamenať, že konkrétna aplikácia riadenia dlhu si vyžaduje stanovenie cieľov a stratégie riadenia, koordináciu fiškálnej a monetárnej politiky, inštitucionálne usporiadanie riadenia dlhu a určenie jeho zodpovednosti a v neposlednom rade i technickú a informačnú podporu.<sup>17</sup>

## 2.8 Metodiky vykazovania vládneho deficitu a dlhu

Na vykazovanie vládneho dlhu a deficitu existujú dva základné spôsoby – metodika vládnej finančnej štatistiky **GFS 1986**, resp. **GFS 2001** (Government Finance Statistic) vytvorená Medzinárodným menovým fondom a metodika **ESA 95** (European

---

<sup>15</sup> Pozri napr. SIVÁK, R. a kol. *Verejné financie*. 1. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2007; DOSTÁLOVÁ, M., JANDA, L. Státní dluh a jeho aspekty. *Finance a úvěr*, 1998, 48, č. 10, str. 632.

<sup>16</sup> Vlastný preklad zo zdroja: INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Guidelines for Public Debt Management* [online].

<sup>17</sup> OCHRANA, F., PAVEL, J., VÍTEK, L. a kol. *Veřejný sektor a veřejné finance: financování nepodnikatelských a podnikatelských aktivit*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, a.s., 2010, str. 149.

System of Integrated Economic Accounts) podľa Eurostatu. Rozdiel medzi týmito metodikami spočíva v odlišnosti jednoduchého účtovníctva využívajúceho peňažné toky (GFS 1986) od podvojného účtovníctva, ktoré pracuje taktiež aj s pohľadávkami a záväzkami (ESA 95). Ďalší zásadný rozdiel medzi týmito metodikami spočíva vo vymedzení vládneho sektoru, čo tiež prispieva k odlišnosti vykazovaných ukazovateľov. Bližší popis metodík je uvedený v prílohe č.1.

### **Metodika GFS 1986 (peňažná)**

Za vykazovanie deficitu v tejto metodike zodpovedá Ministerstvo financií (ďalej tiež MF). Vládna finančná štatistika vychádza zo štátneho rozpočtu a je podobná národnej metodike sledovania príjmov, výdavkov alebo deficitu štátneho rozpočtu. Využíva sa v rozpočtových dokumentoch a pri fiškálnych predikciách. Vďaka pomerne rýchlej časovej dostupnosti požadovaných dát umožňuje včasné vytváranie fiškálnych predikcií.

### **Metodika ESA 95 (akruálna)**

Za vykazovanie údajov podľa tohto štandardu zodpovedá národný štatistický úrad. V Českej republike je to Český štatistický úrad (ďalej tiež ČSÚ) a v Slovenskej republike je to Štatistický úrad Slovenskej republiky (ďalej tiež ŠÚ SR). Metodika Eurostatu sa využíva pre výpočet maastrichtských konvergenčných kritérií vládneho dlhu a deficitu. Podľa tejto metodiky sú pripravované dokumenty predkladané orgánom Európskej únie.

### **Nová metodika GSF 2001**

Vládna finančná štatistika GFS 2001 vytvorená Medzinárodným menovým fondom je nástupcom GFS 1986. Predstavuje medzinárodný štatistický štandard pre kompiláciu fiškálnych dát, ktorý sa približuje metodike ESA 95. Členskými štátmi začal byť postupne implementovaný od roku 2002, ale jeho plné zavedenie je otázkou dlhodobejšou. V porovnaní s GFS 1986 je vymedzenie vládneho sektoru širšie a je teda aj náročnejší na vstupné dáta. Vykázané údaje sa približujú výpočtu maastrichtských kritérií za fiškálnu oblasť. *„Na rozdiel od systému GFS 1986, ktorý pracuje s dátami iba na pokladničnej báze, zachytáva nová metodika účtovné operácie rovnako aj na akruálnej báze: tzn., že transakcie a ostatné ekonomické toky sú zaznamenávané*

v okamihu, kedy sa ekonomická hodnota vytvára, transformuje a zaniká tiež vtedy, keď sa pohľadávky a záväzky zvyšujú, zanikajú alebo transformujú. Zahrňuje všetky udalosti, ktoré majú vplyv na finančnú výkonnosť, pozíciu alebo likviditu vládneho sektoru.“<sup>18</sup> Prechodom na metodiku GFS 2001 by tak malo dôjsť k znižovaniu rozdielov vo vykazovaní hospodárenia štátu v metodike GFS 2001 a ESA 95 a zvyšovaniu vierohodnosti jednotlivých ukazovateľov.

## **2.9 Aký je názor dlhové financovanie?**

Ťažko povedať, či existuje problematika, ktorá v posledných desaťročiach vyvolala viac polemík v rámci ekonomických diskusií ako otázka deficitov verejných rozpočtov a dlhového financovania. Aký majú dopad na HDP, infláciu, nezamestnanosť či platobnú bilanciu? Pohľady na dôsledky deficitu a dlhu sú rôzne. Záleží na ekonomickom smere, ktorý ich hodnotí.

Keynesiánska teória považuje dlhové financovanie za účinné v období hospodárskej recesie, kedy ekonomika nemôže dosiahnuť svoj potenciál z dôvodu nedostatočného dopytu. Prechodný deficit spôsobený rastom štátnych výdavkov pôsobí na rast agregátneho dopytu a rast produkcie, čo sa pozitívne premietne do veľkosti HDP a vedie tak v konečnom dôsledku k stabilizácii ekonomiky. V období hospodárskeho vzostupu preferuje financovanie deficitu z prebytkov. Situácia v sedemdesiatych rokoch minulého storočia, kedy rozpočtové deficity nadobudli chronický charakter a verejný dlh rapídne narástol, však viedla k ostrej kritike tohto názoru z mnohých strán.

Účinnosť vládnych výdavkov a financovania dlhu popiera napr. teória strany ponuky. Zdôrazňuje, že rast produkcie je dosiahnuteľný znížením daňových sadzieb, čo vyvolá nárast investícií a výkonnosti pracovnej sily. Tvrdí dokonca, že produkcia narastie až tak, že príjmy prevýšia úroveň pred samotným znížením daní. Ďalej sa objavila kritika keynesovského predpokladu funkčných verejných financií z dôvodu, že tvorcovia fiškálnej politiky nesledujú vždy verejný záujem, ale súkromný prospech (napr. teória verejnej voľby).

Ďalší odlišný názor priniesli monetaristi, ktorí tvrdia, že na agregátny dopyt má zásadný vplyv ponuka peňazí. Problém vidia v zásahoch štátu do ekonomiky. Domnievajú sa totiž, že negatívne pôsobia na ekonomický rast a nezamestnanosť. Za negatívny jav považujú infláciu, ktorá je príčinou rastu nezamestnanosti. Rast inflácie je

---

<sup>18</sup> Ministerstvo financií ČR. *Vládní finanční statistika – nová metodologie GFSM 2001* [online].

podľa nich vyvolaný expanzívnou politikou a rozpočtovým deficitom. Presadzujú preto dlhodobo vyrovnaný rozpočet.

Predstavitel' klasickej ekonómie David Ricardo postavil otázku, či štátne dlhopisy možno považovať za bohatstvo. Označuje sa preto ako ricardiánska ekvivalencia. Do značnej miery na tento problém nadviazali neoklasici. V porovnaní v keynesiánskou teóriou tvrdia, že možnosti aktívnej fiškálnej politiky sú menšie. Zameriavajú sa skôr na mikroekonomické hľadisko a permanentný dôchodok domácností. V prípade zníženia daní (a teda zvýšenia dlhu) sa podľa nich osobný dôchodok domácností nezmení a nezvýšia sa ani ich výdavky. Zhodujú sa na tom, že vydávanie štátnych dlhopisov zvyšuje bohatstvo jednotlivcov, ale v budúcnosti kvôli zvýšeniu dlhu dôjde k zvýšeniu daní. Otázke ekvivalencie sa podrobnejšie venoval Robert Barro,<sup>19</sup> podľa ktorého bol tento problém označený aj ako Barrova-Ricardova veta ekvivalencie. Z jeho pohľadu subjekty, ktoré dlhopisy nakúpia, jednajú racionálne a očakávajú teda, že sa dane v budúcnosti zvýšia. Vytvárajú preto úspory, aby budúce vyššie dane mohli platiť (resp. ich potomkovia). Ich spotreba sa teda nezmení a nedôjde ani k zvýšeniu agregátneho dopytu (a nedochádza ani k vytlačaniu súkromných investícií). Zvýšenie súkromných úspor by tak malo dlh vykompenzovať do výšky deficitu. Do značnej miery však prevláda názor, že domácnosti viac spotrebúvajú ako šetria. Hoci ani empirické výskumy tento predpoklad ekvivalencie ešte nepotvrdili, diskusia na túto tému nie je definitívne uzavretá.

V súvislosti so zadlžením sa často vynára i otázka, či predstavuje dlh bremeno pre budúce generácie. Problémom medzigeneračnej spravodlivosti sa do značnej miery zaoberal James Buchanan.<sup>20</sup> Kým keynesiánska teória a už vyššie spomínaná Barrova teória v dlhu nevidí bremeno pre budúce generácie, Buchanan tvrdí opak. Dlh vlády stotožňuje s dlhom domácností, čo považuje za rovnakú nezodpovednosť. Podľa jeho názoru spočíva problém v nákladoch obetovaných príležitostí na produkciu dlhom financovaných verejných statkov. Zatiaľ čo súčasná generácia sa spotreby vzdáť nemusí

---

<sup>19</sup> Pozri BARRO, R. J. Are government bonds net wealth? *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, Chicago, 1974, vol. 82, issue 6, p. 1095-1117; KINKOR, J. Co se zděděným státním dluhem? *Finance a úvěr*, 1993, 43, č.12, str. 562.

<sup>20</sup> Pozri BUCHANAN, J. *Public Finance in Democratic Process: Fiscal Institutions and Individual Choice*. 2<sup>st</sup> ed. USA: University of North Carolina Press, 1987; KINKOR, J. Co se zděděným státním dluhem? *Finance a úvěr*, 1993, 43, č.12, str. 561.

a žiadne príležitosti teda neobetuje, bremeno dopadá na budúce generácie, ktoré sú v rozhodovaní obmedzené, pretože musia splácať minulé dlhy. Proti tomu by bolo možné argumentovať tým, že budúce generácie majú z investícií na dlh prospech. To však vysvetľuje tak, že vláda dlhové financovanie preferuje nie z dôvodu uskutočňovania plánovaných verejných investícií, ale ako jednoduchší spôsob ako kryť deficity rozpočtov. Pohľad na túto problematiku obohacuje Kinkor<sup>21</sup>, ktorý dokonca tvrdí, že „prospech budúcej generácie“ má vlastne súčasná, pretože už samotné očakávanie prospechu je jej úžitkom.

Je teda možné existenciu deficitu a dlhu nejakým spôsobom ospravedlniť? Podľa Dvořáka<sup>22</sup> je deficit opodstatnený v prípade silného pôsobenia exogénnych faktorov, kedy možno prostredníctvom deficitu zmierniť dôsledky šokov na jednotlivých stranách rozpočtu (rozložiť ich v čase), v prípade výdavkových programov s vyššou mierou výnosu ako úrokovou sadzbou z dlhu a v prípade, kedy by vďaka fiškálnym opatreniam mohlo dôjsť k oživeniu ekonomiky (za predpokladu, že toto riešenie je vhodné a táto situácia môže nastať).

---

<sup>21</sup> Pre podrobnejšie vysvetlenie pozri KINKOR, J. Veřejný dluh a budoucí generace. *Finance a úvěr*, 1991, 41, č. 11, str. 523-524.

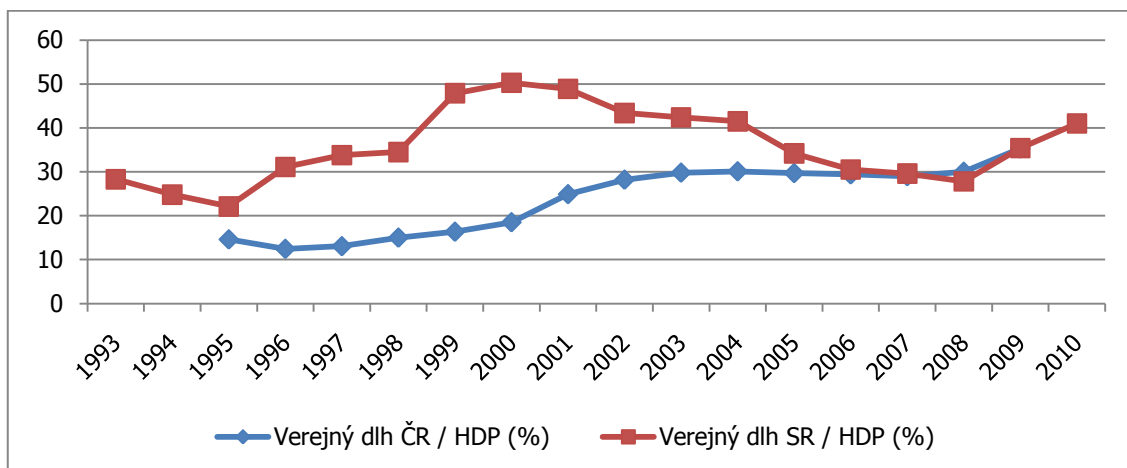
<sup>22</sup> DVOŘÁK, P. Problém fiskální nerovnováhy. *Finance a úvěr*, 1994, 44, č. 7, str. 351-352.

### 3 Vývoj zadĺženia ČR a SR od roku 1993

Pri vzniku samostatnej Českej republiky a Slovenskej republiky v roku 1993 bola úroveň zadĺženia v porovnaní s inými tranzitívnymi krajinami pomerne nízka. Po rozdelení Československa prevzala 2/3 federálnych dlhov ČR, ktoré boli začlenené do štátneho dlhu. Zvyšnú časť prevzala SR. Výška verejného dlhu ČR v tom čase predstavovala 16 % HDP.<sup>23</sup> Úroveň zadĺženia SR podľa štatistík Ministerstva financií SR dosahovala v roku 1993 28,3 % HDP.<sup>24</sup>

Až do roku 2005 bola úroveň dlhu v % HDP v SR nezanedbateľne vyššia než v ČR. Od roku 2006 je ich výška vyjadrená v % HDP podobná a ich vývoj vykazuje podobný trend (pozri nasledujúci graf).

Graf 1: Porovnanie vývoja verejného dlhu ČR a SR v % HDP.



Poznámka: Český štatistický úrad poskytuje údaje od roku 1995.

Zdroj: ČSÚ, MF SR

<sup>23</sup> MATALÍK, I., SLAVÍK, M. Debt Management in the Czech Republic (formation in the 1990s and the current state). *Prague Economic Papers*, University of Economics, Prague, 2005, vol. 1, p. 33.

<sup>24</sup> V ČR je verejný dlh definovaný ako hrubý dlh centrálnej vlády, ktorý sa skladá z hrubého štátneho dlhu centrálnej vlády, mimorozpočtových fondov, fondov sociálneho a zdravotného poistenia, krajov a obcí a štátnych záruk. (Bližšie pozri MINISTERSTVO FINANCÍ ČR. *Definice a měření státního dluhu* [online]). V SR verejný dlh (dlh verejnej správy) definuje Ministerstvo financií SR ako dlh týchto jednotiek: ústredné rozpočtové organizácie, štátne účelové fondy, Fond národného majetku SR, Slovenský pozemkový fond, Slovenská konsolidačná, a.s., verejné vysoké školy, Úrad pre dohľad nad zdravotnou starostlivosťou, Ústav pamäti národa, Slovenské národné stredisko pre ľudské práva, Rozhlas a televízia Slovenska, Rozhlasová a televízna spoločnosť, Úrad pre dohľad nad výkonom auditu, Audiovizuálny fond, Tlačová agentúra SR, Sociálna poisťovňa, zdravotné poistenie, príspevkové organizácie, vyššie územné celky a nimi zriadené rozpočtové organizácie, obce a nimi zriadené rozpočtové organizácie a neziskové organizácie. (Bližšie pozri MINISTERSTVO FINANCÍ SR. *Dlh verejnej správy* [online]).

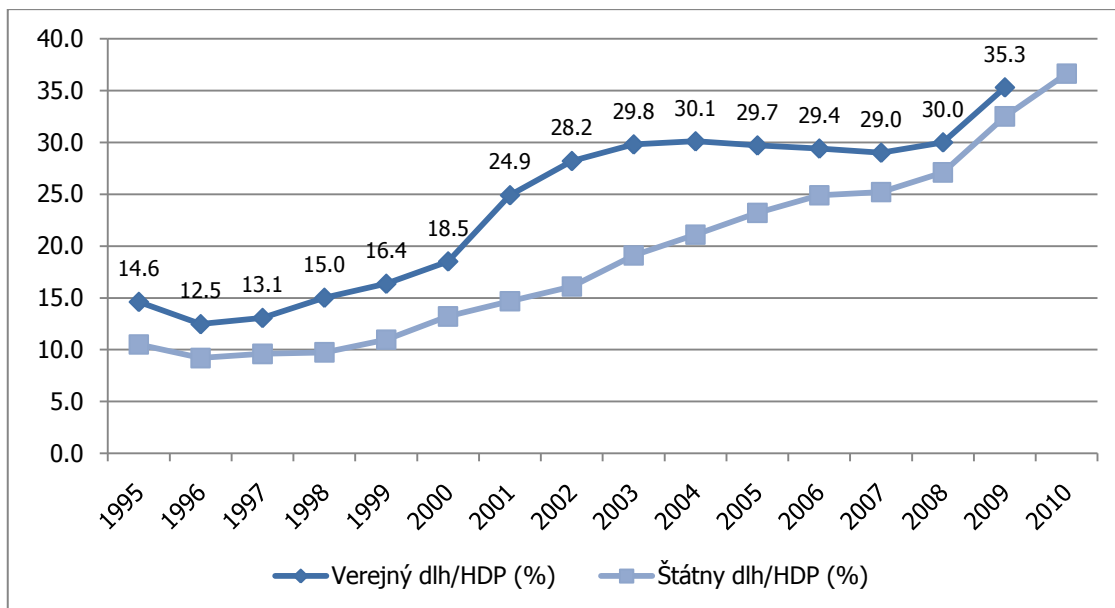


Nízka úroveň verejného zadlženia v prvých rokoch existencie ČR bola predovšetkým dôsledkom priaznivého makroekonomického vývoja a pomernej stability verejných financií. V ďalšom období začal dlh výraznejšie narastať až na úroveň 35,3 % HDP v roku 2009. V priebehu 14 rokov sa tak výška verejného dlhu v ČR viac než zdvojnásobila. Jeho vývoj negatívne ovplyvnili od roku 1997 napr. rozpočtové deficity alebo kurzové rozdiely. So vstupom ČR do Európskej únie došlo v rokoch 2004 – 2007 k miernemu poklesu verejného dlhu v pomere k HDP. V tomto období došlo k rastu ekonomiky. V roku 2006 rast reálneho HDP dosiahol 6,8 %, čo je doteraz historicky najviac. Taktiež boli v tomto období vykázané pomerne nízke rozpočtové deficity. Deficit verejných financií v roku 2007 predstavoval 0,7 % HDP.

