

# **Stratégia riadenia štátneho dlhu na roky 2007 – 2010**

**Aktualizácia 2009**

**Júl 2009**

# Obsah

|                                                                                                                         |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Obsah .....                                                                                                             | 2  |
| Úvod .....                                                                                                              | 3  |
| 1. Štruktúra štátneho a verejného dlhu SR .....                                                                         | 4  |
| 2. Vyhodnotenie plnenia cieľov stanovených v stratégii .....                                                            | 5  |
| 2.1. Zmenšenie počtu emisií nových štátnych cenných papierov a štandardizovanie ich veľkosti .....                      | 5  |
| 2.2. Zlepšenie transparentnosti zámerov emitenta (MF SR) .....                                                          | 5  |
| 2.3. Optimalizácia nákladov štátneho rozpočtu na obsluhu štátneho dlhu .....                                            | 5  |
| 2.4. Vyhodnotenie ukazovateľov stanovených v stratégii .....                                                            | 5  |
| 2.5. Optimalizácia podielu štátneho dlhu v domácej mene voči EUR .....                                                  | 7  |
| 2.6. Prehodnotenie a v prípade vhodných podmienok na trhu uskutočnenie emisie štátnych dlhopisov pre obyvateľstvo ..... | 7  |
| 3. Makroekonomický a fiškálny vývoj .....                                                                               | 8  |
| 3.1. Globálna kríza .....                                                                                               | 8  |
| 3.2. Ekonomický vývoj v USA a eurozóne .....                                                                            | 8  |
| 3.3. Ekonomický vývoj v SR .....                                                                                        | 9  |
| 3.4. Vývoj na európskom a slovenskom dlhopisovom trhu .....                                                             | 10 |
| 3.5. Fiškálny výhľad .....                                                                                              | 11 |
| 3.6. Vplyv vstupu Slovenska do eurozóny na riadenie dlhu a likvidity .....                                              | 11 |
| 4. Odporúčania pre stratégiu riadenia štátneho dlhu .....                                                               | 13 |
| 4.1. Pre roky 2009 a 2010 .....                                                                                         | 13 |
| 4.2. Výhľad financovania pre roky 2011 až 2012 .....                                                                    | 13 |

# Úvod

Napĺňanie „Stratégie riadenia štátneho dlhu na roky 2007 až 2010“ v roku 2008 ovplyvnili dve podstatné skutočnosti – globálna finančná kríza (prehĺbená po páde banky Lehman Brothers v septembri 2008) a príprava SR na prijatie meny euro 1.1.2009. Kríza finančných trhov neumožnila plánované vydanie eurobondu v roku 2008. Vďaka prísnemu dodržiavaniu zvolenej stratégie to nemalo negatívny vplyv na riadenie krytia štátneho dlhu a na výdavky na dlhovú službu v horizonte najbližších rokov (2009 a 2010).

Nastavenie jednotlivých parametrov štátneho dlhu v stratégii sa po dvojročnom hodnotení ukazuje ako správne a vhodné pre podmienky riadenia štátneho dlhu SR. Je potrebné konštatovať, že z dôvodu globálnej finančnej krízy nie je možné v potrebnej hodnote a za prijateľných podmienok emitovať štátne dlhopisy so splatnosťou presahujúcou 5 rokov. Z tohto dôvodu sa postupne zhoršuje štruktúra krytia štátneho dlhu. Ak sa situácia na svetovom a európskom finančnom trhu podstatným spôsobom nezlepší, v roku 2010 nebude možné exaktne dodržiavať stanovené limity refinančného a úrokového rizika.

V porovnaní s krajinami EÚ má SR jedny z najprísnejších pravidiel riadenia štátneho dlhu. Napriek tomuto faktu, je SR jednou z mála krajín EÚ, ktorá v čase pretrvávajúcej krízy „nezmäkčovala“ kritériá a limity riadenia štátneho dlhu. Dôsledné napĺňanie cieľov stratégie prinieslo aj roku 2008 potrebnú stabilitu do rozpočtu štátneho dlhu a spolu s vhodnou emisnou politikou významné úspory v štátnom rozpočte. Prípadné prehodnotenie spôsobu riadenia štátneho dlhu bude vhodné stanoviť až v „Stratégii riadenia štátneho dlhu na roky 2010 až 2014“ po parlamentných voľbách v roku 2010 v súlade s novým programovým vyhlásením vlády SR.