Na rozdiel od ČR došlo v prípade SR v rokoch 1995 - 2000 k omnoho výraznejšiemu nárastu verejného dlhu vyjadreného v % HDP. Ten v roku 2000 dosiahol doterajšie maximum, a to 50,3 % HDP. V ďalších rokoch sa aj v súvislosti so vstupom do Európskej únie darilo dlh znižovať, v rokoch 2007 a 2008 sa dokonca dostal pod hranicu 30 %. Na zníženie dlhu mal pozitívny vplyv diskont pri splatení dlhopisov a kurzové zmeny. V tomto období zaznamenala SR aj výrazný hospodársky rast, v roku 2007 medziročný nárast HDP predstavoval dokonca 10,4 %. S príchodom ekonomickej krízy sa ale rast spomalil, resp. došlo k zníženiu HDP, keď v roku 2009 vykázal HDP medziročný pokles o 4,7 % a aj v dôsledku toho začal dlh zase narastať. Negatívne sa pod to podpísal rozpočtový deficit vlády vo výške približne 7,9 % HDP, pokles prostriedkov z refinančného systému Štátnej pokladnice a nárast zadlženia obcí a vyšších územných celkov. V roku 2010 bol vykázaný deficit zhruba v rovnakej výške a dlh sa pohyboval na úrovni 41 % HDP.

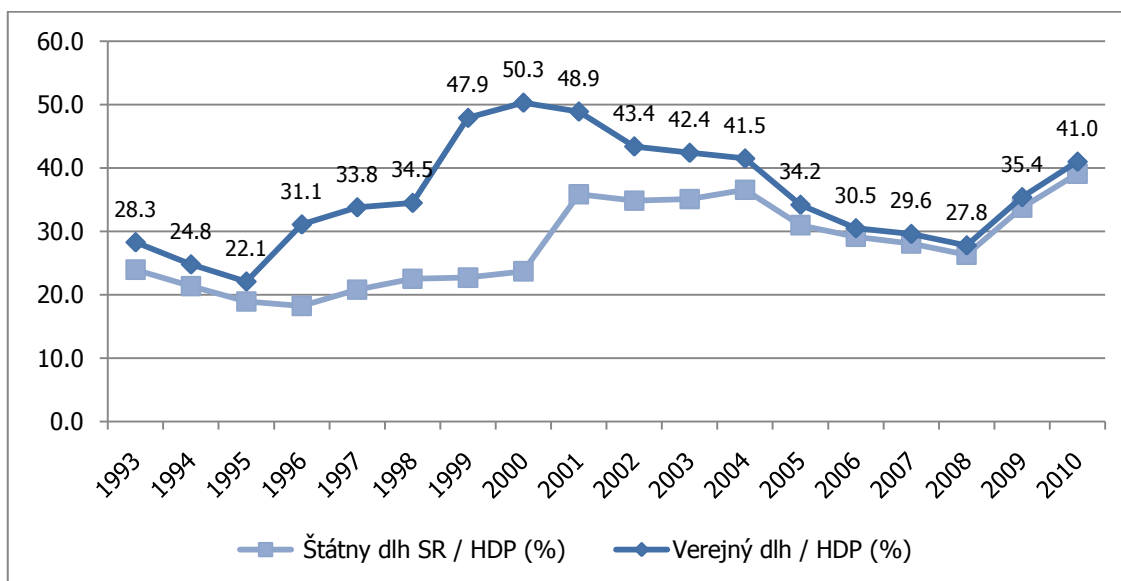
Najväčšou zložkou verejného dlhu je v prípade oboch krajín štátny dlh, ktorý v súčasnosti tvorí viac než 90 % hrubého dlhu centrálnej vlády (pozri nasledujúce grafy č. 2 a 3), a to predovšetkým prostredníctvom deficitov štátneho rozpočtu. Z toho dôvodu je bakalárska práca zameraná na vývoj a štruktúru štátneho dlhu, ktorého riadeniu je v posledných rokoch venovaná čoraz väčšia pozornosť. Faktorom ovplyvňujúcim výšku štátneho dlhu v prípade oboch krajín sa podrobnejšie venuje ďalšia kapitola.

Graf 2: Vývoj verejného a štátneho dlhu ČR v % HDP.



Zdroj: ČSÚ

Graf 3: Vývoj verejného a štátneho dlhu SR v % HDP.



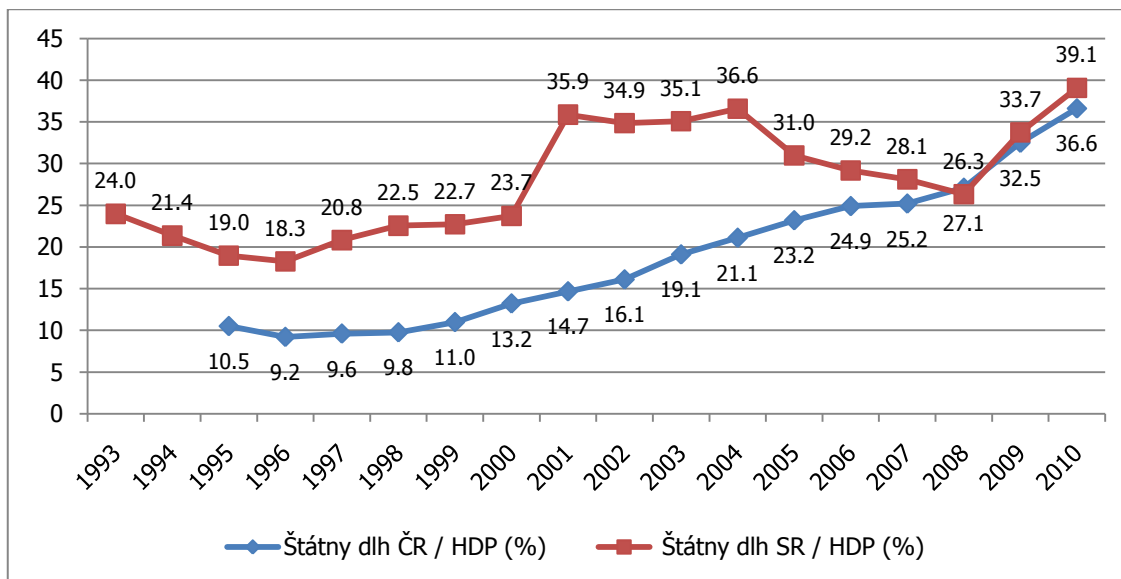
Poznámka: Údaje zodpovedajú metodike maastrichtského kritéria pre dlh. Vzhľadom na vstup SR do eurozóny v roku 2009, Ministerstvo financií uvádza tieto údaje v EUR.

Zdroj: MF SR

### 3.1 Vývoj štátneho dlhu a jeho štruktúra

Ako bolo už naznačené v predošlej časti, aj v prípade štátneho dlhu bola jeho úroveň od vzniku samostatnej ČR a SR každý rok vyššia v SR s výnimkou roku 2008 (pozri nasledujúci graf).

Graf 4: Porovnanie vývoja verejného dlhu ČR a SR, v % HDP.



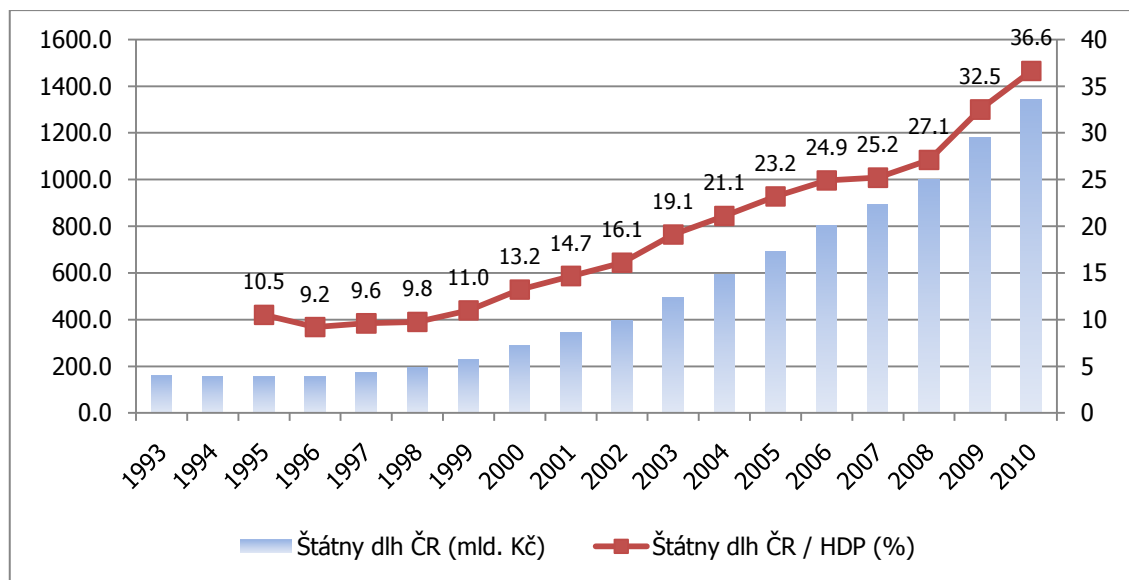
Zdroj: ČSÚ, MF SR

V oboch štátoch zaznamenávame jeho dlhodobu rastúcu tendenciu, avšak v prípade SR je vývoj dlhu kolísavejší. Zatiaľ čo štátny dlh v SR sa do roku 2000 pohyboval na úrovni niečo vyše 20 % HDP, dlh v ČR v tom období nepresiahol hranicu 14 % HDP. V ďalších štyroch rokoch možno pozorovať ešte väčší rozdiel v ich výškach a neskôr naopak ich približovanie. V roku 2008 SR jediný krát vykázala nižší štátny dlh vo výške 26,3 % HDP (v ČR 27,1 % HDP). V súčasnosti (údaj za rok 2010) má o niečo vyšší dlh opäť SR, a to 39,1 % HDP a ČR vykazuje štátny dlh 36,6 % HDP.

Pri bližšom pohľade na vývoj štátneho dlhu v Českej republike môžeme pozorovať jeho plynulejší postupný nárast v nominálnom vyjadrení a aj v % HDP. Od roku 1993 do roku 2010 vzrástla jeho výška v nominálnom vyjadrení zo 158,8 mld. Kč na 1344,1 mld. Kč. V roku 1995 dosahovala výška štátneho dlhu 10,5% HDP a poslednýkrát nebol vykázany deficit štátneho rozpočtu. V ďalšom roku úroveň dlhu dosiahla svoje historické minimum vo výške 9,2 % HDP. Miera rastu HDP v tomto roku činila 4 % a došlo k miernemu poklesu dlhu v nominálnom vyjadrení oproti roku 1995. V období do roku 1999 sa nachádzal dlh na úrovni okolo 10 % HDP, a to aj

vďaka udržaniu nominálnej výšky dlhu na takmer konštantnej úrovni. Od tohto roku dlh čoraz dynamickejšie rastie, k čomu prispeli každoročne vykazované deficity štátneho rozpočtu. Vysoké deficity boli vykázané predovšetkým v roku 2003 vo výške 109,1 mld. Kč (4,2 % HDP) a v roku 2009 vo výške 192,4 mld. Kč (5,8 % HDP). Pomer dlhu rástol aj napriek rastu HDP, ktoré dosiahlo v roku 2006 zatiaľ najvyššiu mieru v novodobej histórii, a to vo výške 6,8 %. V roku 2010 sa tak štátny dlh dostal na úroveň 36,6 % HDP, čo je viac než trojnásobok ako v roku 1995. Jednou z príčin neustále narastajúceho dlhu je neschopnosť vlády konsolidovať rozpočet a znižovať dynamiku výdavkov.

Graf 5: Vývoj štátneho dlhu ČR, v mld. Kč a % HDP.



Zdroj: MF ČR, ČSÚ

Ako uvádzajú Matalík a Slavík,<sup>25</sup> na vývoj štátneho dlhu v ČR z hľadiska jeho výšky a štruktúry mali vplyv tieto faktory:

- odlišné nastavenie fiškálnej politiky v prvých rokoch transformácie a v súčasnosti – v prvých rokoch existencie ČR bola fiškálna politika orientovaná na proces ekonomickej transformácie a činnosti s tým spojené, ako bola napr. liberalizácia trhu alebo privatizácia štátneho majetku. Neskôr sa zameriavala na zachovávanie ekonomického rastu. Od roku 1999 začala byť presadzovaná prodeficitná politika.
- odhalenie skrytých dlhov a problém štrukturálnych deficitov

<sup>25</sup> MATALÍK, I., SLAVÍK, M. Debt Management in the Czech Republic (formation in the 1990s and the current state). *Prague Economic Papers*, University of Economics, Prague, 2005, vol. 1, p. 40-43.

- v dôsledku vykazovania deficitu a dlhu na základe metodiky peňažných tokov neboli niektoré operácie zaznamenané v dlhových štatistikách. Jedná sa hlavne o záväzky Českej konsolidačnej agentúry v súvislosti s konsolidáciou českého bankového systému. Vďaka týmto záväzkom sa skutočný dlh navýšil. Faktorom ovplyvňujúcim potenciálnu výšku dlhu boli aj záruky mimorozpočtových inštitúcií, ako napr. Fond národného majetku.
- problém štrukturálnych deficitov súvisí prevažne so zákona povinnými výdavkami, ako sú sociálne transfery. Tieto výdavky každým rokom narastajú z dôvodu starnutia obyvateľstva a nízkej miery pôrodnosti, čo predstavuje obrovskú záťaž na dôchodkový systém.
- decentralizácia vládnych financií – niektoré mimorozpočtové inštitúcie (napr. štátne fondy) nie sú kontrolované Ministerstvom financií a ich spôsob hospodárenia môže prispievať k zvyšovaniu dlhu, a tým aj komplikovaniu dlhového managementu.
- zmena splatnosti štátneho dlhu – ku koncu roka 1999 dosahovala splatnosť dlhu 0,65 roka, čo bolo spôsobené vysokým podielom štátnych pokladničných poukážok v dlhovom portfóliu. Vláda sa tak totiž snažila minimalizovať náklady dlhovej služby vzhľadom k vtedajšej charakteristike výnosovej krivky. V rámci novej stratégie sa vláda usilovala o zvýšenie doby splatnosti a znižovanie refinančného rizika prostredníctvom strednodobých a dlhodobých dlhopisov.
- menší význam financovania prostriedkami zo zahraničia – financovanie zahraničnými subjektmi malo klesajúci význam do roku 2003. Úvery boli totiž určené k podpore platobnej bilancie a nie dlhovému financovaniu. Keďže Ministerstvo financií začalo od roku 2004 so zahraničnými emisiami dlhopisov, pochopiteľne sa podiel zahraničného dlhu opäť zvýšil.

Podobne ako v ČR, aj v Slovenskej republike má z dlhodobého hľadiska štátny dlh v nominálnom vyjadrení rastúci charakter (pozri graf č. 6). V roku 1993 činila jeho výška 3 273 mil. EUR a do roku 2010 sa dostal na úroveň 25 754 mil. EUR. Naopak v prípade vyjadrenia v % HDP možno oproti ČR pozorovať obdobia výraznejšieho nárastu, ale aj poklesu štátneho dlhu. Do roku 1996 sa jeho úroveň znižovala, kedy dosiahla historicky najnižšiu hodnotu 18,3 % HDP (čo bol takmer dvojnásobok historického minima v ČR, tj. 9,2 % HDP v tom istom roku). V tomto období sa darilo jeho nominálnu výšku stabilizovať na takmer konštantnej úrovni.

V ďalších rokoch vidíme jeho postupný nárast, ktorého príčinami boli hlavne kumulácia primárneho deficitu štátneho rozpočtu, emisia dlhopisov na reštrukturalizáciu vybraných bánk, prevzatie dlhu štátnych fondov pri ich začlenení do štátneho rozpočtu a realizácia štátnych záruk za podnikové úvery. V roku 2001 bol jeho prudký nárast na 35,9 % HDP spôsobený predovšetkým spomínanou emisiou dlhopisov za účelom reštrukturalizácie vybraných bánk. V snahe znižovať dlh sa na úhradu niektorých splatných záväzkov použili štátne finančné aktíva.<sup>26</sup>

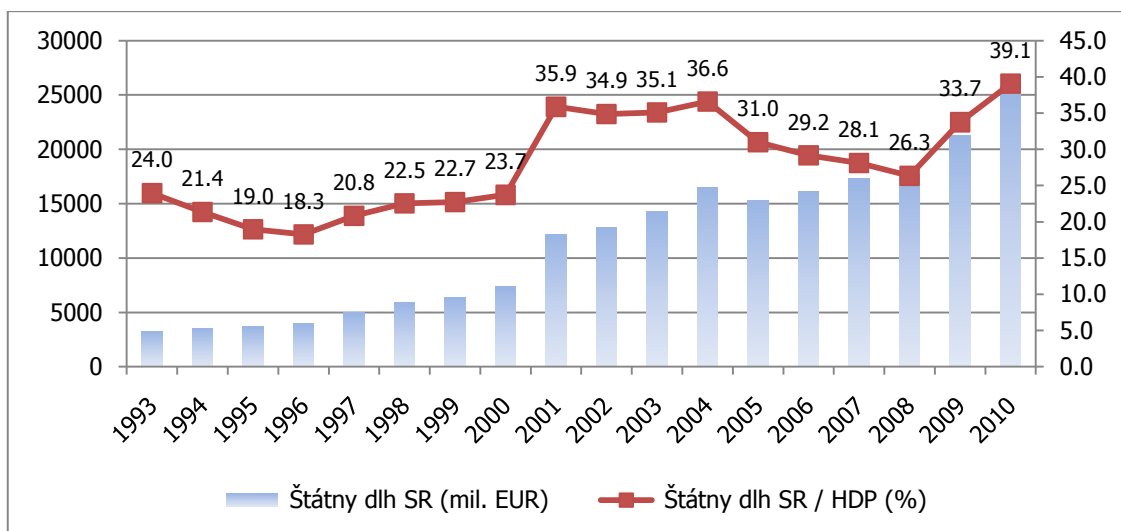
V nasledujúcom období sa výška štátneho dlhu pohybovala na hranici približne 35 – 36 % HDP, čo vysoko prevyšovalo úroveň zadlženia v ČR. Od roku 2005 do roku 2008 došlo zase k jeho poklesu. Ako už bolo spomenuté, v tomto období došlo v SR k výraznému ekonomickému rastu. V roku 2007 dosiahol rast HDP rekordnú hodnotu 10,4 %. Výšku dlhu pozitívne ovplyvnil taktiež diskont pri splatení dlhopisov, nárast výpožičiek zo Štátnej pokladnice alebo kurzové rozdiely – posilnenie slovenskej koruny voči euru. V roku 2009 štátny dlh naopak prudko narástol, čoho príčinou bola predovšetkým hospodárska kríza a s tým súvisiaci nižší rast HDP a deficit štátneho rozpočtu vo výške 2,8 mld. EUR, ktorý v tomto období negatívne ovplyvnili hlavne výpadky daňových a odvodových príjmov. Ďalším negatívnym faktorom bol úbytok zdrojov na krytie dlhu z refinančného systému alebo realizácia proticyklickej expanzívnej fiškálnej politiky.<sup>27</sup> V roku 2010 sa štátny dlh dostal na úroveň 39,1 %, čo je oproti roku 1993 nárast o vyše 60 %.