Riadenie krytia štátneho dlhu prostredníctvom sledovania, riadenia a vyhodnocovania trhových finančných rizík podľa schválenej stratégie zabránilo aj v roku 2008 dodatočným výdavkom štátneho rozpočtu v súvislosti s globálnou finančnou krízou na úrovni niekoľkých miliárd slovenských korún. Zhoršené podmienky na svetových finančných trhoch pretrvávajúce od augusta 2007 mali na rozdiel od iných porovnateľných krajín na výdavky štátneho rozpočtu v roku 2008 minimálny vplyv.

Dokument je rozdelený do štyroch kapitol. V prvej kapitole je zobrazená štruktúra a vývoj štátneho a verejného dlhu. V druhej kapitole sú jednotlivo vyhodnotené ciele, ktoré boli špecifikované v Stratégii riadenia štátneho dlhu pre roky 2007 až 2010. Z časového hľadiska sa hodnotenie zameralo na vývoj v roku 2008, prípadne v prvom polroku 2009. Tretia kapitola popisuje makroekonomický a fiškálny vývoj v hlavných svetových ekonomikách (USA, eurozóna) a na Slovensku, najmä s prihliadnutím na vývoj na finančnom trhu. Najdôležitejšou udalosťou, ktorá zásadne ovplyvňuje svetovú ekonomiku, je globálna hospodárska a finančná kríza, ktorej je v rámci tejto kapitoly venovaná jedna časť. Súčasťou tretej kapitoly je aj fiškálny výhľad Slovenska a vplyv vstupu do eurozóny na riadenie štátneho dlhu. Štvrtá kapitola obsahuje pohľad na financovanie štátneho dlhu v horizonte nasledujúcich rokov. Zámery, ciele a parametre v Stratégii riadenia štátneho dlhu 2007 až 2010 boli nastavené správne a pre obdobie rokov 2008 až 2010 nie je potrebná zásadnejšia zmena v riadení štátneho dlhu.

# 1. Štruktúra štátneho a verejného dlhu SR

Štátny dlh ku koncu roka 2008 dosiahol 17,7 mld. EUR, čo predstavovalo 26% z HDP. Z toho až 94% tvorili emitované cenné papiere. Podiel úverov na štátnom dlhu predstavoval iba 6%. Z menového hľadiska bol štátny dlh do konca roka 2008 denominovaný prevažne v slovenských korunách a v eurách. Od prijatia eura je podiel dlhu denominovaného v domácej mene až 99,5%. Podiel ostatných mien bol zanedbateľný a kumulatívne nepresiahol 0,5 %.

| <b>Štruktúra štátneho dlhu v menovitej hodnote a štátny dlh z menového hľadiska</b> |                      |                      |                      |                     |                     |
|-------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|---------------------|---------------------|
| <b>Položka</b>                                                                      | <b>Stav v mil. €</b> | <b>Stav v mil. €</b> | <b>Stav v mil. €</b> | <b>% z HDP</b>      | <b>% z celku</b>    |
| <b>Stav k:</b>                                                                      | <b>k 31.12.2006</b>  | <b>k 31.12.2007</b>  | <b>k 31.12.2008</b>  | <b>k 31.12.2008</b> | <b>k 31.12.2008</b> |
| <b>Štátny dlh v menovitej hodnote</b>                                               | <b>16 098</b>        | <b>17 302</b>        | <b>17 651</b>        | 26,2                | 100,0               |
| Cenné papiere                                                                       | 14 486               | 16 104               | 16 614               | 24,7                | 94,1                |
| Úvery                                                                               | 916                  | 1 198                | 1 037                | 1,5                 | 5,9                 |
| Riziká z realizácie štátnych záruk                                                  | 696                  | 0                    | 0                    | 0,0                 | 0,0                 |
| SKK                                                                                 | 11 917               | 12 544               | 13 376               | 19,9                | 75,8                |
| EUR                                                                                 | 4 101                | 4 683                | 4 189                | 6,2                 | 23,7                |
| USD                                                                                 | 2                    | 0                    | 0                    | 0,0                 | 0,0                 |
| JPY                                                                                 | 70                   | 70                   | 82                   | 0,1                 | 0,5                 |
| CZK                                                                                 | 0                    | 0                    | 0                    | 0,0                 | 0,0                 |
| CHF                                                                                 | 8                    | 4                    | 4                    | 0,0                 | 0,0                 |