---

<sup>26</sup> Pozri MINISTERSTVO FINANCIÍ SR. *Stratégia riadenia štátneho dlhu a likvidity na roky 2004 až 2006* [online].

<sup>27</sup> Pozri AGENTÚRA PRE RIADENIE DLHU A LIKVIDITY. *Stratégia riadenia štátneho dlhu a likvidity na roky 2011 až 2014* [online].

Graf 6: Vývoj štátneho dlhu SR, mil. EUR a % HDP.



Zdroj: MF SR

Vývoj dlhu v SR a jeho štruktúru taktiež ovplyvnili viaceré zásadné faktory.<sup>28</sup> Jedným z hlavných problémov verejných financií je, že niektoré verejnoprávne a štátne inštitúcie ako napr. zdravotné poisťovne, Sociálna poisťovňa alebo verejnoprávne médiá nie sú pod priamou kontrolou MF SR, čo predstavuje prekážku v efektívnom riadení verejných financií. Ďalším problémom boli podobne ako v ČR skryté dlhy a podmienené záväzky, hlavne nemožnosť ich kontroly na regionálnej úrovni. Negatívnym javom bolo v minulosti aj netransparentné prijímanie úverov, za nie veľmi výhodných finančných podmienok a bez ohľadu na trhové a iné riziká s tým súvisiace. Na veľkosť dlhu malo taktiež vplyv poskytovanie štátnych záruk (zo štátneho rozpočtu a Fondu národného majetku), ktoré výšku skutočného dlhu podhodnocovali. Vstup SR do EÚ priniesol okrem iného povinnosť vykazovať deficit a dlh podľa metodiky ESA 95, ktorá do dlhu zahŕňa už spomínané záruky, takže je zrejmé, že dlh sa tým navýšil a súčasné štatistiky podávajú relevantnejší obraz o jeho stave.

### 3.1.1 Spôsoby krytia štátneho dlhu

Celkový štátny dlh v ČR a SR sa podľa umiestnenia člení na domáci a zahraničný.

Domáci dlh je krytý:

- štátnymi pokladničnými poukážkami

<sup>28</sup> Pozri MINISTERSTVO FINANCIÍ SR. *Stratégia riadenia štátneho dlhu a likvidity na roky 2004 až 2006* [online].

- strednodobými a dlhodobými štátnymi dlhopismi (majú najväčší podiel na krytí dlhu)
- krátkodobými pôžičkami a inými domácimi finančnými inštrumentmi.

Zdrojmi financovania zahraničného dlhu sú:

- pôžičky
- zahraničná emisia dlhopisov (v najväčšom objeme)
- korunové zmenky, ktoré boli vydané k úhrade členstva v IBRD (v ČR).

Z hľadiska obchodovateľnosti na finančných trhoch, prevažná väčšina štátneho dlhu je v súčasnosti obchodovateľná, a to prostredníctvom už spomínaných štátnych pokladničných poukázok, strednodobých a dlhodobých štátnych dlhopisov, zahraničnej emisie dlhopisov a iných finančných inštrumentov.

Súčasťou celkového štátneho dlhu ČR je v menšom objeme aj neobchodovateľný dlh, a to od roku 1998 iba zahraničný dlh (hlavne vo forme úverov od Európskej investičnej banky a v malom rozsahu aj vo forme zmeniek pre úhradu účasti v IBRD). Neobchodovateľný dlh v podobe priamych úverov od centrálnej banky alebo obchodných bánk, do tohto roku podieľajúci sa aj na domácom dlhu, bol transformovaný na obchodovateľný. Od roku 1993 nevznikli v ČR žiadne nové neobchodovateľné záväzky.<sup>29</sup>

Takisto aj v SR je súčasťou celkového štátneho dlhu neobchodovateľný dlh, hlavne v prípade zahraničnej zadlženosti. V prípade domáceho dlhu je jeho rozsah zanedbateľný. Aj tu bola v súvislosti s riadením dlhu snaha znížiť objem neobchodovateľného dlhu a nahradiť ho predovšetkým štátnymi cennými papiermi so štandardnými obchodnými podmienkami.

Správa štátnych záruk vlády ako podmienených záväzkov je v ČR v kompetencii odboru Štátneho rozpočtu Ministerstva financií ČR. V SR má túto činnosť na starosti Ministerstvo financií SR.

### **3.1.2 Vývoj domáceho a zahraničného dlhu**

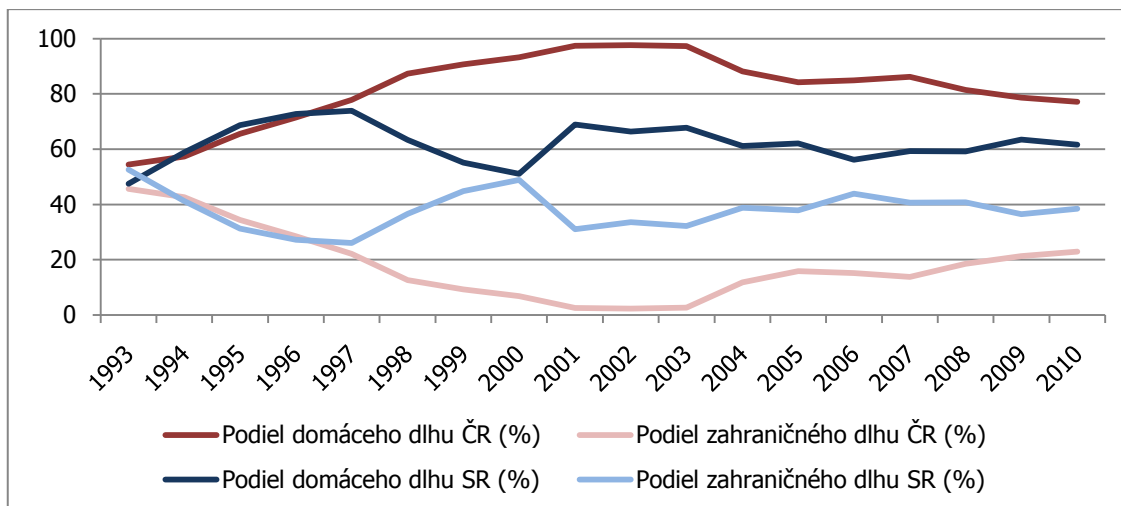
V rámci analýzy štátneho dlhu v oboch krajinách je vhodné uviesť jeho štruktúru z hľadiska umiestnenia. Percentuálny podiel domáceho a zahraničného dlhu na celkovom štátnom dlhu v ČR a SR zachytáva nasledujúci graf.

---

<sup>29</sup> Pozri MINISTERSTVO FINANCIÍ ČR. *Definice a měření státního dluhu* [online].



Graf 7: Percentuálny podiel domáceho a zahraničného dlhu v ČR a SR.

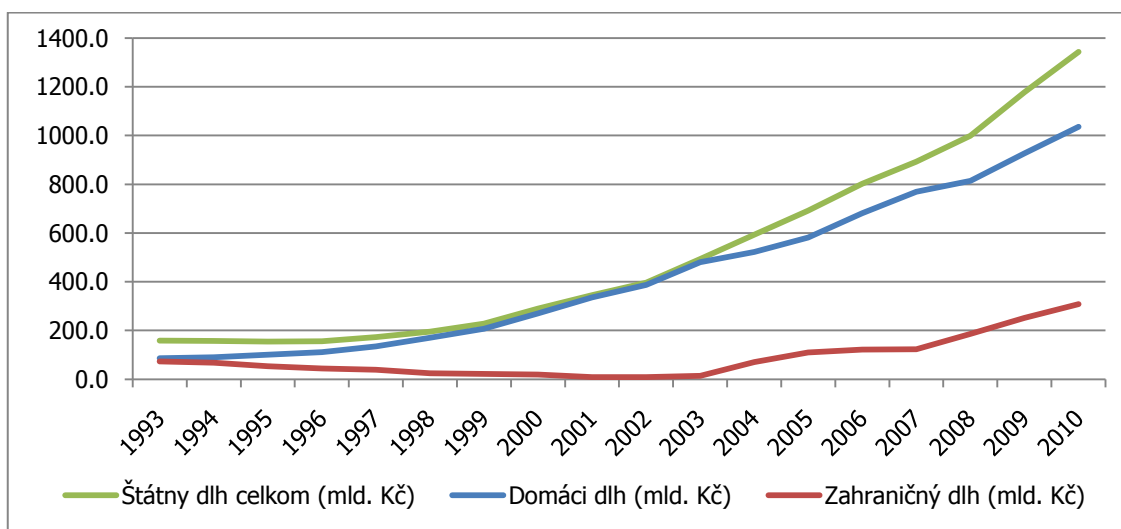


Zdroj: MF ČR, MF SR

Z grafu jasne vidíme tendencie financovania štátneho dlhu domácimi alebo zahraničnými prostriedkami. V oboch krajinách pozorujeme prevahu domáceho dlhu. Až do roku 1997 bol trend v ČR aj SR podobný, v ďalšom období bol však význam domácich investorov oproti zahraničným väčší v prípade ČR.

Podiel zahraničného dlhu sa v ČR postupne znižoval, a to až do roku 2002, kedy dosiahol rekordne nízku úroveň 2,3 % celkového štátneho dlhu. Od roku 2003 význam financovania dlhu prostriedkami zo zahraničia začal zase narastať, čo súvisí s potrebou financovania neustále narastajúceho celkového dlhu. V roku 2010 dosiahol v ČR domáci dlh úroveň 1036,3 mld. Kč a zahraničný dlh 307,8 mld. Kč, čo predstavuje približne 77 % a 23 % celkového štátneho dlhu.

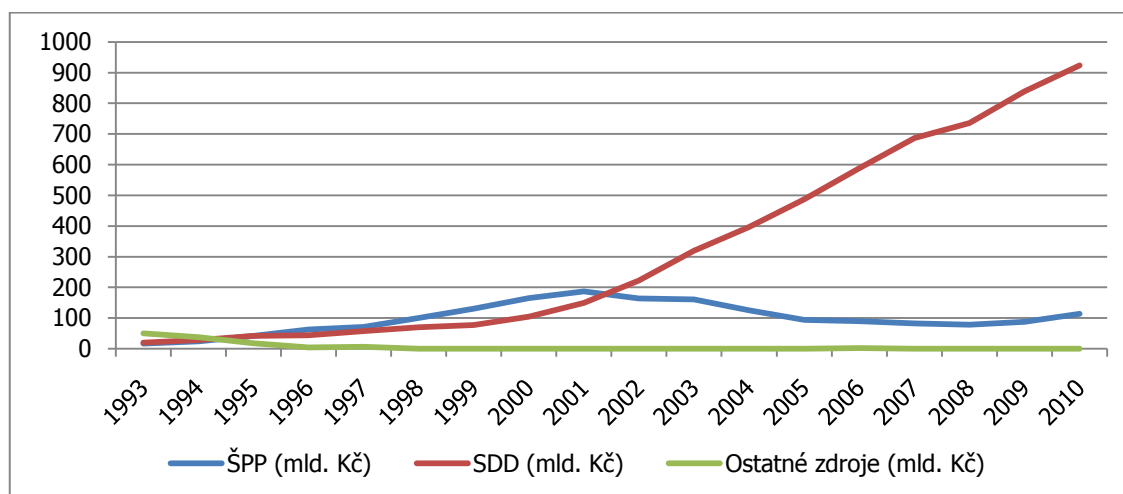
Graf 8: Vývoj domáceho a zahraničného dlhu ČR, v mld. Kč.



Zdroj: MF ČR

Na základe údajov Ministerstva financií ČR možno povedať, že pri vzniku ČR boli k financovaniu domáceho dlhu použité štátne pokladničné poukážky (ŠPP), strednodobé a dlhodobé dlhopisy (SDD) a ostatné zdroje. Domáci dlh v tom čase v najväčšom rozsahu pokrývali práve ostatné zdroje, a to v objeme 49,9 mld. Kč, čo predstavovalo viac než polovicu jeho vtedajšej výšky. Postupne však ich význam pri financovaní klesal. Od roku 1999 neboli ďalej obsiahnuté v dlhovom portfóliu. Výnimkou bol iba rok 2006, kedy boli využité iba v zanedbateľnom rozsahu. Na význame nabrali od roku 1995 ŠPP a SDD. V roku 2010 sa SDD dostali na úroveň 923 mld. Kč, čo predstavuje zhruba 89 % výšky domáceho dlhu a 69 % celkového štátneho dlhu. Majú tak najväčší význam pri dlhovom financovaní. Štátnymi dlhopismi a vývojom dlhu z hľadiska splatnosti v oboch štátoch sa zaoberá nasledujúca časť.

Graf 9: Vývoj domáceho dlhu ČR podľa štruktúry, v mld. Kč.

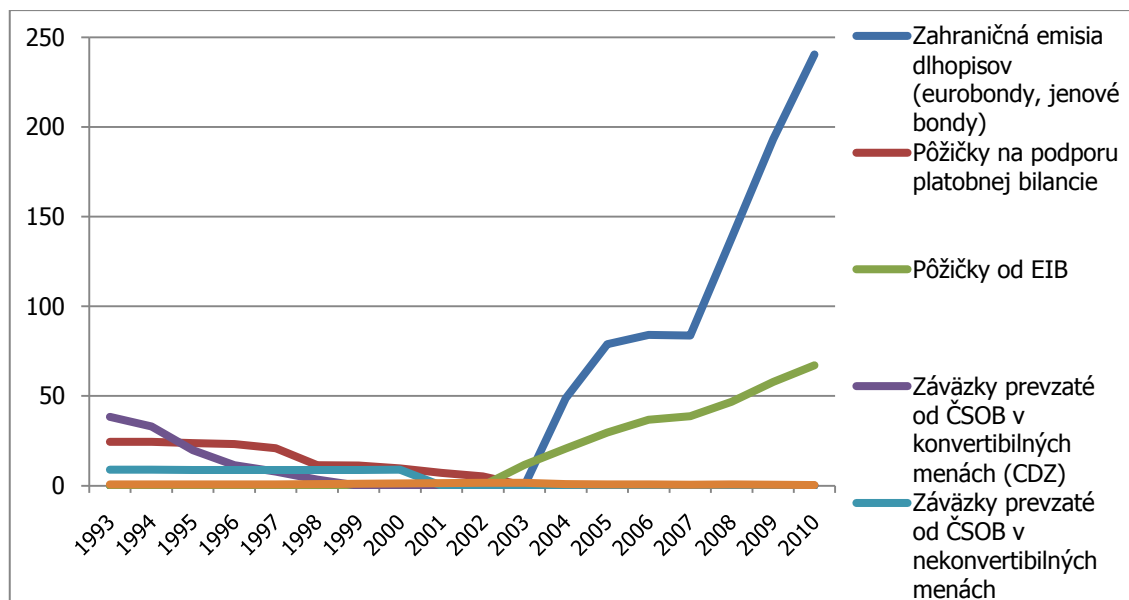


Zdroj: MF ČR

Pri hlbšom pohľade na zahraničný dlh vidíme, že počas doterajšej existencie ČR bola jeho štruktúra rôznorodá. Pôvodne bol pri vzniku v roku 1993 dlh tvorený prevažne záväzkami prevzatými od ČSOB v konvertibilných a nekonvertibilných menách a pôžičkami na podporu platobnej bilancie, čo predstavovalo dokopy takmer celý zahraničný dlh. Zanedbateľnú časť tvorili zmenky pre úhradu účasti v EBRD a IBRD. Tie mali ako jediné zastúpenie v štruktúre počas celého vývoja. Keď to porovnáme so situáciou v roku 2010, vidíme úplne iné zloženie. Pôžičky na podporu platobnej bilancie a záväzky prevzaté od ČSOB postupne klesali a z dlhovej štruktúry sa úplne vytratil v roku 2003. Ministerstvo financií ČR v rámci novej stratégie v roku 2000 vyhlásilo zámer znižovania podielu zahraničného dlhu na celkovom štátnom

dlhu.<sup>30</sup> Jeho podiel ku koncu roku 1999 dosahoval úroveň 9%. Ako sme už ale načrtli, plniť tento cieľ sa však darilo iba do roku 2003. Od tohto roku začala ČR financovať dlh pôžičkami od EIB, a keďže v roku 2004 začalo Ministerstvo financií ČR so zahraničnou emisiou dlhopisov (eurobondy a jenové bondy), podiel zahraničného dlhu sa tak pochopiteľne opäť zvýšil. Emisia dlhopisov v tomto roku pokrývala takmer 70 % zahraničného dlhu. V roku 2010 sa objem eurobondov a jenových bondov dostal na úroveň 240,3 mld. Kč, čo predstavuje približne 78 % zahraničného dlhu. Zvyšný podiel na zahraničnom dlhu majú pôžičky od EIB vo výške 67,2 mld. Kč. Nepatrný podiel vo výške 0,3 mld. Kč majú zmenky na úhradu účasti v EBRD a IBRD.

Graf 10: Vývoj zahraničného dlhu ČR podľa štruktúry, v mld. Kč.



Zdroj: MF ČR

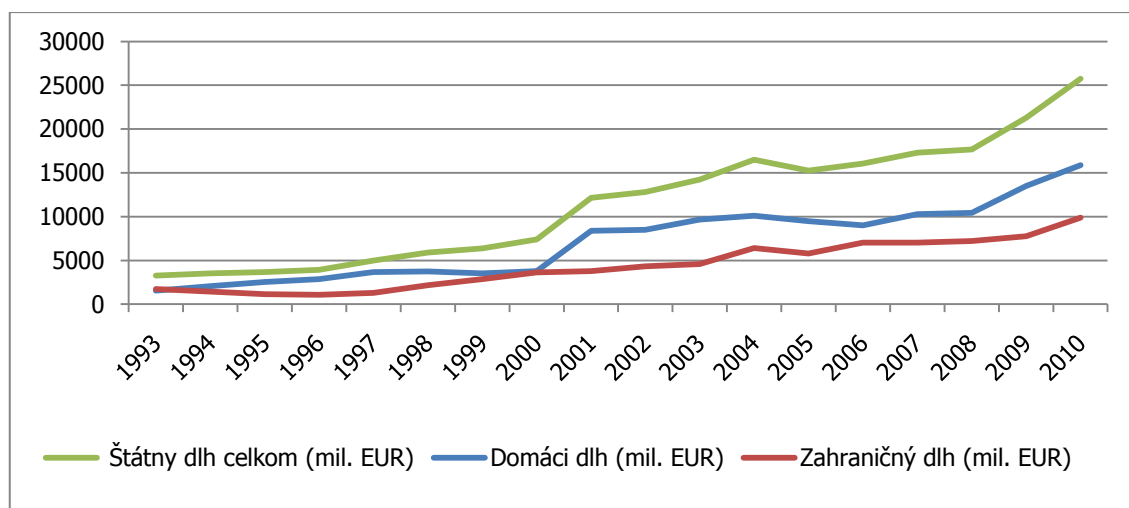
Na rozdiel od ČR v prípade Slovenskej republiky na úvod mierne prevažoval zahraničný dlh, ktorý činil v roku 1993 1720 mil. EUR a domáci dlh 1553 mil. EUR, čo predstavovalo podiel približne 53 % a 47 %.<sup>31</sup> Pri jej vzniku sa dlh koncentroval vo väčšom množstve do zahraničného dlhu z dôvodu potreby stabilizovať kurz slovenskej koruny, k čomu boli poskytnuté pôžičky od medzinárodných inštitúcií. Od roku 1994 sa však situácia začala meniť, zahraničný dlh sa začal splácať na ťarchu domáceho dlhu a domáci dlh potom už každoročne prevyšoval zahraničný dlh. Z hľadiska umiestnenia

<sup>30</sup> Pozri MINISTERSTVO FINANCIÍ ČR. *Cíle a kritéria řízení státního dluhu* [online].