Zdroj: MF SR

Z teritoriálneho hľadiska predstavoval domáci štátny dlh (veriteľom je rezident) 59% z celkového dlhu a zahraničný dlh (veriteľom je nerezident) 41%. Z časového hľadiska tvoril dlhodobý dlh (splatosť nad jeden rok) ku koncu roka 2008 takmer 95% z celkového dlhu.

| <b>Štátny dlh z teritoriálneho a časového hľadiska</b> |                      |                      |                      |                     |                     |
|--------------------------------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|---------------------|---------------------|
| <b>stav k:</b>                                         | <b>Stav v mil. €</b> | <b>Stav v mil. €</b> | <b>Stav v mil. €</b> | <b>% z HDP</b>      | <b>% z celku</b>    |
| <b>stav k:</b>                                         | <b>k 31.12.2006</b>  | <b>k 31.12.2007</b>  | <b>k 31.12.2008</b>  | <b>k 31.12.2008</b> | <b>k 31.12.2008</b> |
| <b>Štátny dlh v menovitej hodnote</b>                  | <b>16 098</b>        | <b>17 302</b>        | <b>17 651</b>        | 26,2                | 100,0               |
| domáci                                                 | 9 053                | 10 265               | 10 444               | 15,5                | 59,2                |
| zahraničný                                             | 7 046                | 7 038                | 7 207                | 10,7                | 40,8                |
| krátkodobý                                             | 35                   | 0                    | 741                  | 1,1                 | 4,2                 |
| dlhodobý                                               | 16 064               | 17 302               | 16 910               | 25,1                | 95,8                |

Zdroj: MF SR

Celkový dlh verejnej správy, ktorý okrem štátneho dlhu zahŕňa aj dlh ostatných zložiek verejnej správy, bol ku koncu roka 2008 necelých 19 mld. EUR, čo predstavovalo 27,6% z HDP. Ukazovateľ dlhu verejnej správy je dôležitý z hľadiska hodnotenia plnenia maastrichtského kritéria. Podľa tohto kritéria dlh verejnej správy nesmie presiahnuť 60% HDP. Verejný dlh na Slovensku je teda výrazne pod referenčnou hodnotou a toto kritérium je plnené s rezervou. Rozhodujúcou zložkou dlhu verejnej správy je štátny dlh, ktorého podiel je až 95%.

| <b>Dlh verejnej správy – maastrichtský</b>       |                      |                      |                      |                     |                     |
|--------------------------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|---------------------|---------------------|
| <b>stav k:</b>                                   | <b>Stav v mil. €</b> | <b>Stav v mil. €</b> | <b>Stav v mil. €</b> | <b>% z HDP</b>      | <b>% z celku</b>    |
| <b>stav k:</b>                                   | <b>k 31.12.2006</b>  | <b>k 31.12.2007</b>  | <b>k 31.12.2008</b>  | <b>k 31.12.2008</b> | <b>k 31.12.2008</b> |
| Dlh verejnej správy - maastrichtský              | 16 770               | 18 053               | 18 613               | 27,6                | 100,0               |
| Štátny dlh (vrátane vkladov dobrov. klientov ŠP) | 16 127               | 17 335               | 17 684               | 26,3                | 95,0                |
| Dlh ostatných zložiek verejnej správy            | 643                  | 717                  | 929                  | 1,4                 | 5,0                 |

Zdroj: MF SR

## **2. Vyhodnotenie plnenia cieľov stanovených v stratégii**

Z hľadiska súčasného stavu dlhového portfólia schválená stratégia riadenia štátneho dlhu pre roky 2007 až 2010 vychádza z potrieb zlepšovania a udržiavania súčasného stavu parametrov štátneho dlhu. Hlavné ciele stratégie sú:

1. Zmenšenie počtu emisií nových štátnych cenných papierov a štandardizovanie veľkosti jednotlivých emisií.
2. Zlepšenie transparentnosti zámerov emitenta (MF SR) a jeho komunikácie s investormi a finančnými tržmi.
3. Optimalizácia nákladov (výdavkov) štátneho rozpočtu na obsluhu štátneho dlhu.
4. Dosiahnutie a udržanie stanovených limitov pre refinančné a úrokové riziko, ako aj udržanie dosiahnutej priemernej splatnosti portfólia štátnych cenných papierov a durácie portfólia štátnych cenných papierov ako sekundárnych veličín.
5. Postupné zväčšovanie podielu štátneho dlhu v zahraničných menách v pomere k slovenským korunám.
6. Prehodnotenie a v prípade vhodných podmienok na trhu uskutočnenie emisie štátnych dlhopisov pre obyvateľstvo.

### **2.1. Zmenšenie počtu emisií nových štátnych cenných papierov a štandardizovanie ich veľkosti**

V roku 2008 bola otvorená len jedna nová emisia ŠD (so splatnosťou 3 roky a s nulovým kupónom). V roku 2009 boli dosiaľ otvorené dve nové emisie štátnych dlhopisov ŠD (4 ročný s fixným kupónom a 6 ročný s pohyblivým kupónom). Pri emisii v roku 2008 bola zachovaná maximálna menovitá hodnota 40 mld. Sk, pri ostatných dvoch emisiách otvorených v roku 2009 bola maximálna menovitá hodnota stanovená na 1,5 mld. Eur. Splatnosť nových štátnych dlhopisov bola určená na základe požiadaviek trhu (investorov), pričom bol braný do úvahy aj profil splatnosti štátneho dlhu v jednotlivých rokoch. V roku 2008 ARDAL uskutočňovala aukcie na primárnom trhu so 6-timi otvorenými emisiami, z ktorých pri troch bola dosiahnutá maximálna hodnota a ich predaj bol ukončený.

### **2.2. Zlepšenie transparentnosti zámerov emitenta (MF SR)**

Ako každý rok aj v roku 2008 ARDAL pokračovala v štandardnej komunikácii s finančnými tržmi a investormi doma aj v zahraničí. V závere roka 2008 bol vypracovaný a zverejnený záväzný harmonogram emisií a aukcií štátnych cenných papierov na rok 2009. Publikovanie záväzného harmonogramu na celý rok vopred a jeho záväznosť sú pozitívne hodnotené domácimi a zahraničnými investormi a finančnými tržmi a uverejnením harmonogramu na rok 2009 sa Slovensko zaradilo k nemnohým krajinám, ktoré napriek kríze na finančných trhoch nezmenili správanie.

Na pravidelných interaktívnych stretnutiach s investormi ARDAL informoval o aktuálnych zámeroch MF SR a ARDAL v oblasti primárneho a sekundárneho trhu štátnych cenných papierov. Predmetom stretnutí bolo aj vyhodnotenie aukcií štátnych cenných papierov v uplynulom období.

### **2.3. Optimalizácia nákladov štátneho rozpočtu na obsluhu štátneho dlhu**

Priemerná úroková sadzba novo emitovaných štátnych dlhopisov na domácom trhu oproti roku 2007 v súlade s pohybom úrokových sadzieb na trhu vzrástla zo 4,160 % p. a. na 4,650 % p. a. Kreditné (rizikové) marže v roku 2008 enormne vzrástli u všetkých krajín. V prípade Slovenska uvedená marža narástla, ale vďaka vstupu do EMU bol nárast najmenší z nových členských krajín EÚ.

Na európskom kapitálovom trhu neboli od začiatku roku 2008 vhodné podmienky pre emisiu slovenského Eurobondu a po krachu Lehman Brothers v septembri sa zhoršili natoľko, že bolo rozhodnuté odložiť emisiu Eurobondu až na rok 2009.

K 31.12.2008 bola priemerná úroková sadzba portfólia nesplatených štátnych dlhopisov denominovaných v slovenských korunách 4,406 % p. a. (vážená hodnotou), štátnych dlhopisov denominovaných v EUR 4,804 % p. a. a celého portfólia 4,501 % p. a. (nárast z hodnoty 4,464 % p. a. z konca roka 2007).

### **2.4. Vyhodnotenie ukazovateľov stanovených v stratégii**

Pre udržiavanie refinančného a úrokového rizika na akceptovateľnej úrovni bol stratégiou zavedený systém monitorovania a vyhodnocovania týchto rizík, podobne ako v iných krajinách eurozóny. Bol zavedený limit

kumulatívnej splatnosti a precenenia dlhu vrátane úrokov v jednom roku a limitu kumulatívnej splatnosti a precenenia dlhu vrátane úrokov do 5 rokov. Zavedené hraničné hodnoty a ich dodržiavanie pozitívne vplyvajú aj na vývoj priemernej splatnosti a durácie, ktoré sú sledované až ako sekundárne veličiny.