<sup>31</sup> V ČR v roku 1993 prevažoval domáci dlh, ktorý v tom čase činil 86,4 mld. Kč (zahraničný dlh 72,4 Kč), čo predstavovalo podiel 54 % a 46 %.

sa do určitej miery očakával vplyv daňovej reformy z roku 2004 vďaka novému systému zdaňovania cenných papierov, čo by mohlo u zahraničných investorov vyvolať väčší záujem o slovenské dlhopisy a napomôcť tak znižovaniu refinančného rizika a diverzifikácii investorskej základne. Zvýšenie zastúpenia zahraničných investorov bolo jedným zo strategických cieľov riadenia štátneho dlhu v roku 2004. Takisto i reštrukturalizácia portfólia štátnych úverov z dôvodu rizík (kurzového a úrokového), eliminácia nevýhodných úverov a nahradenie obchodovateľnými štátnymi cennými papiermi.<sup>32</sup> V súčasnosti predstavuje domáci dlh približne 62 % a zahraničný dlh 38 % celkového štátneho dlhu.

Graf 11: Vývoj domáceho a zahraničného dlhu SR, v mil. EUR.

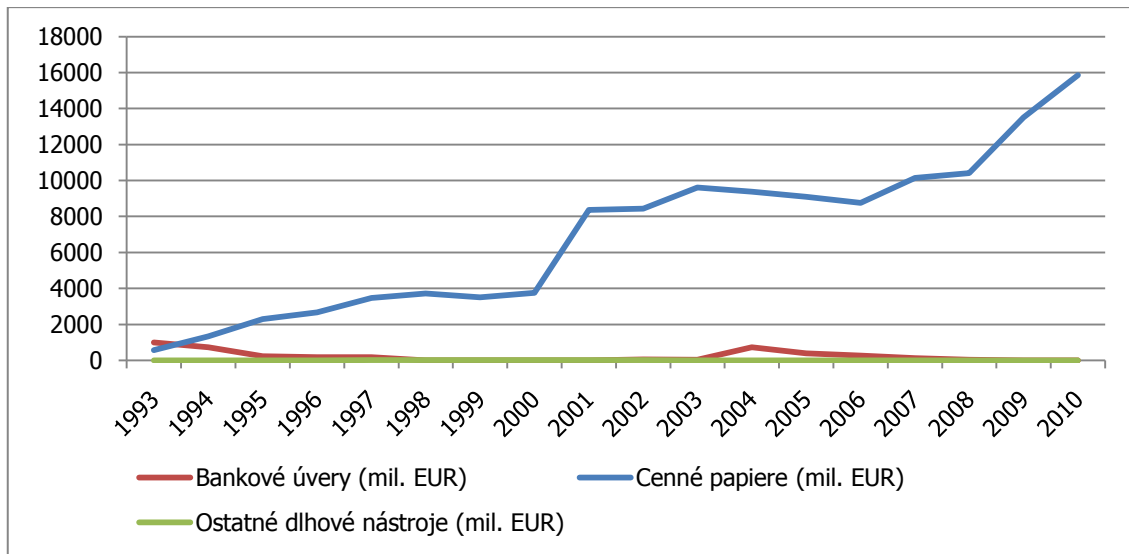


Zdroj: MF SR

Na základe štruktúry údajov Ministerstva financií SR možno poznamenať, že domáci dlh v SR bol pri jej vzniku krytý vo väčšom objeme (992 mil. EUR) bankovými úvermi a v menšom objeme (561 mil. EUR) cennými papiermi (štátnymi pokladničnými poukážkami, strednodobými a dlhodobými dlhopismi). Postupne sa však začal objem úverov znižovať a pri krytí domáceho dlhu narástol význam cenných papierov. Na krytie domáceho dlhu sa v rokoch 1997 – 2006 použili aj ostatné dlhové nástroje, ale iba v zanedbateľnom rozsahu. V súčasnosti je ťažiskovým zdrojom financovania domáceho dlhu emisia štátnych dlhopisov. Ich podiel je takmer 100 % (15858 mil. EUR a bankové úvery 2 mil. EUR).

<sup>32</sup> Pozri MINISTERSTVO FINANCIÍ SR. *Stratégia riadenia štátneho dlhu a likvidity na roky 2004 až 2006* [online].

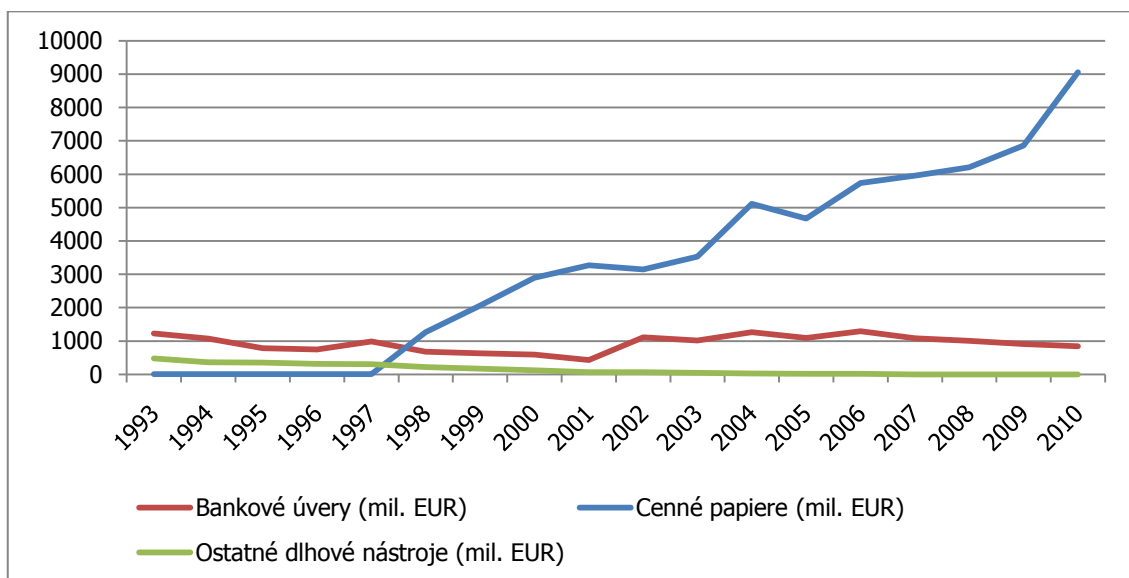
Graf 12: Vývoj domáceho dlhu SR podľa štruktúry, v mil. EUR.



Zdroj: MF SR

Aj v prípade zahraničného dlhu mali pri vzniku SR najväčší význam pri financovaní bankové úvery, do určitej miery bol tento dlh krytý ostatnými dlhovými nástrojmi a iba v zanedbateľnom rozsahu boli použité cenné papiere. Výhodou úverov oproti iným zdrojom financovania bola v tom čase hlavne dlhšia doba splatnosti (ako na trhu so štátnymi dlhopismi) a možnosť technickej asistencie, hlavne ak boli úvery poskytnuté medzinárodnými inštitúciami za účelom štrukturálnych reforiem.

Graf 13: Vývoj zahraničného dlhu SR podľa štruktúry, v mil. EUR.



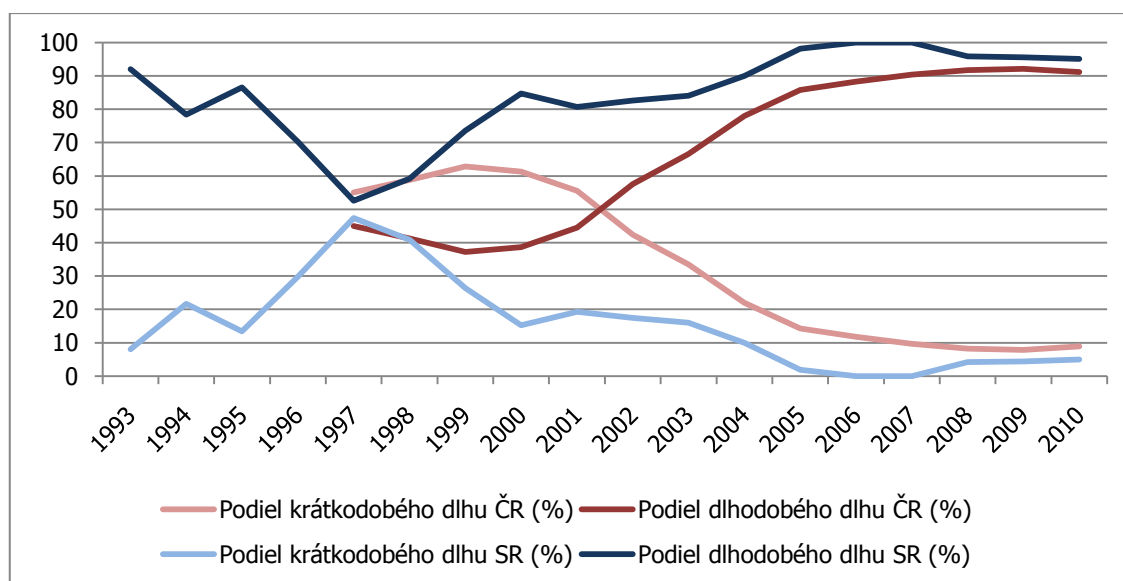
Zdroj: MF SR

Ostatné dlhové nástroje mali zastúpenie v dlhovom portfóliu do roku 2007, ďalej sa už ku krytiu zahraničného (a ani domáceho) dlhu nevyužívali. Od roku 1998 možno jasne pozorovať zásadný nárast objemu cenných papierov. Momentálne je podiel cenných papierov na celkovom zahraničnom dlhu necelých 92 % (9057 mil. EUR) a zvyšok je krytý bankovými úvermi (838 mil. EUR). Na základe údajov Ministerstva financií SR môžeme tiež povedať, že od roku 2000 bolo nosnou menou zahraničného dlhu EUR (od roku 2009 už ako domáca mena), z dôvodu očakávaného prístupu SR do EÚ a taktiež z dôvodu relatívne nízkeho kurzového rizika slovenskej koruny voči EUR v porovnaní s inými menami.

### 3.1.3 Štátne dlhopisy a ostatné dlhové nástroje podľa splatnosti

Pri pohľade na štruktúru štátneho dlhu z hľadiska splatnosti vidíme, že v súčasnosti v oboch štátoch prevláda dlhodobý dlh.<sup>33</sup> Z nasledujúceho grafu je viditeľné, že dlhodobý dlh každoročne prevládal v SR od roku 1993, naopak v ČR tomu tak bolo až od roku 2002. Od tohto roku možno už pozorovať podobný trend.

Graf 14: Vývoj podielu krátkodobého a dlhodobého dlhu v ČR a SR, v %.



Poznámka: MF ČR poskytuje podrobnejšie údaje o dlhopisovom portfóliu od roku 1997.

Zdroj: MF ČR, MF SR

<sup>33</sup> Pri tejto analýze boli v prípade ČR použité údaje o ŠPP a SDD a ich splatnosti, na základe čoho bol vypočítaný pomer krátkodobého a dlhodobého dlhu. V prípade SR toto členenie poskytlo MF SR a okrem ŠPP a SDD berie do úvahy aj bankové úvery a ostatné dlhové nástroje.

Počiatočný previs krátkodobého dlhu v ČR vo forme ŠPP prispieval k zvyšovaniu úrokového a refinančného rizika. V roku 2000 Ministerstvo financií preto vyhlásilo novú emisnú stratégiu. Jej cieľom bolo zníženie podielu ŠPP v portfóliu domáceho dlhu<sup>34</sup> na hranicu jednej tretiny. Snažilo sa teda zvýšiť podiel nominálneho objemu SDD a dosiahnuť pomer 2:1. Z toho logicky vyplýva, že jedným zo zámerov bolo aj predlžovanie doby splatnosti štátneho dlhu.<sup>35</sup> Zmenu stratégie potvrdzuje predošlý graf č.14.

Štátne pokladničné poukážky sú v ČR vydávané so splatnosťou 13, 26, 39 a 52 týždňov a ich menovitá hodnota je 1 milión Kč. Ich podiel na celkovom objeme dlhu má klesajúcu tendenciu, ako už bolo spomenuté. Podiel ŠPP v dlhopisovom portfóliu k 31.12.2010 bol nasledovný: ŠPP 52 týždňov 6,15 %, ŠPP 39 týždňov 2,10 % , ŠPP 26 týždňov 0,63 % a ŠPP 13 týždňov 0 % (pozri graf č. 16).

V prípade strednodobých a dlhodobých dlhopisov nebola štruktúra počas celého vývoja jednotná. V roku 1997 boli vydané dlhopisy so splatnosťou 2, 4 a 5 rokov. V ďalších rokoch pribudli SDD s novou dobou splatnosti a niektoré sa z portfólia vytratili. V začiatkoch boli využívané hlavne dlhopisy so splatnosťou 2 roky a 5 rokov. K 31.12.1997 bol ich podiel na dlhu 15,52 % a 29,44 %. V tomto období sa ešte SDD podieľali na krytí dlhu v menšom objeme ako ŠPP. V roku 2000 boli prvýkrát vydané dlhopisy so splatnosťou 3 roky, 7 rokov a 10 rokov. O rok neskôr pribudli dlhopisy so splatnosťou 15 rokov. Od roku 2003 narastal význam dlhopisov so splatnosťou 10 rokov. Najvyšší podiel spomedzi všetkých dlhopisov dosiahli v roku 2009, kedy presiahli hranicu 35 %. Čoraz väčší význam nadobúdajú dlhopisy s dlhšou dobou splatnosti, čo súvisí aj s dopadmi celosvetovej finančnej krízy. Tendencia vydávať dlhopisy s vysokou dobou splatnosti sa netýka iba ČR, ale je možné ju pozorovať predovšetkým v iných krajinách, kde sa dlhy prehlbujú. Od roku 2006 sa v ČR začali emitovať dlhopisy so splatnosťou 30 rokov. K 31.12.2006 dosahovali podiel 2,4 %. V roku 2007 vydala ČR po prvýkrát dlhopisy so splatnosťou 50 rokov, a to v objeme 4750 mil. Kč. V tom čase tento typ dlhopisov vydávalo v rámci Európy iba Francúzsko, Veľká Británia, Grécko a Taliansko. K 31.12.2010 dosiahol objem vydaných dlhopisov 1163250 mil. Kč, z toho najväčší podiel mali dlhopisy so splatnosťou 10 rokov (37,18

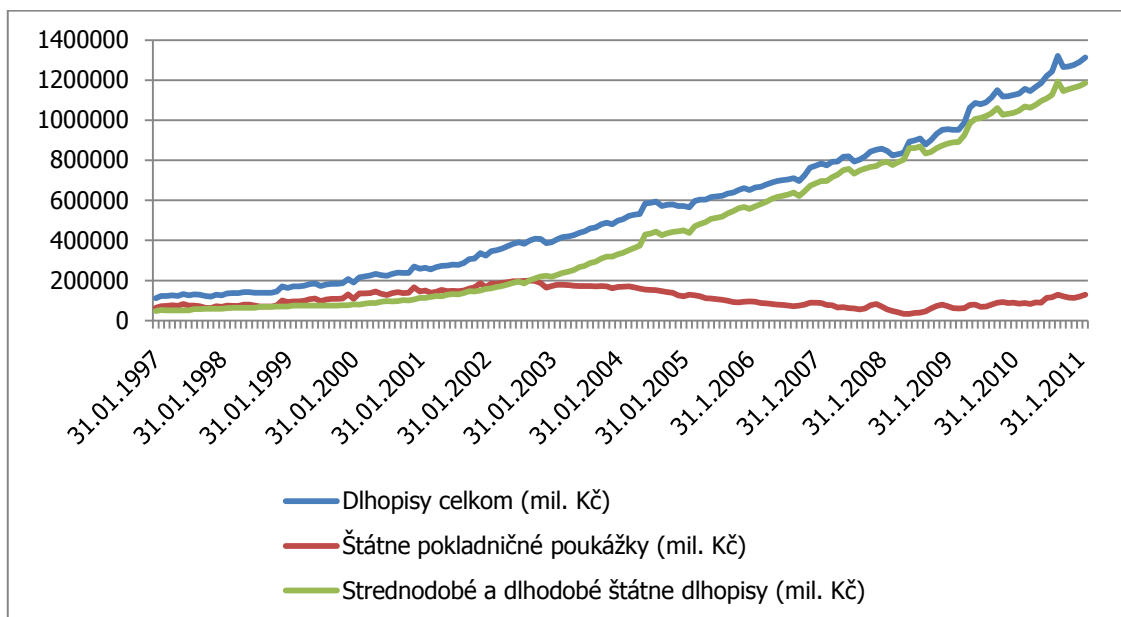
---

<sup>34</sup> V ČR boli dlhopisy do roku 2003 využívané výlučne ku krytiu domáceho dlhu, od roku 2004 začalo MF ČR so zahraničnou emisiou dlhopisov.

<sup>35</sup> Pozri MINISTERSTVO FINANCIÍ ČR. *Ciele a kritéria řízení státního dluhu* [online].

%), potom so splatnosťou 15 rokov (23,08 %), 5 rokov (11,85 %). Hranicu 10 % tesne prekročili aj dlhopisy so splatnosťou 3 roky (pozri graf č. 17).