V prípade refinančného rizika je strategickým zámerom dodržiavanie limitu kumulatívnej splatnosti v jednom roku na 22,5 % celkového dlhu a limit kumulatívnej splatnosti na najbližších 5 rokov na 60 % celkového dlhu.

V prípade rizika z precenenia je smerodajný limit na precenenie štátneho dlhu v prvom roku na úrovni 25 % celkového dlhu a kumulatívne za 5 rokov na úrovni 65 % celkového dlhu.

#### Refinančné riziko

Kumulatívna splatnosť v jednom roku k 31.12.2008 bola 21,36 % (k 30.6.2009 je to 21,38 %) z celkovej hodnoty dlhu (maximum podľa stratégie je 22,5 %) a kumulatívna splatnosť na najbližších 5 rokov 57,86 % z celkovej hodnoty dlhu (k 31.6.2009 je to 62,07 %), pričom limit je maximálne 60 %. Z toho vyplýva, že v súčasnosti sa mierne neplní len limit pri 5 ročnej kumulatívnej splatnosti. Kríza na finančných trhoch, príklon investorov k veľmi krátkym splatnostiam a nevýhodné podmienky na vydanie eurobondu pomocou syndikátu zapríčinilo zväčšenie podielu finančných prostriedkov (so splatnosťou do 1 roka) použitých zo systému Štátnej pokladnice (ŠP) oproti začiatku roka 2008, čím sa zmenila štruktúra krytia dlhu. K 31.12.2008 MF SR prostredníctvom refinančného systému ŠP využívalo pre potreby krytia dlhu 2,30 mld. EUR (69,35 mld. Sk).

#### Ukazovatele refinančného rizika:

| Roky | Refinančné riziko k 31.12.2008 |                        |        | Refinančné riziko k 30.6.2009 |                        |        |
|------|--------------------------------|------------------------|--------|-------------------------------|------------------------|--------|
|      | Účtovný dlh                    | Dlh podľa Maastrichtu* | Limit  | Účtovný dlh                   | Dlh podľa Maastrichtu* | Limit  |
| 1    | 21,36%                         | 19,47%                 | 22,50% | 21,38%                        | 18,69%                 | 22,50% |
| 5    | 57,86%                         | 56,84%                 | 60,00% | 62,07%                        | 60,77%                 | 60,00% |

\* Dlh podľa Maastrichtu nezahŕňa záväzky MF SR voči Štátnej pokladnici.

#### Úrokové riziko

Stanovený limit z precenenia štátneho dlhu v prvom roku na úrovni 25 % celkového dlhu bol aj v minulosti prekročený a dosahoval k 31.12.2008 hodnotu 29,53 % (k 30.6.2009 sa zhoršil na 30,72 %). Pri posudzovaní kumulatívnej hodnoty za 5 rokov bol stanovený limit na úrovni 65 % celkového dlhu dodržaný. Ku koncu roka 2008 dosahoval hodnotu 59,91 % z celkového dlhu (k 30.6.2009 je tento limit mierne prekročený 65,26 %).

#### Ukazovatele úrokového rizika:

| Roky | Úrokové riziko k 31.12.2008 |                        |        | Úrokové riziko k 30.6.2009 |                        |        |
|------|-----------------------------|------------------------|--------|----------------------------|------------------------|--------|
|      | Účtovný dlh                 | Dlh podľa Maastrichtu* | Limit  | Účtovný dlh                | Dlh podľa Maastrichtu* | Limit  |
| 1    | 29,53%                      | 27,83%                 | 25,00% | 30,72%                     | 28,35%                 | 25,00% |
| 5    | 59,91%                      | 58,94%                 | 65,00% | 65,26%                     | 64,07%                 | 65,00% |

\* Dlh podľa Maastrichtu nezahŕňa záväzky MF SR voči Štátnej pokladnici.