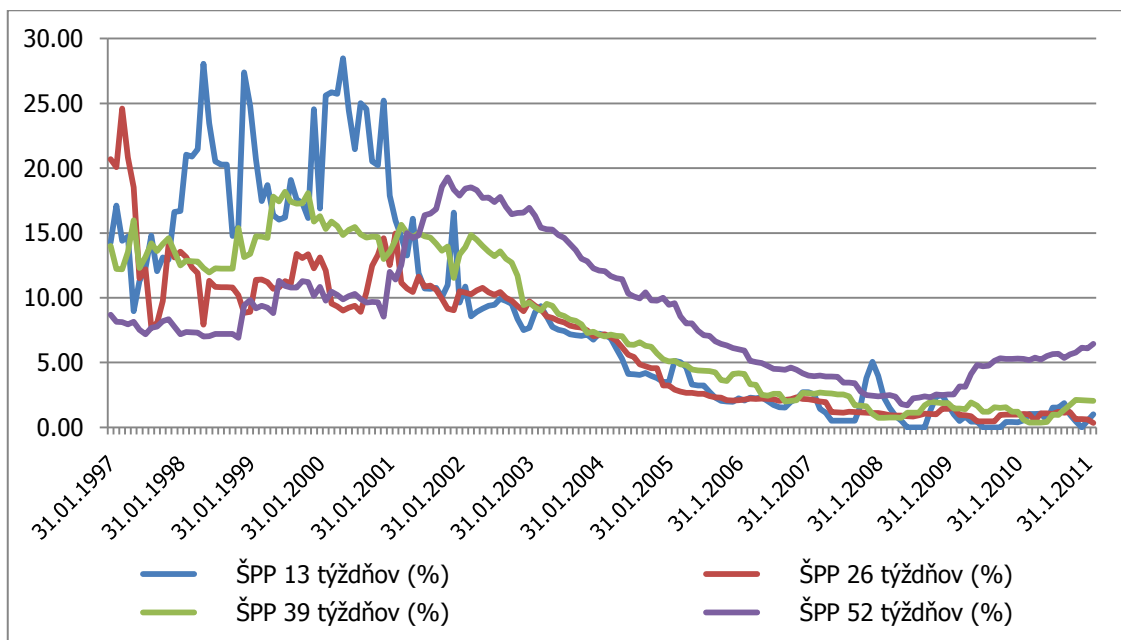
Graf 15: Vývoj dlhopisov v ČR podľa typu inštrumentu, v mil. Kč.



Poznámka: Hodnoty vždy k poslednému dňu v mesiaci od roku 1997.

Zdroj: MF ČR

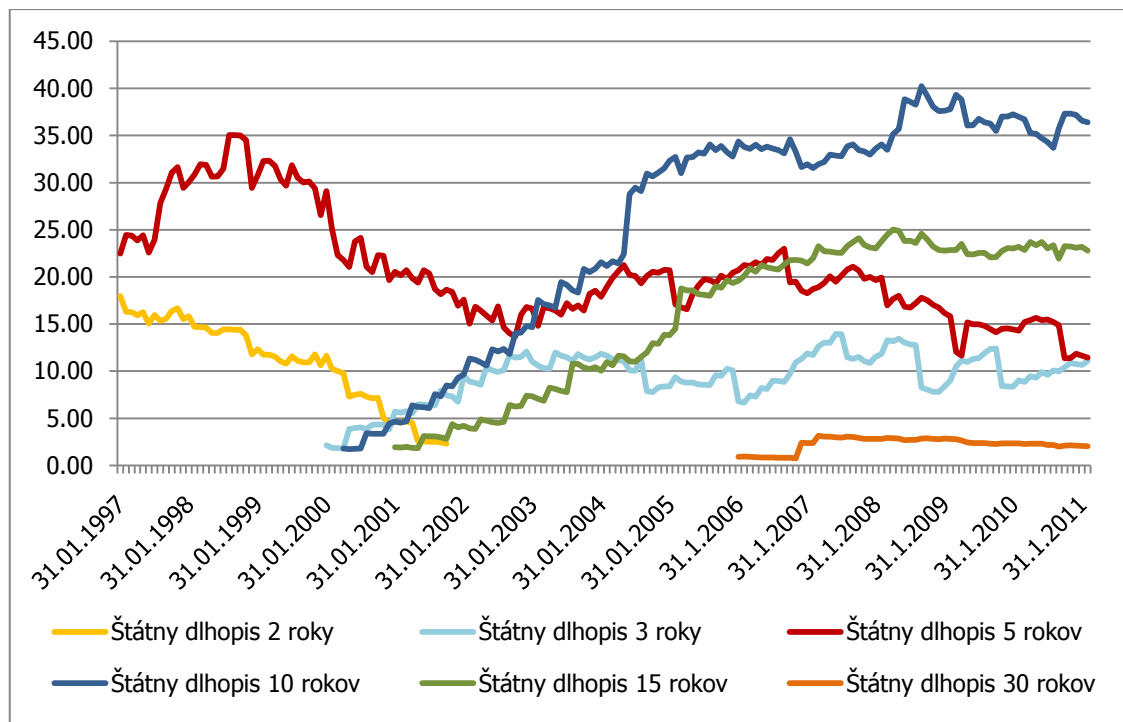
Graf 16: Vývoj štátnych pokladničných poukážok v ČR, v % z celkového dlhopisového portfólia.



Zdroj: MF ČR



Graf 17: Vývoj strednodobých a dlhodobých dlhopisov v ČR, v % z celkového dlhopisového portfólia.



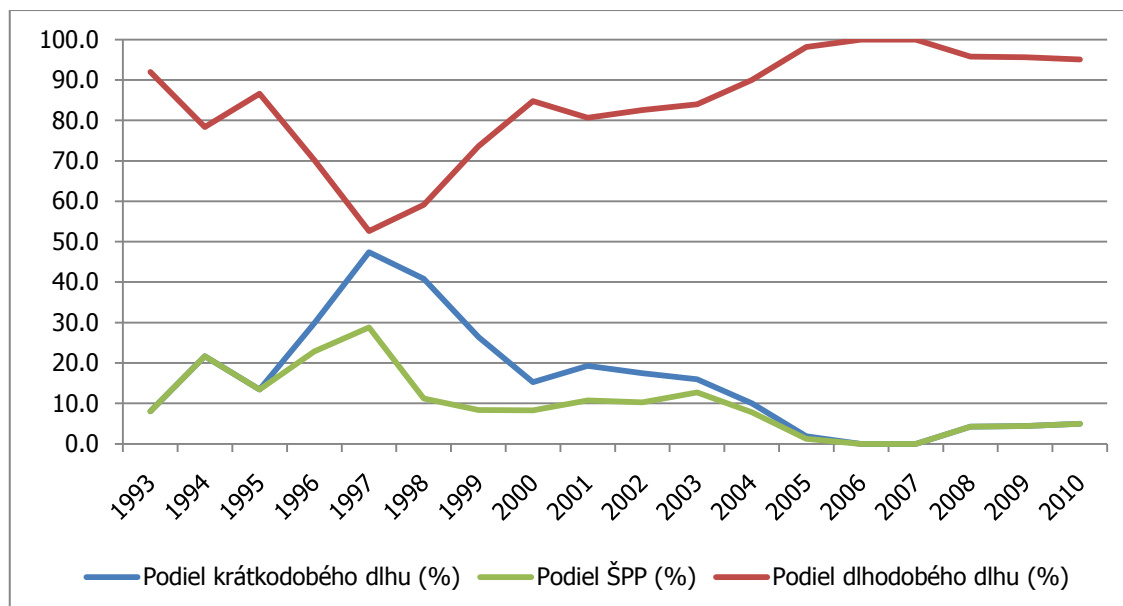
Poznámka: V grafe je znázornený vývoj najvýznamnejších strednodobých a dlhodobých dlhopisov.

Zdroj: MF ČR

Naopak nezanedbateľne vyšší podiel dlhodobého dlhu v SR v prvých rokoch (pozri grafy č. 18 a 19) možno pozorovať aj v dôsledku prijímania bankových úverov, hlavne z dôvodu dlhšej doby splatnosti než bola dosiahnuteľná na trhu s cennými papiermi, ako sme už spomenuli v predošlej časti. Do roku 1997 sa začal zvyšovať podiel krátkodobého dlhu, v dôsledku čoho sa začalo zvyšovať aj refinančné a úrokové riziko. Ich hodnoty bolo preto dôležité cieľovať. Od roku 1998 sa hodnoty rizík začali vylepšovať, pretože začala narastať priemerná splatnosť štátnych dlhopisov a hodnota durácie. V rokoch 2001 – 2004 boli na domácom trhu vydávané dlhopisy so splatnosťou 10 rokov, 20.5.2004 prebehla emisia dlhopisov so splatnosťou 10 rokov v zahraničí. Vzhľadom na inverzný tvar úrokovej krivky bolo vhodné obdobie rokov 2004 – 2006 využiť na vydávanie štátnych dlhopisov s dlhšími splatnosťami. V rokoch 2004 a 2006 boli na domácom a zahraničnom trhu vydané dlhopisy so splatnosťou 15 rokov, 20.5.2006 boli na domácom trhu vydané dlhopisy dokonca so splatnosťou 20 rokov. Neskôr boli vydávané dlhopisy s kratšou dobou splatnosti, tj. 2 – 10 rokov, hlavne v dôvodu averzie investorov voči riziku. V rokoch 2006 a 2007 neboli na krytie dlhu využité žiadne krátkodobé zdroje (ŠPP), ale v od roku 2008 sa v dôsledku krízy opäť začalo s ich emisiou. V roku 2009 sa uskutočnila taktiež emisia slovenského

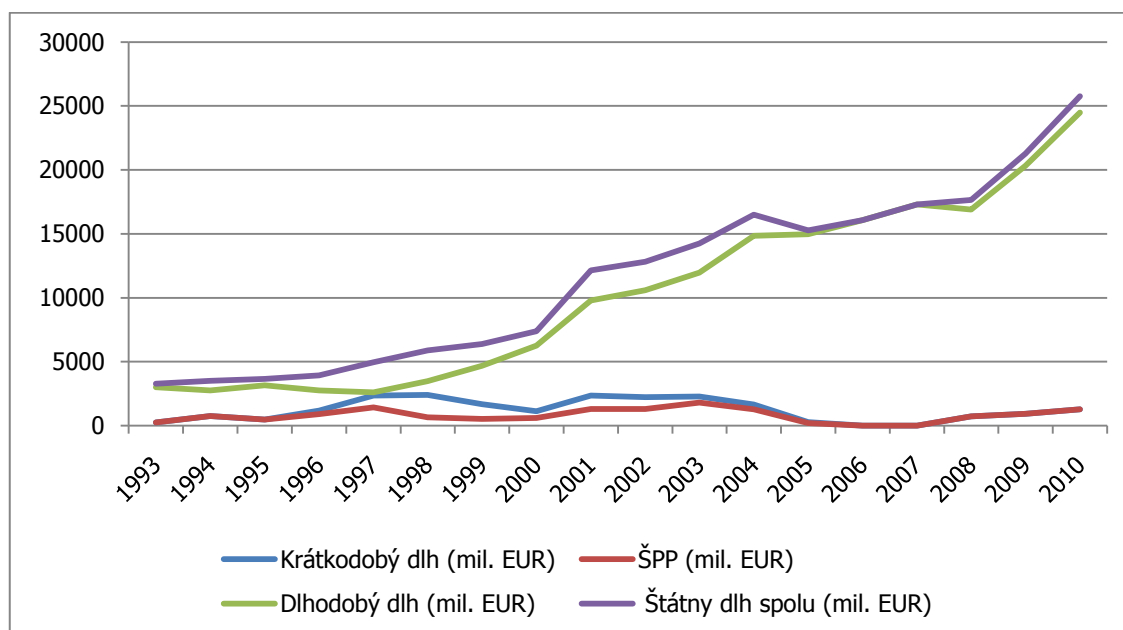
Eurobondu. V roku 2010 tvoril krátkodobý dlh (ŠPP so splatnosťou 52 týždňov) približne 5 % celkového dlhu a dlhodobý dlh 95 % (z toho zhruba dlhopisy so splatnosťou do 5 rokov 25 %, do 7 rokov 16 %, do 10 rokov 33 %, do 15 rokov 17 % a do 30 rokov 4 %).

Graf 18: Vývoj krátkodobého a dlhodobého dlhu v SR, v %.



Zdroj: MF SR

Graf 19: Vývoj krátkodobého a dlhodobého dlhu v SR, v mil. EUR.

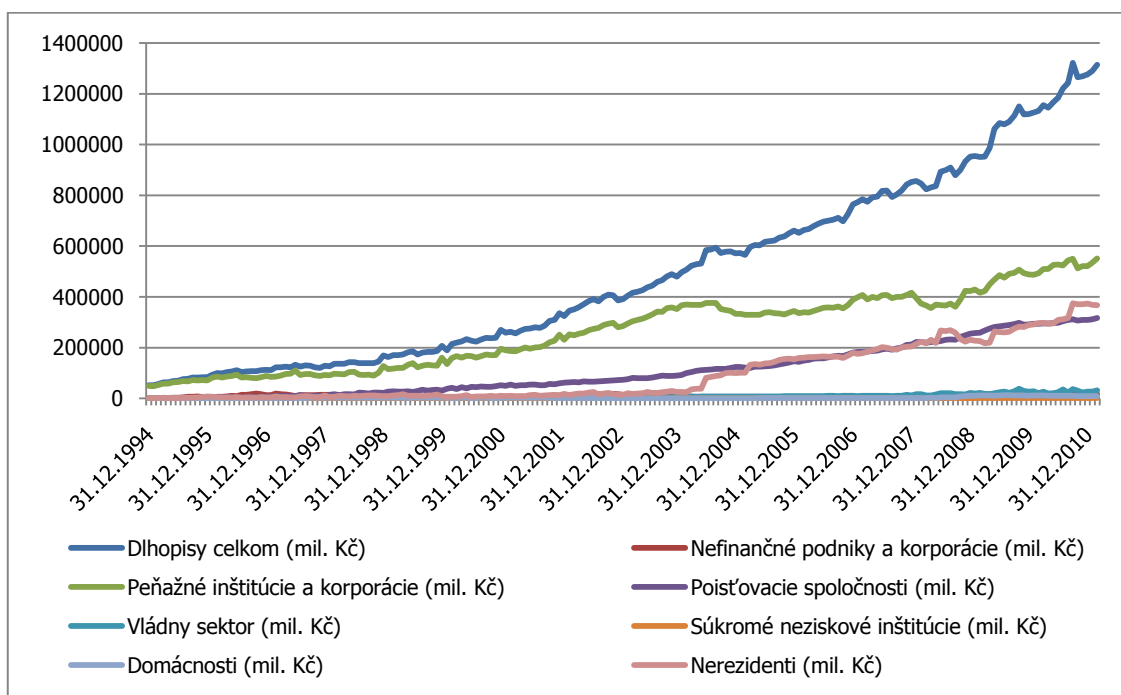


Zdroj: MF SR

### 3.1.4 Štátne dlhopisy podľa typu držiteľa

Ministerstvo financií ČR na svojej stránke zverejňuje aj štruktúru dlhopisového portfólia podľa typu držiteľa, a to od roku 1994. Ako hlavné skupiny držiteľov boli do 31.12.2002 uvádzané nefinančné podniky a korporácie, peňažné inštitúcie a korporácie, poisťovacie spoločnosti, vládny sektor, súkromné neziskové inštitúcie, domácnosti a zvyšok sveta.

Graf 20: Vývoj štátnych dlhopisov podľa typu držiteľa, v mil. Kč.



Poznámka: Od roku 2003 boli názvy jednotlivých skupín pozmenené a poisťovacie spoločnosti zaradené do finančných inštitúcií. Údaje pre poisťovacie spoločnosti sú od roku 2003 prispôbené prvej štruktúre. Hodnoty sú vždy k poslednému dňu v mesiaci príslušného roka.

Zdroj: MF ČR

Najväčšiu časť dlhopisov vlastnili od roku 1994 peňažné inštitúcie a korporácie (pozri graf č. 20). Ich podiel na dlhopisoch k 31.12.1994 činil 94,39 %, čo predstavovalo objem približne 49121 mil. Kč. Hoci v súčasnosti zostávajú majoritným držiteľom dlhopisov, ich podiel klesol na úroveň približne 40 % a na význame naberajú poisťovacie spoločnosti a nerezidenti. K 31.12.2010 podiel poisťovacích spoločností dosiahol 24,23 % v objeme 309353 mil. Kč, na čom sa najväčšou hodnotou podieľajú poisťovacie spoločnosti a penzijné fondy súkromné pod zahraničnou kontrolou. Nerezidenti k tomuto dátumu vlastnili 29,24 % dlhopisov a boli tak držiteľom s druhým

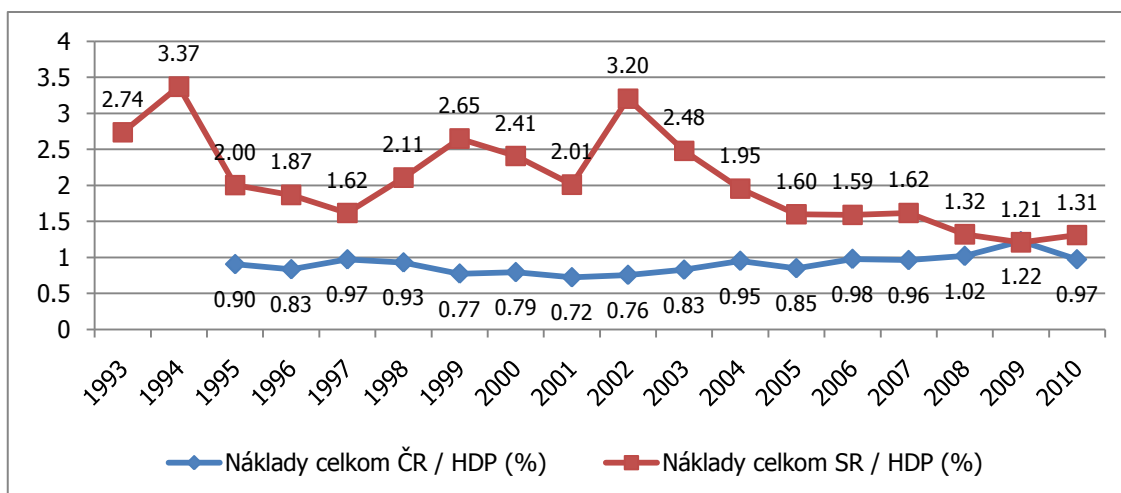
najvyšším podielom. Možno teda konštatovať nárast investorov zo zahraničia, čo potvrdzuje závery z časti venovanej vývoju zahraničného dlhu.

V SR bol v roku 2010 domáci dlh krytý hlavne komerčnými bankami a podielovými fondmi. Zvyšnú časť dlhu kryli nerezidenti.<sup>36</sup> Podrobnejšie informácie o dlhovom portfóliu z hľadiska držiteľov Ministerstvo financií SR neposkytuje. Preto nebolo možné v rámci tejto štruktúry vývoj v oboch krajinách porovnať.

### 3.2 Náklady štátneho dlhu

Pri pohľade na úrokové náklady dlhu v % HDP v oboch štátoch na nasledujúcom grafe vidíme, že náklady dlhu boli až do roku 2005 podstatne vyššie v SR. To bolo možné očakávať už na základe predošlej analýzy štátneho dlhu v oboch krajinách. Tak ako pri výške štátneho dlhu v % HDP, aj v prípade úrokových nákladov vyjadrených v % HDP vidíme od roku 2006 postupné približovanie hodnôt v ČR a SR.