V porovnaní s inými európskymi krajinami MF SR prostredníctvom systému ŠP využíva voľné verejné zdroje v oveľa väčšom rozsahu, čo prináša väčšie šetrenie výdavkov štátneho rozpočtu, ale zároveň zhoršenie niektorých dôležitých podielových ukazovateľov štátneho dlhu. Zdroje zo ŠP majú krátkodobý charakter a preto zhoršujú ukazovatele refinančného rizika, avšak pri ich využívaní nehrozí nedostatok likvidity, nakoľko tieto zdroje „neopustia“ systém v krátkom časovom horizonte a neočakávane. Podobne pri úrokovom riziku, zdroje zo ŠP, vzhľadom na ich charakter, reagujú na zmeny krátkodobých úrokových sadzieb na trhu, avšak ich zmeny nie sú výraznejšie ako zmeny trhových sadzieb.

Zlepšenie týchto ukazovateľov by bolo možné úpravami cez finančné deriváty (prevažne úrokové swapy), ktoré sú bežne využívané v iných dlhových agentúrach, zmenou pohyblivých úrokových sadzieb na fixné. Predpokladom realizácie týchto obchodov je dobudovanie potrebnej infraštruktúry, najmä zlepšenie podmienok platobného styku, účtovnej metodiky a podpísanie tzv. ISDA zmluvy. Daný stav je tiež možné vylepšiť aj prípadnou zahraničnou emisíou s fixným kupónom a splatnosťou 10 a viac rokov, nakoľko predaj takejto emisie na domácom trhu je pre nízky záujem zo strany investorov limitovaný.

### Vývoj durácie a priemernej splatnosti

Tieto veličiny sú, podľa Stratégie riadenia štátneho dlhu na roky 2007 až 2010 sledované až ako sekundárne. Uvedené ukazovatele sú na stabilnej úrovni viac rokov.

*Vývoj durácie a priemernej splatnosti portfólia dlhopisov a úverov:*

| Rok                        | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009* |
|----------------------------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| <b>Durácia</b>             | 2,8  | 2,43 | 3,55 | 3,16 | 3,99 | 4,13 | 4,39 | 4,22  |
| <b>Priemerná splatnosť</b> | 3,29 | 3,82 | 4,65 | 4,55 | 5,13 | 5,07 | 5,29 | 5,02  |

\* údaje k 30.06.2009

## 2.5. Optimalizácia podielu štátneho dlhu v domácej mene voči EUR

V súlade so zámerom uvedeným v stratégii riadenia dlhu vydať každý rok jeden Eurobond Slovensko malo v pláne emitovať v roku 2008 dlhopis na európskom trhu. Pretrvávajúce nevýhodné podmienky zapríčinené zhoršujúcou sa krízou na finančných trhoch spôsobili odklad emisie na druhý polrok. Pád banky Lehman Brothers v septembri 2008 a následné zastavenie obchodovania na trhoch znemožnilo akékoľvek úvahy o vydaní eurobondu prostredníctvom syndikátu.

Keďže začiatkom roku 2009 vstúpilo Slovensko do EMU, v ďalšom období je vydávanie dlhopisov v cudzích menách podmienené výhodnosťou takého zadĺženia v zmysle menších nákladov, alebo menšieho rizika (napr. diverzifikácia investorského portfólia, zmenšenie refinančného rizika, výhodná doba do splatnosti).

| Štruktúra dlhopisov podľa meny | XII-2006 | XII-2007 | XII -2008 | VI -2009 |
|--------------------------------|----------|----------|-----------|----------|
| EUR                            | 19,81%   | 24,24%   | 22,05%    | 100%     |
| SKK                            | 80,19%   | 75,76%   | 77,95%    | 0%       |

## 2.6. Prehodnotenie a v prípade vhodných podmienok na trhu uskutočnenie emisie štátnych dlhopisov pre obyvateľstvo.

Agentúra pre riadenie dlhu a likvidity v spolupráci s Ministerstvom financií SR pokračuje v príprave na uskutočnenie emisie dlhopisov pre obyvateľstvo v rámci primárneho trhu. MF SR predpokladá možnosť obchodovania s týmito cennými papiermi na sekundárnom trhu, pravdepodobne na Burze cenných papierov v Bratislave. Úspešnosť takejto emisie je závislá od podmienok na finančnom trhu, najmä od úrokových sadzieb. Občania kúpou tohto dlhopisu budú môcť získať bezrizikovú investíciu (na úrovni rizika Slovenskej republiky) s výnosom porovnateľným s výnosmi na finančnom a kapitálovom trhu. MF SR predpokladá dematerializovanú podobu tohto cenného papiera. Vlastníctvo bude registrované v Centrálnom depozitári cenných papierov.