Graf 21: Vývoj nákladov štátneho dlhu ČR a SR v % HDP.



Poznámka: Náklady dlhu v ČR a SR sú na základe vlastného výpočtu. ČSÚ poskytuje údaje o HDP od roku 1995. Od roku 2008 sú pre ČR použité čisté náklady (hrubé náklady - príjmy).

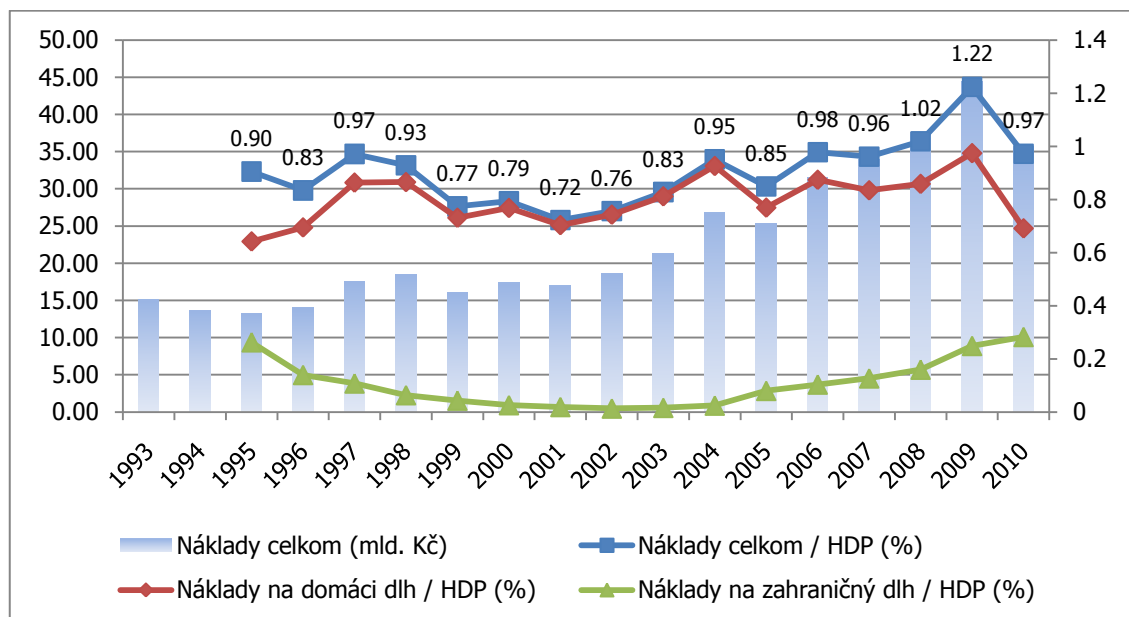
Zdroj: MF ČR, ČSÚ, MF SR

Podiel nákladov v ČR v roku 1995 predstavoval 0,90 % HDP. Do roku 2009 vďaka zvyšovaniu celkového objemu dlhu a v dôsledku celosvetovej ekonomickej krízy narástol tento ukazovateľ zhruba o tretinu, na úroveň 1,22 % HDP. V roku 2010 došlo k jeho poklesu na úroveň 0,97 % HDP (pozri graf č. 22). Zásadne väčší podiel na

<sup>36</sup> Pozri AGENTÚRA PRE RIADENIE DLHU A LIKVIDITY. *Stratégia riadenia štátneho dlhu pre roky 2011 až 2014* [online].

celkových nákladoch majú náklady na domáci dlh. Úrokové náklady na jednotlivé dlhové inštrumenty zodpovedajú štruktúre dlhového portfólia. Od roku 2002 v dôsledku novej emisnej stratégie z roku 2000 začali značne narastať náklady SDD. Od roku 2007 do určitej miery znižovali náklady domáceho dlhu krátkodobé pôžičky. Náklady na zahraničný dlh plynule klesali až do roku 2002, kedy bolo dosiahnuté ich minimum vo výške 0,01% HDP. V ďalších rokoch už iba kontinuálne rástli. Dôvodom výraznejšieho nárastu nákladov na zahraničný dlh v roku 2004 bola 1. a 2. emisie eurobondov.

Graf 22: Vývoj nákladov štátneho dlhu ČR, v mld. Kč (ľavá os) a % HDP (pravá os).



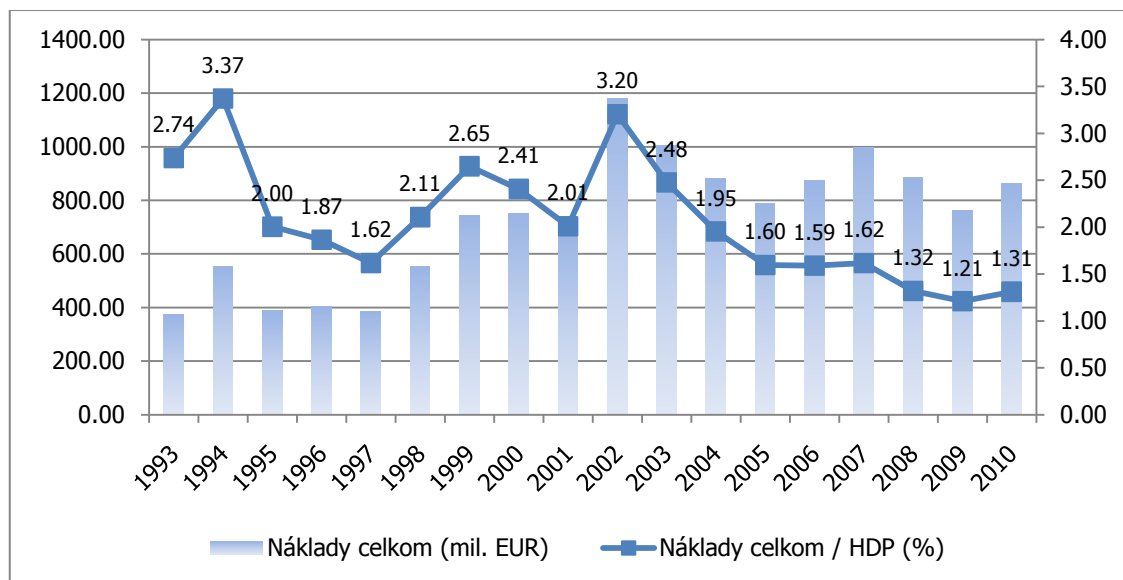
Zdroj: MF ČR, ČSÚ

Vyššiu úroveň nákladov dlhu v SR možno v začiatkoch pripísať veľkému objemu úverov, ktoré boli prijímané za veľmi nevýhodných finančných podmienok alebo poskytovaní štátnych záruk, ktoré prinášali zvýšené náklady vo forme kreditnej prirážky. Výška nákladov dlhu úzko súvisela taktiež s profilom splatností a hodnotou durácie, ktorá bola v druhej polovici 90. rokov veľmi nízka, čo zapríčinilo hlavne v rokoch 1999 a 2000 zvýšené náklady dlhovej služby. Naopak však úsporu finančných prostriedkov v roku 2005. Úrokové riziko bolo značné i z dôvodu historicky vysokej volatility úrokových sadziieb na slovenskom finančnom trhu (väčšina vládnych úverov bola naviazaná na pohyblivú úrokovú sadzbu).<sup>37</sup> Od roku 2002 dochádzalo

<sup>37</sup> Pozri MINISTERSTVO FINANCIÍ SR. *Stratégia riadenia štátneho dlhu a likvidity na roky 2004 až 2006* [online].

k postupnému znižovaniu nákladov, čo možno pripísať reforme riadenia štátneho dlhu a postupnému cieľovaniu parametrov štátneho dlhu tak, aby boli dosiahnuté optimálne náklady dlhovej služby. V roku 2010 predstavovali úrokové náklady 1,31 % HDP (pozri graf č. 23), z toho 65 % na domáci dlh a 35 % na zahraničný dlh.

Graf 23: Vývoj nákladov štátneho dlhu SR, v mil. EUR (ľavá os) a % HDP (pravá os).



Zdroj: MF SR

### 3.3 Riadenie štátneho dlhu v ČR

Riadenie štátneho dlhu v ČR prešlo od jej vzniku značným vývojom. Vzhľadom na to, že výška dlhu bola v roku 1993 v porovnaní s inými krajinami pomerne nízka, pozornosť bola venovaná skôr ekonomickej transformácii než riadeniu dlhu. Situácia sa však v posledných rokoch zmenila v súvislosti s problémom neustále narastajúceho dlhu a so vstupom do Európskej únie v roku 2004. Táto činnosť je preto predmetom neustáleho zlepšovania.

Činnosť riadenia štátneho dlhu, pôvodne v kompetencii Oddelenia Štátnych cenných papierov spadajúceho pod Ministerstvo financií, bola v ČR zahájená v roku 1990. K 1. októbru 2003 bolo rozhodnutím ministra financií zriadené Samostatné oddelenie Riadenia štátneho dlhu. V rámci zlepšenia efektivity a racionalizácie správy štátneho dlhu vznikol v novembri 2005 Odbor Riadenia štátneho dlhu a finančného majetku riadený námestníkom ministra. V rámci tohto odboru v súčasnosti existuje Oddelenie Financovania štátu a riadenie likvidity, Oddelenie Riadenia rizík a stratégie portfólia a Oddelenie Správy a vyrovnaní finančných operácií.

Oddelenie Financovania štátu a riadenia likvidity má na starosti napr. formulovanie stratégie financovania a riadenia štátneho dlhu, koncepciu emisnej činnosti, program financovania výpožičnej potreby vlády a činnosť súvisiacu so zaistením likvidných potrieb.

Hlavnými úlohami oddelenia Riadenia rizík a stratégie portfólia je vytváranie politiky riadenia rizík v oblasti financovania, vytváranie investičných stratégií alebo vypracovávanie Konvergenčného programu.

Medzi úlohy oddelenia Správy a vyrovnania finančných operácií patrí napr. koncepcia a rozvoj platobného systému štátneho dlhu a finančného majetku štátu, analýza vývoja štátnych finančných aktív alebo vykonávanie a monitorovanie platieb vyplývajúcich z finančných operácií.

Prvoradou úlohou dlhového managementu je zabezpečenie výpožičných potrieb centrálnej vlády a jej platobných záväzkov, pričom sa zo strednodobého a dlhodobého hľadiska usiluje o čo najnižšie náklady s tým spojené a akceptovateľnú mieru rizika. V súvislosti s tým je druhoradou úlohou podpora rozvoja domáceho finančného trhu prostredníctvom emisnej činnosti, a to hlavne v období pred vstupom ČR do eurozóny. Ministerstvo financií po konkretizácii definovaných cieľov zverejňuje stratégiu financovania a riadenia štátneho dlhu obsahujúcu kvantitatívne kritéria, ktoré dávajú do pomeru očakávané náklady dlhu a riziko.

Od roku 2004 určuje Ministerstvo financií strategické ciele, k čomu využíva vlastné finančné analýzy dlhového portfólia a za vzor mu slúžia taktiež krajiny OECD. Riadenie štátneho dlhu v dlhodobom horizonte je založené práve na týchto stanovených strategických cieľoch a ich plnení. V prípade formulovania alternatívnych stratégií ide predovšetkým o ciele v rámci riadenia rizík, ktoré je postavené na minimalizácii nákladov z hľadiska dlhodobej udržateľnosti limitov. Dôvodom je snaha o čo najnižšie negatívne dopady štruktúry dlhového portfólia v prípade nepriaznivého ekonomického vývoja.

Ministerstvo financií stanovilo v rámci dlhového managementu tieto základné strednodobé ciele:<sup>38</sup>

- podpora efektivity a likvidity domáceho finančného trhu – prostredníctvom čo najmenšieho počtu emisií a splatností

---

<sup>38</sup> MINISTERSTVO FINANCIÍ ČR. *Ciele a kritéria řízení státního dluhu* [online].

- stabilizácia refinančného rizika – znižovaním podielu krátkodobého dlhu a vyrovnaním splatnosti štátneho dlhu v rámci jednotlivých rokov
- stabilizácia trhového, resp. úrokového rizika – pomocou cieľovania doby splatnosti dlhového portfólia a durácie
- diverzifikácia investorov – inštitucionálna (tj. podľa typu držiteľa) a geografická
- zvyšovanie transparentnosti a flexibility riadenia štátneho dlhu.

### **Finančné nástroje a právna úprava riadenia štátneho dlhu**

Do roku 1989 v ČR (vtedajšom Československu) neexistoval trh s dlhovými inštrumentmi, pretože v plánovanom hospodárstve neboli potrebné. V období ekonomickej transformácie bol preto vznik a rozvoj finančného trhu spojený predovšetkým s dlhovými inštrumentmi. V súčasnosti je dobre vyvinutý finančný trh dôležitou podmienkou pre efektívne riadenie dlhu.

Emitentom štátnych dlhopisov je podľa zákona O dlhopisoch (č. 190/2004 Sb.) ČR zastúpená Ministerstvom financií. K financovaniu krátkodobého dlhu sú vydávané ŠPP a ku krytiu dlhodobého dlhu (v prípade schváleného schodku štátneho rozpočtu aj krátkodobého) sa využívajú SDD. Emisné kalendáre ŠPP a SDD zverejňuje Ministerstvo financií štvrťročne, a to vždy 1. pracovný deň mesiaca, ktorému štvrťrok predchádza.<sup>39</sup>

K dlhovému riadeniu sa využívajú ŠPP, SDD, repo operácie (môžu sa používať k riadeniu likvidity podľa zákona č. 218/2000 Sb. o rozpočtových pravidlách a zmene niektorých súvisiacich zákonov), derivátové operácie (k riadeniu rizík finančných tokov dlhovej služby) a priame úvery (zatiaľ od EIB).

Podmienky vydávania dlhopisov, tzn. ich objem, splatnosť a účel, sú stanovené zákonom. V prípade krátkodobého dlhu je podľa zákona predaj dlhopisov limitovaný do výšky 6 % z celkových schválených výdavkov štátneho rozpočtu, ktoré sú navýšené o rozpočtový schodok. Ak hrozí prekročenie tejto hranice, štát je oprávnený predať limitovaný objem ŠPP. V prípade dlhodobého dlhu stanovuje limity vydávaných dlhopisov zákon o štátnom dlhopisovom programe.<sup>40</sup>

Platobným a domácim emisným agentom štátu je zo zákona Česká národná banka.

<sup>39</sup> MINISTERSTVO FINANCIÍ ČR. *Finanční nástroje* [online].

<sup>40</sup> Bližšie pozri MINISTERSTVO FINANCIÍ ČR. *Právní úprava řízení státního dluhu* [online].



## **Riadenie rizík<sup>41</sup>**

V rámci súčasného dlhového managementu a formulovania alternatívnych dlhových stratégií Ministerstva financií má nezastupiteľnú úlohu riadenie rizík, a to z dôvodu prehlbovania primárnych rozpočtových deficitov, následkom ktorých výrazne narastajú výpožičné požiadavky vlády.

Pozornosť pri formulovaní emisnej a dlhovej stratégie je venovaná predovšetkým refinančnému riziku a jeho minimalizácii, a to aj v súlade so zvyšovaním likvidity jednotlivých emisií. Značným problémom v posledných rokoch totiž je, že objem štátneho dlhu splatného v danom roku je prevyšovaný dlhom, ktorý je potreba každý rok refinancovať. Zvyšovanie likvidity pomocou zvyšovania objemu emisií by teda malo mať za následok aj nižšiu mieru likvidného rizika, ktoré tkvie v tom, že ponuke SDD v dôsledku nelikvidity trhu nemusí zodpovedať dopyt.

Dôležitým predmetom riadenia rizík je aj úrokové riziko, ktoré determinuje volatilitu cash-flow dlhovej služby. Generuje ho najmä krátkodobý dlh v podobe štátnych pokladničných poukázok (tie okrem toho vytvárajú už aj vyššie spomínané refinančné riziko). V súvislosti s narastajúcimi nákladmi dlhovej služby je teda pozornosť značne venovaná aj tomuto typu rizika, pretože výdavky štátneho rozpočtu sú tak čoraz citlivejšie na vývoj finančného trhu. K riadeniu úrokového rizika a nákladov dlhovej služby využíva Ministerstvo financií rôzne finančné deriváty. Jedná sa napr. o obchody vo forme úrokových swapov a opcií. Avšak iba tie, ktoré dokáže ministerstvo modelovať na základe vlastných analýz a môže ich tak zaraďovať do dlhového portfólia

S úrokovými swapmi je momentálne spojené aj kreditné riziko. V súčasnosti však Ministerstvo financií v tejto súvislosti nemá stanovené špeciálne procedúry. Vzhľadom na to, že súčasťou dlhového portfólia je aj dlh v cudzej mene (dolárové zmenky), vynára sa i problém kurzového rizika, predovšetkým v období pred vstupom do eurozóny kvôli skrytým nekorunovým dlhom.

## **Rating**

Významným aspektom dlhového managementu je ocenenie (rating) ČR. Jedná sa o ocenenie úveruschopnosti, ktoré vyjadruje ako dokáže ČR plniť svoje záväzky (platiť úroky a istinu dlžnej čiastky) ako dlžník. V prípade, že štát nedosahuje najlepšie

---

<sup>41</sup> Pozri MINISTERSTVO FINANCIÍ ČR. *Řízení rizik* [online].

ratingové ocenenie (tj. referenčné), musí pri novej emisii svojim veriteľom platiť kreditnú prirážku, ktorá zodpovedá rozdielu v ocenení. Najlepším hodnotením v rebríčku je AAA a momentálne ho dosahujú napr. Nemecko, Francúzsko, Spojené kráľovstvo a iné.

ČR má v súčasnosti pre emisie v domácej mene ocenenie A 1 od ratingovej agentúry Moody's, čo predstavuje stabilný výhľad. Agentúra Standard & Poor's udelila ČR známku A + a agentúra Fitch Ratings A A-, čo predstavuje pozitívny výhľad. V prípade emisií v zahraničnej mene je ocenenie agentúry Moody's rovnaké. Standard & Poor's a Fitch Ratings udelili známky A a A +. Možno teda konštatovať, že ČR má ako dlžník priaznivé ocenenie. V rebríčku sa spomedzi európskych štátov nachádza na jednej úrovni s Estónskom, Slovenskom a Maltou.

### **3.4 Riadenie štátneho dlhu v SR**

Podobne ako v ČR, aj v SR prešlo riadenie štátneho dlhu značným vývojom. Konceptia a realizácia riadenia dlhu bola v kompetencii Ministerstva financií SR (podľa zákona č.42/1993 Z. z. o Štátnej pokladnici) a jeho emisným agentom bola Národná banka Slovenska. Systém riadenia vyvinutý do roku 2002 však vykazoval značné nedostatky, vzhľadom na to, že tejto problematike nebola venovaná dostatočná pozornosť. Nezodpovedal ani štandardom stanoveným pre riadenie dlhu vo vyspelom trhovom hospodárstve.

Rozhodovanie bolo založené na aktuálnych potrebách štátneho rozpočtu bez ohľadu na problémy, ktoré by sa mohli vyskytnúť v dlhodobom horizonte. Neboli formulované strategické ciele, ktoré by udávali smer dlhového riadenia z dlhodobejšieho hľadiska. Značný problém bol aj v nejednoznačnosti a netransparentnosti vykazovania údajov, absencii relevantných finančných analýz a predikcií, riadenia rizík, pre ktoré by boli stanovené limity, prístupnosti k informáciám o finančných trhoch alebo komunikácii s finančnými trhmi nielen na Slovensku, ale aj v zahraničí. Nutnou podmienkou k efektívnemu riadeniu dlhu bol rozvoj sekundárneho trhu a zvýšenie likvidity trhu so štátnymi cennými papiermi. Vzhľadom na neefektívnosť riadenia dlhu a z toho plynúce potenciálne riziko strát bola preto nevyhnutná reforma tejto oblasti činnosti.<sup>42</sup>

---

<sup>42</sup> Pozri MINISTERSTVO FINANCIÍ SR. *Stratégia riadenia štátneho dlhu a likvidity na roky 2004 až 2006* [online].

Ministerstvo financií sa v rámci reformy tejto činnosti, s ktorou sa začalo v roku 2002,<sup>43</sup> rozhodlo oddeliť strategicko-koncepčné a operatívne riadenie dlhu a likvidity. Za stratégiu riadenia a kontrolu jej plnenia zostalo zodpovedné Ministerstvo financií. K operatívne riadeniu bola k 1. februáru 2003 podľa zákona o Štátnej pokladnici (č. 291/2002 Z. z.) zriadená nová inštitúcia – Agentúra pre riadenie dlhu a likvidity (ARDAL) zastúpená riaditeľom, ktorého menuje minister financií SR. Organizačná štruktúra je znázornená v nasledujúcom obrázku.

Obrázok 1: Organizačná štruktúra ARDAL. Zdroj: Agentúra pre riadenie dlhu a likvidity



Medzi hlavné úlohy ARDAL patrí operatívne riadenie štátneho dlhu a likvidity celého systému, riadenie finančných rizík, vykonávanie finančných operácií a všetky s tým súvisiace činnosti, ktoré sú bližšie špecifikované v prílohe č. 2.

V prvotnom štádiu reformy nebolo hneď možné stanoviť záväzné parametre a limity v rámci riadenia dlhu z dôvodu absencie predošlej finančnej analýzy. V rámci reformy bol vypracovaný dokument *Stratégia riadenia dlhu do roku 2006*, ktorý bol vo veci riadenia východiskový. Kvantitatívne ukazovatele štátneho dlhu boli formulované až v neskoršom štádiu, keď bola stratégia každoročne konkretizovaná.

Aktuálnym cieľom riadenia dlhu je zabezpečiť prostriedky, ktoré by pokryli finančné potreby vlády tak, aby náklady s tým spojené boli čo najnižšie a miera rizika bola na prijateľnej úrovni. Dôraz je kladený aj na transparentnosť postupu pri získavaní týchto prostriedkov.

<sup>43</sup> Schválením zákona č. 386/2002 Z. z. o štátnom dlhu a štátnych zárukách a zákona č. 291/2002 Z. z. o Štátnej pokladnici.

V súčasnosti definuje Ministerstvo financií v rámci riadenia dlhu tieto strategické ciele:<sup>44</sup>

- štandardizovanie vlastností nových emisií cenných papierov – prostredníctvom toho podporiť likviditu na sekundárnom trhu
- optimalizovanie štruktúry neobchodovateľného dlhu – znižovanie podielu neobchodovateľného dlhu, prijímanie úverov iba za ekonomicky výhodnejších podmienok ako v prípade štátnych dlhopisov
- dodržiavanie limitov stanovených pre refinančné, úrokové a cudzomenové riziko štátneho dlhu – v súvislosti so vstupom SR do eurozóny došlo k miernemu zvýšeniu limitov oproti predošlej stratégii, vzhľadom na lepšiu možnosť zaistenia likvidity
- diverzifikácia investorskej základne – geografická (so zameraním na krajiny EÚ, aj mimo eurozóny) a podľa typu držiteľa (zapojenie dlhodobých nebankových investorov a domácich subjektov – napr. penzijných fondov)
- skvalitnenie infraštruktúry riadenia štátneho dlhu – prostredníctvom zavedenia systému primárnych dealerov, zaistenia medzinárodných štandardných podmienok vysporiadania štátnych cenných papierov, právneho základu v podobe ISDA zmlúv a využitia služieb brokerov.

### **Finančné nástroje a právna úprava**

V prípade Slovenskej republiky finančný trh pri jej vzniku taktiež nebol dobre vyvinutý, vzhľadom na to, že do roku 1989 vôbec neexistoval. Postupom času bolo nevyhnutné tento trh budovať a rozvíjať, aby bolo riadenie dlhu efektívnejšie a porovnateľné so systémom riadenia vo vyspelejších štátoch.

Emitentom štátnych cenných papierov je Ministerstvo financií SR. Ku krytiu štátneho dlhu sa v SR využívajú štátne pokladničné poukážky a štátne dlhopisy. Kalendár aukcií zverejňuje ARDAL na svojej stránke štvrťročne, najneskôr k 15. dňu v mesiaci, ktorý danému štvrťroku predchádza. Zverejňované môžu byť analogicky aj kalendáre na celý rok alebo polrok.<sup>45</sup>

---

<sup>44</sup> AGENTÚRA PRE RIADENIE DLHU A LIKVIDITY. *Stratégia riadenia štátneho dlhu na roky 2011 až 2014* [online].

<sup>45</sup> AGENTÚRA PRE RIADENIE DLHU A LIKVIDITY. *Pravidlá primárneho trhu zaknihovaných štátnych cenných papierov vydávaných v Slovenskej republike a denominovaných v slovenskej mene* [online].

V rámci reformy riadenia dlhu a v súvislosti so vznikom ARDAL bolo upravené prerozdelenie činností medzi Ministerstvom financií, ARDAL, Štátnou pokladnicou a Národnou bankou Slovenska účinné od 1. januára 2004. Správa dlhu je v kompetencii MF SR, ARDAL zodpovedá za výkon riadenia dlhu a podieľa sa na stratégii. Rozvoj trhu štátnych dlhopisov a primárne emisie má na starosti ako agent štátu Národná banka Slovenska, ktorá takisto spolupracuje pri tvorbe stratégie riadenia štátneho dlhu.

### **Riadenie rizík<sup>46</sup>**

Jednou z kľúčových úloh dlhového managementu, podobne ako v iných krajinách, je taktiež aj v SR riadenie rizík, ktoré ovplyvňujú náklady dlhovej služby. V rámci tejto oblasti sú nastavené prípustné limity a cieľom managementu je ich plnenie (za predpokladu štandardného vývoja v eurozóne). Dlhový management v SR sa zameriava na refinančné, úrokové, kurzové kreditné riziko.

Refinančné riziko<sup>47</sup> je považované za najvýznamnejšie. V období, kedy sa začalo s reformou riadenia dlhu, bolo toto riziko v porovnaní s inými krajinami EÚ relatívne vysoké. Postupne však došlo k jeho znižovaniu. V rámci aktuálnej stratégie (tj. na roky 2011 - 2014) je pre ukazovateľ kumulatívnej splatnosti v jednom roku (podiel súčtu záväzkov splatných do jedného roka k celkovým záväzkom) stanovená hranica 25% a v prípade splatnosti do 5 rokov hranica 65 %.

Do značnej miery bolo a je potrebné riadiť i úrokové riziko.<sup>48</sup> Tomuto riziku sú vystavené krátkodobé dlhové záväzky alebo záväzky s pohyblivou úrokovou mierou. Preto si dlhové portfólio vyžadovalo zmenu štruktúry z hľadiska splatností a elimináciu úverového rizika, aj pomocou finančných nástrojov ako sú deriváty. Toto riziko sa v prvom rade hodnotí na základe ukazovateľa precenenia dlhu a v druhom rade podľa durácie a splatnosti portfólia. Pre ukazovateľ precenenia dlhu v jednom roku (podiel súčtu záväzkov preceňovaných do jedného roka k celkovým záväzkom) je aktuálne stanovená hranica 25 % a v prípade ukazovateľa do piatich rokov hranica 65 %.

---

<sup>46</sup> Pozri AGENTÚRA PRE RIADENIE DLHU A LIKVIDITY. *Stratégia riadenia štátneho dlhu na roky 2011 až 2014* [online].

<sup>47</sup> Toto riziko sa vynára v dôsledku nejistej možnosti refinancovať splatné štátne záväzky, resp. za veľmi nevýhodných (cenových) podmienok.

<sup>48</sup> Toto riziko súvisí so zmenami v úrokových sadzbách, od čoho závisí výška nákladov dlhu.

Ministerstvo financií určilo pre ukazovateľ hodnotiaci kurzové riziko<sup>49</sup> (ukazovateľ otvorenej nezabezpečenej cudzomenovej pozície finančných záväzkov štátu) hranicu 5%. Za cieľ si stanovilo i menovú diverzifikáciu dlhového portfólia.

V oblasti kreditného rizika<sup>50</sup> Ministerstvo financií určuje limity ako maximálnu hodnotu finančných prostriedkov u konkrétnej protistrany, ktoré sa odvíjajú od ratingov a situácie na finančnom trhu.

## **Rating**

Ako už bolo spomenuté, pri určovaní limitov rizika zohráva dôležitú úlohu rating nezávislých ratingových agentúr.

V roku 1994 bola SR agentúrou Standard&Poor's ocenená hodnotením BB-, čo predstavovalo stabilný výhľad. V ďalších rokoch sa rating SR začal zlepšovať, až na výnimku v roku 1998, pričom hodnotenia pozitívneho výhľadu sa prvýkrát dočkalo v roku 2000 od agentúr Standard&Poor's a Moody's. O štyri roky neskôr bola SR dokonca udelená známka A-, čo predstavovalo silnú schopnosť plniť finančné záväzky.

V súčasnosti má SR od agentúr Standard&Poor's a FITCH hodnotenie A+, agentúra Moody's udelila známku A1. Obe hodnotenia znamenajú pre SR stabilný výhľad a momentálne sa nachádza na vyšších priečkach ratingového rebríčka. SR možno teda ako dlžníka hodnotiť priaznivo.

---

<sup>49</sup> Objavuje sa v prípade financovania dlhu zdrojmi v cudzej mene, ktoré sa bez zabezpečovacích operácií prekonvertujú do EUR.

<sup>50</sup> Kreditné riziko je spojené s neplnením záväzkov dlžníka v súlade s dopredu stanovenými podmienkami, pričom berie do úvahy riziko oboch zmluvných strán a riziko v dôsledku toho, že transakcie neprebehnú podľa stanovených podmienok.

## 4 Záver

Štátny dlh a jeho riadenie v ČR aj SR nepochybne prešlo od roku 1993 značným vývojom, počínajúc procesom ekonomickej transformácie v čase ich vzniku až po obdobie vstupu do Európskej únie v roku 2004. Na základe podrobnej analýzy vývoja štátneho dlhu v oboch štátoch a ich vzájomného porovnania možno skonštatovať, že v oboch prípadoch pozorujeme spoločné charakteristiky, ale i určité odlišnosti.

Úroveň zadlženia bola až do roku 2005 zásadne vyššia v SR, dokonca v roku 2000 dosiahol verejný dlh výšku 50,3 % HDP, zatiaľ čo ČR zaznamenal doterajšie maximum v roku 2009 vo výške 35,3 % HDP. V porovnaní s ČR nižšiu úroveň dlhu vykázala SR iba v roku 2008. Od roku 2006 možno pozorovať približovanie úrovne zadlženia. V prípade štátneho dlhu bol vývoj podobný, no doteraz jeho najvyššia úroveň bola vykázaná v roku 2010 (ČR 36,6 % HDP a SR 39,1 % HDP). Z hľadiska umiestnenia od roku 1997 prevažuje v oboch štátoch domáci dlh, avšak v prípade SR je význam financovania zahraničnými prostriedkami vyšší ako v ČR. Z hľadiska splatnosti v oboch prípadoch značne prevláda dlhodobý dlh a ťažiskovým dlhovým nástrojom je emisia strednodobých a dlhodobých štátnych dlhopisov. Pri analýze bola však problémom do určitej miery absencia niektorých údajov (napr. z hľadiska držiteľov dlhových inštrumentov) v prípade SR, v dôsledku čoho nebolo možné niektoré rysy detailnejšie analyzovať a porovnať. Spoločné charakteristiky možno pozorovať v súvislosti s príčinami postupného nárastu štátneho dlhu, výšku zadlženia do značnej miery v minulosti ovplyvnili skryté dlhy a poskytovanie štátnych záruk. Zásadný rozdiel možno medzi krajinami konštatovať predovšetkým v prípade súčasného inštitucionálneho zaradenia riadenia štátneho dlhu. Zatiaľ čo v ČR je táto činnosť vykonávaná v rámci Ministerstva financií, v SR bola k operatívne riadeniu v roku 2003 zriadená samostatná inštitúcia - Agentúra pre riadenie dlhu a likvidity.

V každom prípade však možno povedať, že oba štáty sa v medzinárodnom porovnaní z hľadiska výšky zadlženia nachádzajú na priaznivých priečkach, keďže v ČR a SR v roku 2010 výška štátneho dlhu nepresiahla hranicu 40 % HDP. Dosahujú taktiež aj priaznivé ocenenie nezávislých ratingových agentúr. V SR je z ale dôvodu jeho nárastu potrebná konsolidácia v strednodobom horizonte. Do roku 2013 sa predpokladá pokles deficitu verejnej správy a kulminácia verejného dlhu v roku 2012 a potom jeho následné znižovanie (v dôsledku rastu nominálneho HDP). Na makroekonomický vývoj v SR bude mať značný vplyv vývoj globálnej ekonomiky, čo

sa môže premietnuť do riadenia štátneho dlhu. Podobne aj v ČR by mali byť najbližšie roky obdobím úsporných opatrení a štrukturálnych reforiem, vďaka čomu by malo dôjsť k zníženiu deficitu hospodárenia a do roku 2013 k zmierneniu absolútneho nárastu štátneho dlhu.

V súčasnosti síce ČR a SR ani zďaleka nečelia takým problémom v súvislosti so zadlžením, ako napr. Grécko alebo iné krajiny eurozóny, táto kritická situácia by ale určite mala byť akýmsi varovaním. Ako sa situácia vyvinie ďalej, ukáže samotný čas. Je však isté, že aktívne riadenie dlhu určite nemožno v budúcnosti podceňovať a bude nutné mu venovať čoraz väčšiu pozornosť.



## Použitá literatura

### Knižné publikácie:

BUCHANAN, J. *Public Finance in Democratic Process: Fiscal Institutions and Individual Choice*. 2<sup>st</sup> ed. USA: University of North Carolina Press, 1987. 307 p. ISBN 0-8078-4190-0.

ČERNOHORSKÝ, J., TEPLÝ, P. *Základy financí*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, a.s., 2011, 304 s. ISBN 978-80-247-3669-3.

DORNBUSCH, R., FISCHER, S. *Makroekonomie*. 6. vyd. Praha: Státní pedagogické nakladatelství, 1994. 602 s. ISBN 80-04-25-556-6.

DVOŘÁK, P. *Vybrané problémy fiskální politiky*. 1. vyd. Praha: VŠE, 1998. 174 s. ISBN 80-7079-620-0.

MUSGRAVE, R. A., MUSGRAVE, P. B. *Veřejné finance v teorii a praxi*. 1. vyd. Praha: Management Press, 1994. 582 s. ISBN 80-85603-76-4.

OCHRANA, F., PAVEL, J., VÍTEK, L. a kol. *Veřejný sektor a veřejné finance: financování nepodnikatelských a podnikatelských aktivit*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, a.s., 2010. 264 s. ISBN 978-80-247-3228-2.

PEKOVÁ, J. *Veřejné finance: úvod do problematiky*. 4. vyd. Praha: ASPI, a.s., 2008. 580 s. ISBN 978-80-7357-358-4.

ROSEN, H., S. *Public Finance*. 8th ed. New York: The McGraw-Hill Companies, Inc., 2008. 596 p. ISBN 978-0-07-351128-3.

SAMUELSON, P., A., NORDHAUS, W. D. *Ekonomía*. 1. vyd. Bratislava: ELITA, s.r.o., 2000. 822 s. ISBN 80-8044-059-X.

SIVÁK, R. a kol. *Verejné financie*. 1. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2007. 311 s. ISBN 978-80-8078-094-4.

STIGLITZ, J., E. *Ekonomie veřejného sektoru*. 1. vyd. Praha: GRADA, 1997. 661 s. ISBN 80-7169-454-1.

TROTMAN-DICKENSON, D., I. *Economics of the Public Sector*. 1<sup>st</sup> ed. London: Macmillan Press Ltd, 1996. 484 p. ISBN 0-333-59669-2.

### **Články:**

BARRO, R. J. Are government bonds net wealth? *Journal of Political Economy*. University of Chicago Press, Chicago, 1974, vol. 82, issue 6, p. 1095-1117 [cit. 10.7.2011]. Dostupné z www: <<http://dash.harvard.edu/handle/1/3451399>>.

DOSTÁLOVÁ, M., JANDA, L. Státní dluh a jeho aspekty. *Finance a úvěr*, 1998, 48, č. 10, str. 627-638.

DVOŘÁK, P. Exogenní vlivy, rozpočtový deficit a veřejný dluh. *Finance a úvěr*, 1992, 42, č. 12, str. 578-590.

DVOŘÁK, P.: Problém fiskální nerovnováhy. *Finance a úvěr*, 1994, 44, č. 7, str. 343-354.

KINKOR, J. Veřejný dluh a budoucí generace? *Finance a úvěr*, 1991, 41, č.11, str. 521-526.

KINKOR, J. Co se zděděným státním dluhem? *Finance a úvěr*, 1993, 41, č.12, str. 560-568.

MATALÍK, I., SLAVÍK, M.: Debt Management in the Czech Republic (formation in the 1990s and the current state). *Prague Economic Papers*. University of Economics, Prague, 2005, vol. 1, p. 33-50. [cit. 15.4.2011]. Dostupné z www: <<http://www.vse.cz/pep/cislo.php?cislo=1&rocnik=2005>>. ISSN 1210-0455.

MERVART, J. Měnové aspekty státního dluhu. *Finance a úvěr*. 1993, 43, č.12, str. 568-580.

### **Závěrečné práce:**

JURČA, D. *Veřejný dluh a jeho management*. Zlín, 2010. 89 l., 5 l. příl. Diplomová práce. Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, Fakulta managementu a ekonomiky.

## Internetové zdroje:

AGENTÚRA PRE RIADENIE DLHU A LIKVIDITY. *Aktuálny rating SR* [online]. 2009, 21.12.2010 [cit. 7.5.2011]. Dostupné z www:

<<http://www.ardal.sk/sk/ekonomicke-informacie/rating-sr/aktualny-rating-sr>>.

AGENTÚRA PRE RIADENIE DLHU A LIKVIDITY. *Ekonomické ukazovatele SR* [online]. 2009 [cit. 5.7.2011]. Dostupné z www: <<http://www.ardal.sk/sk/ekonomicke-informacie/ekonomicke-ukazovatele-sr>> (15.7.2011)

AGENTÚRA PRE RIADENIE DLHU A LIKVIDITY. *Obchodovateľné emisie vydané na domácom trhu* [online]. 2009, 19.7.2011 [cit. 20.7.2011]. Dostupné z www:

<[http://www.ardal.sk/\\_img/Documents/%C5%A0CP/%C5%A0D/Portf%C3%B3lio%20%C5%A0D/SDXTOTAL.htm](http://www.ardal.sk/_img/Documents/%C5%A0CP/%C5%A0D/Portf%C3%B3lio%20%C5%A0D/SDXTOTAL.htm)>.

AGENTÚRA PRE RIADENIE DLHU A LIKVIDITY. *Obchodovateľné emisie vydané v zahraničí* [online]. 2009, 24.3.2011 [cit. 20.7.2011]. Dostupné z www:

<[http://www.ardal.sk/\\_img/Documents/%C5%A0CP/%C5%A0D/Portf%C3%B3lio%20%C5%A0D/ZAHRSDXTOTAL.htm](http://www.ardal.sk/_img/Documents/%C5%A0CP/%C5%A0D/Portf%C3%B3lio%20%C5%A0D/ZAHRSDXTOTAL.htm)>.

AGENTÚRA PRE RIADENIE DLHU A LIKVIDITY. *Organizačná štruktúra ARDAL* [online]. 2009 [cit. 7.5.2011]. Dostupné z www: <<http://www.ardal.sk/sk/onas/organizacna-struktura-ardal>>.

AGENTÚRA PRE RIADENIE DLHU A LIKVIDITY. *Pravidlá primárneho trhu zaknihovaných štátnych cenných papierov vydávaných v Slovenskej republike a denominovaných v slovenskej mene* [online]. ARDAL. 2009 [cit. 7.5.2011]. 8 s.

Dostupné z www:

<[http://www.ardal.sk/\\_img/Documents/%C5%A0CP%5CDokumenty%20prim%C3%A1rneho%20trhu%5CPravidl%C3%A1%20prim%C3%A1rneho%20trhu%20%C5%A0CP.pdf](http://www.ardal.sk/_img/Documents/%C5%A0CP%5CDokumenty%20prim%C3%A1rneho%20trhu%5CPravidl%C3%A1%20prim%C3%A1rneho%20trhu%20%C5%A0CP.pdf)>.

AGENTÚRA PRE RIADENIE DLHU A LIKVIDITY. *Stratégia riadenia štátneho dlhu pre roky 2011 až 2014* [online]. ARDAL, MF SR. 2009 [cit. 15.7.2011]. 17 s. Dostupné z www:

[http://www.ardal.sk/\\_img/Documents/O%20n%C3%A1s%5CStrategia%20riadenia%20dlhu%5CStrategia%20riadenia%20dlhu%202011\\_2014.pdf](http://www.ardal.sk/_img/Documents/O%20n%C3%A1s%5CStrategia%20riadenia%20dlhu%5CStrategia%20riadenia%20dlhu%202011_2014.pdf)>.

AGENTÚRA PRE RIADENIE DLHU A LIKVIDITY. *Vývoj ratingového ohodnotenia SR* [online]. 2009 [cit. 7.5.2011]. Dostupné z www:

<http://www.ardal.sk/sk/ekonomicke-informacie/rating-sr/vyvoj-ratingoveho-ohodnotenia>>.

AGENTÚRA PRE RIADENIE DLHU A LIKVIDITY. *Zriadenie a pôsobnosť Agentúry pre riadenie dlhu a likvidity* [online]. 2009 [cit. 7.5.2011]. Dostupné z www:

<http://www.ardal.sk/sk/o-nas>>.

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Český statistický úřad* [online]. 2011 [cit. 24.4.2011].

Dostupné z www: <http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/home>>.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Guidelines for Public Debt Management* [online]. 21.3.2001 [cit. 6.4.2011]. Dostupné z www:

<http://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2000/eng/index.htm> >.

MINISTERSTVO FINANČÍ ČR. *Cíle a kritéria řízení státního dluhu* [online]. 2005 [cit. 24.4.2011]. Dostupné z www:

[http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd\\_cile\\_sd.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd_cile_sd.html)>.

MINISTERSTVO FINANČÍ ČR. *Definice a měření státního dluhu* [online]. 2005 [cit. 5.3.2011]. Dostupné z www:

[http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd\\_definice\\_sd.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd_definice_sd.html)>.

MINISTERSTVO FINANČÍ ČR. *Dluhová statistika* [online]. 2005 [cit. 24.4.2011]. Dostupné z www:

[http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd\\_dluhova\\_statistika.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd_dluhova_statistika.html)>.

MINISTERSTVO FINANČÍ ČR. *Finanční nástroje* [online]. 2005 [cit. 24.4.2011]. Dostupné z www:

[http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd\\_fin\\_nastroje\\_sd.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd_fin_nastroje_sd.html)>.

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR. *Metodiky vykazování vládního deficitu a dluhu* [online]. 2005 [cit. 5.3.2011]. Dostupné z www:

<[http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/ESA\\_95\\_26520.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/ESA_95_26520.html)>.

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR. *Odbor Řízení státního dluhu a finančního majetku* [online]. 2005 [cit. 24.4.2011]. Dostupné z www:

<[http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd\\_so\\_rizeni\\_sd.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd_so_rizeni_sd.html)>.

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR. *Odbor 20 - Řízení státního dluhu a finančního majetku* [online]. 2005 [cit. 24.4.2011]. Dostupné z www:

<[http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/orgstru\\_59299.html#book1](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/orgstru_59299.html#book1)>.

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR. *Právní úprava řízení státního dluhu* [online]. 2005 [cit. 24.4.2011]. Dostupné z www:

<[http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd\\_legislativa\\_10142.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd_legislativa_10142.html)>.

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR. *Příloha č. 2 – Hlavní rozdíly mezi ESA 95 a GFS 1986* [online]. 2005 [cit. 22.7.2011]. Dostupné z www:

<[http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/ESA\\_95\\_26524.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/ESA_95_26524.html)>.

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR. *Rating* [online]. 2005 [cit. 24.4.2011]. Dostupné z www: <[http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd\\_rating\\_sd.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd_rating_sd.html)>.

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR. *Řízení rizik* [online]. 2005 [cit. 24.4.2011]. Dostupné z www: <[http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd\\_rizeni\\_rizik\\_sd.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd_rizeni_rizik_sd.html)>.

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR. *Strategie financování a řízení státního dluhu České republiky na rok 2011* [online]. Odbor řízení státního dluhu a finančního majetku, Ministerstvo financí ČR. 2.12.2010 [cit. 24.7.2011]. 41 s. Dostupné z www:

<[http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Strategie\\_financovani\\_SD\\_rok\\_2011.pdf](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Strategie_financovani_SD_rok_2011.pdf)>.

MINISTERSTVO FINANCÍ ČR. *Vládní finanční statistika – nová metodologie GFSM 2001* [online]. 2005 [cit. 5.3.2011]. Dostupné z www:

<[http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/gfsm\\_2001.html](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/gfsm_2001.html)>.

MINISTERSTVO FINANCÍ SR. *Dlh verejnej správy* [online]. 2005, 6.7.2011 [cit. 30.4.2011]. Dostupné z www: <<http://www.finance.gov.sk/Default.aspx?CatID=7949>>.

MINISTERSTVO FINANCIÍ SR. *Dlh verejnej správy v roku 2006 poklesol na úroveň 30,7 % HDP* [online]. Jana Králová, Viktor Novyzedlák, Ministerstvo financií SR. 7.5.2007 [cit. 15.7.2011]. 4 s. Dostupné z www:

<[http://www.finance.gov.sk/Documents/Ifp/Komentare/2007\\_06\\_Verejny\\_dlh\\_2006.pdf](http://www.finance.gov.sk/Documents/Ifp/Komentare/2007_06_Verejny_dlh_2006.pdf)>.

MINISTERSTVO FINANCIÍ SR. *Hrubý dlh verejnej správy v roku 2007 poklesol na úroveň 29,4 % HDP* [online]. Erik Bugyi, Ministerstvo financií SR. 10.11.2008 [cit. 15.7.2011]. 5 s. Dostupné z www:

<[http://www.finance.gov.sk/Components/CategoryDocuments/s\\_LoadDocument.aspx?categoryId=7017&documentId=3109](http://www.finance.gov.sk/Components/CategoryDocuments/s_LoadDocument.aspx?categoryId=7017&documentId=3109)>.

MINISTERSTVO FINANCIÍ SR. *Hrubý dlh verejnej správy dosiahol v roku 2009 úroveň 35,7 % HDP* [online]. Erik Bugyi, Ministerstvo financií SR. 30.6.2010 [cit. 15.7.2011]. 5 s. Dostupné z www:

<[http://www.finance.gov.sk/Components/CategoryDocuments/s\\_LoadDocument.aspx?categoryId=7627&documentId=4315](http://www.finance.gov.sk/Components/CategoryDocuments/s_LoadDocument.aspx?categoryId=7627&documentId=4315)>.

MINISTERSTVO FINANCIÍ SR. *Stratégia riadenia štátneho dlhu a likvidity na roky 2004 až 2006* [online]. 2005, 16.1.2008 [cit. 5.7.2011]. Dostupné z www:

<<http://www.finance.gov.sk/Default.aspx?CatID=3573>>.

MINISTERSTVO FINANCIÍ SR. *Stratégia riadenia štátneho dlhu na roky 2007 - 2010* [online]. Ministerstvo financií SR. Júl 2009 [cit. 5.7.2011]. 13 s. Dostupné z www:

<[http://www.finance.gov.sk/Documents/1\\_Adresar\\_redaktorov/bujnakova/in%C3%A9/AS\\_riadenia\\_SD\\_2009.pdf](http://www.finance.gov.sk/Documents/1_Adresar_redaktorov/bujnakova/in%C3%A9/AS_riadenia_SD_2009.pdf)>.

ŠTATISTICKÝ ÚRAD SR. *Správa o deficite a dlhu predložená Slovenskou republikou Európskej komisii (Eurostatu) k 31.3.2011 za roky 2007 – 2011* [online]. 26.4.2011. [cit. 5.7.2011]. Dostupné z www: <<http://portal.statistics.sk/showdoc.do?docid=34810>>.

*Rating* [online]. [cit. 25.4.2011]. Dostupné z www:

<<http://www.finance.cz/ekonomika/rating/>>.

*Stát nabízí dluhopisy se splatností 50 let* [online]. Praha: 21.11.2007 11:33 [cit.

25.4.2011]. Dostupné z www: <<http://www.novinky.cz/ekonomika/127298-stat-nabizi-dluhopisy-se-splatnosti-50-let.html>>.

## **Zoznam príloh**

**Príloha č. 1: Hlavné rozdiely medzi ESA 95 a GFS 1986 (tabuľka)**

**Príloha č. 2: Činnosti Agentúry pre riadenie dlhu a likvidity (text)**

# Prílohy

## Príloha č. 1: Hlavné rozdiely medzi ESA 95 a GFS 1986

|   | <b>GFS 1986 (vládna finančná štatistika)</b>  | <b>ESA 95 (systém národných účtov)</b>  |
|---|---|---|
| <b>Tvorca</b>   | Medzinárodný menový fond  | Eurostat (Štatistický úrad Európskej komisie)   |
| <b>Zodpovednosť</b>   | Ministerstvo financií   | Český štatistický úrad, Štatistický úrad SR   |
| <b>Použitie</b>   | rozpočtové dokumenty a fiškálne predikcie (Návrh štátneho rozpočtu, Štátny záverečný účet)  | národné účty, dokumenty predkladané orgánom EÚ (Fiškálna notifikácia vládneho deficitu a dlhu, Konvergenčný program)  |
| <b>Vykazovanie údajov</b>   | na báze peňažných tokov (všetky operácie sú sledované na hotovostnom princípe, teda v okamihu, kedy je príjmová, resp. výdajová operácia realizovaná) | na akruálnom princípe (operácie daného fiškálneho roku sú zachytávané vtedy, keď sa ekonomická hodnota vytvára alebo zaniká a taktiež vtedy, keď sa pohľadávky a záväzky zvyšujú alebo znižujú bez ohľadu na to, kedy bude realizovaná operácia peňažne uhradená a či vôbec s peňažným tokom súvisí)                        |
| <b>Výhody</b>   | poskytovanie údajov v krátkom čase po skončení sledovaného obdobia  | komplexnejší obraz o hospodárení vládneho sektoru (zahrňuje aj pohľadávky a záväzky)  |
|   | nižšia náročnosť na zdrojové údaje  |   |
|   | včasná vytváranie fiškálnych predikcií  | väčšia vypovedacia váha pre hodnotenie fiškálnej politiky (napr. z hľadiska udržateľnosti z dlhodobého hľadiska)  |
|   | priama väzba na schvaľovaný štátny rozpočet, rozpočty štátnych fondov a iné segmenty verejných rozpočtov  |   |
| <b>Nevýhody</b>   | nekomplexný obraz o hospodárení vládneho sektoru (zahrňuje iba príjmy a výdavky)  | vyššia náročnosť na vstupné zdrojové údaje  |
| <b>Základné rozdiely</b>  | <b>Spôsob zachytenia operácií súvisiacich so štátnymi garanciami</b>  |   |
|   | splátky istiny a úrokov garantovaných úverov vstupujú do výdavkov štátneho rozpočtu v roku, v ktorom sú hradené a zvyšujú tak deficit                 | istiny vysoko rizikových záruk sú v plnej výške imputované prostredníctvom výdavkového kapitálového transferu do vládneho dlhu a deficitu; v nasledujúcich rokoch splátky istiny garantovaných úverov umorujú zodpovedajúcu výšku vládneho dlhu, ale nemajú už vplyv na deficit, do deficitu naopak vstupujú splátky úrokov |
|   | <b>Finančný prenájom (leasing)</b>  |   |
|   | splátky za prenájom vstupujú do výdavkov štátneho rozpočtu v roku, kedy sú hradené a zvyšujú deficit  | hodnota všetkých splátok za prenájom je základom pre prepočet istiny úveru, ktorý jednorázovo prostredníctvom výdavkového kapitálového transferu imputovaný do vládneho dlhu  |
|   | <b>Odpustenie nedobytných pohľadávok</b>  |   |
| po odpustení pohľadávky sa znížia pohľadávky v štátnych finančných aktívach bez vplyvu na deficit | v roku odpustenia pohľadávky sa o túto čiastku zvýši deficit  |   |

\* V ČR v rámci vymedzenia sektoru vlády metodika GFS 1986 zahrňuje štátny rozpočet (s vylúčením prevodov z a do rezervných fondov, vrátane mimorozpočtovej úhrady straty ČKA, operácií Národného fondu a Fondu privatizácie), mimorozpočtové fondy, územné samosprávne celky, dobrovoľné zväzky obcí, regionálne rady regiónov súdržnosti, zdravotné poisťovne. ESA 95 navyše oproti GFS zahrňuje Podporný garančný roľnícky a lesnícky fond, Vinársky fond, ČKA a jej dcérske spoločnosti, Českú inkasnú, Správu železničnej a dopravnej cesty, PPP centrum, verejné vysoké školy, verejné výskumné inštitúcie, Asociáciu zdravotných poisťovní, Centrum medzištátnych úhrad a časť príspevkových organizácií.

Poznámka: Doslovne prevzaté z uvedeného zdroja, v slovenskom preklade.

Zdroj: MINISTERSTVO FINANCIÍ ČR. *Príloha č. 2 – Hlavní rozdíly mezi ESA 95 a GFS 1986* [online].



## Príloha č. 2: Činnosti Agentúry pre riadenie dlhu a likvidity (text)

Hlavné činnosti Agentúry pre riadenie dlhu a likvidity:

- zabezpečenie profesionálneho riadenia dlhu a likvidity, v rámci ktorého Agentúra optimalizuje štruktúru dlhu a náklady s ním spojené na základe analýz trhu, analýzy portfólia dlhu a vypracovaného systému riadenia rizík,
- umožnenie oddelenia operatívneho riadenia dlhu a likvidity od formulovania stratégie a kontroly dodržiavania strategických rámcov a pravidiel,
- zlepšenie komunikácie s finančným a kapitálovým trhom a investormi - v spolupráci s MF SR a ostatnými inštitúciami pôsobiacimi na finančnom a kapitálovom trhu zvýšenie likvidity a transparentnosti trhu so ŠCP,
- zabezpečenie flexibility operatívneho riadenia štátneho dlhu,
- na medzinárodnej úrovni napomáhanie pri integrácii slovenského finančného trhu a finančného riadenia okruhu verejných financií s krajinami EÚ.

Agentúra pre riadenie dlhu a likvidity vykonáva v mene MF SR v súlade s platnou legislatívou nasledujúce činnosti:

- organizuje a realizuje splácanie štátneho dlhu,
- zabezpečuje vydávanie štátnych cenných papierov
- vykonáva vysporiadavanie obchodov s cennými papiermi,
- vykonáva výplatu menovitých hodnôt a výnosov zo štátnych cenných papierov,
- vykonáva zabezpečovacie prevody cenných papierov,
- vykonáva finančné operácie s investičnými nástrojmi súvisiacimi s riadením štátneho dlhu vrátane operácií s finančnými derivátmi súvisiacimi s riadením rizík štátneho dlhu a likvidity,
- vykonáva spätné odkúpenie nesplateného štátneho dlhu,
- vykonáva predčasné splatenie štátneho dlhu, ak to umožňuje zmluvná dokumentácia alebo emisné podmienky,
- vykonáva finančné operácie s investičnými nástrojmi vrátane operácií s finančnými derivátmi na finančnom trhu na preklenutie dočasného nesúladu medzi príjmami a výdavkami štátneho rozpočtu a na zabezpečenie likvidity systému štátnej pokladnice.

V rámci spolupráce s ostatnými organizáciami Agentúra pre riadenie dlhu a likvidity ďalej vykonáva nasledujúce činnosti:

- spolupracuje s MF SR pri vypracovaní stratégie riadenia štátneho dlhu,
- MF SR poskytuje odborné stanoviská k finančným a obchodným podmienkam úverových zmlúv,
- poskytuje MF SR údaje na účely účtovania a vedenia evidencie štátneho dlhu,
- ŠP poskytuje údaje na účely účtovania a vedenia evidencie o finančných operáciách uskutočnených v mene ŠP, ktoré sú vykonávané ARDAL v osobitých prípadoch,
- spolupracuje s MF SR a NBS v oblastiach týkajúcich sa ich pôsobnosti, ktoré sú ustanovené zákonom.

Poznámka: Doslovne prevzaté z uvedeného zdroja.

Zdroj: AGENTÚRA PRE RIADENIE DLHU A LIKVIDITY. *Zriadenie a pôsobnosť Agentúry pre riadenie dlhu a likvidity* [online].