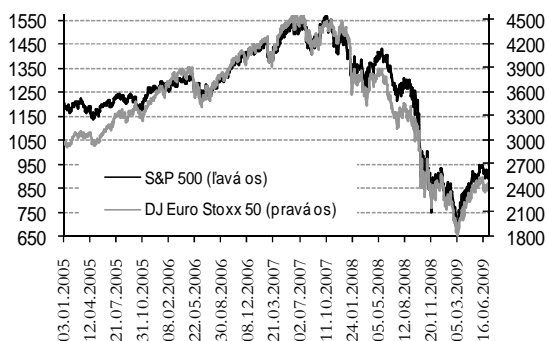
### 3. Makroekonomický a fiškálny vývoj

Finančné trhy v SR sú pod vplyvom prehlbujúcej integrácie a zrýchľujúcej ekonomickej konverencie a stávajú sa jednoznačnou súčasťou jednotného európskeho trhu vrátane trhu s finančnými aktívami. Z tohto hľadiska je pre vývoj slovenského finančného trhu rozhodujúci vývoj v eurozóne a okolitých krajinách v stredoeurópskom regióne. Ich výhľad je však podmienený trendmi v najväčších obchodných centrách v USA, eurozóne, Veľkej Británii či Japonsku.

#### 3.1. Globálna kríza

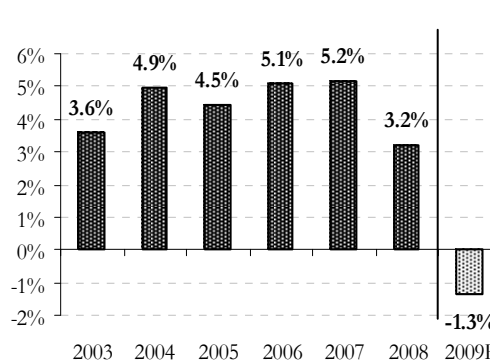
Najvýznamnejším faktorom vývoja finančných trhov, s následným vplyvom aj na Slovensko, bola globálna finančná a hospodárska kríza. Tlaky na finančný sektor a celková neistota vyústili do sprísňovania úverových štandardov a nedostatku likvidity, čo výrazne napomohlo prelievaniu problémov z finančných trhov do reálnej ekonomiky. Dôvera v budúci ekonomický vývoj vyjadrená v indikátoroch ekonomického sentimentu sa vo viacerých krajinách vplyvom krízy výrazne zhoršila. Od druhej polovice roka 2008 sa tieto tendencie začali negatívne premietiť do ukazovateľov reálnej ekonomiky vyspelých krajín. Medzi prvé príznaky sa zaradili výrazné poklesy stavebných objednávok, ku koncu roka 2008 mnohé krajiny zaznamenali výrazné prepady priemyselnej produkcie a zahraničného obchodu. Práve transmisný kanál zahraničného obchodu rozšíril krízu do celého sveta a čoraz viac sa začal skloňovať pojem globálna ekonomická kríza. Väčšina rozvinutých ekonomík sa dostala do recesie a rozvíjajúce sa ekonomiky zaznamenali výrazný pokles ekonomickej aktivity. Svetový obchod sa prepadáva a medzinárodné finančné toky sa oslabujú. Vo svojej poslednej prognóze z apríla 2009 to potvrdil aj MMF, podľa ktorého by mala ekonomika sveta poklesnúť v roku 2009 o 1,3%, čo je najväčší pád za posledných 60 rokov. Očakáva sa, že svetový finančný systém po určitej stabilizácii bude čeliť ďalšiemu náporu, keď sa negatívny vývoj v reálnej ekonomike odrazí späť do finančného systému, prostredníctvom zhoršenej platobnej schopnosti podnikov a domácností. Aktualizácia správy Medzinárodného menového fondu o finančnej stabilite z apríla tohto roka naznačuje ďalšie zhoršenie podmienok a rizík ovplyvňujúcich finančnú stabilitu vo svete.

Vývoj na akciových trhoch



Zdroj: REUTERS

Vývoj svetového HDP



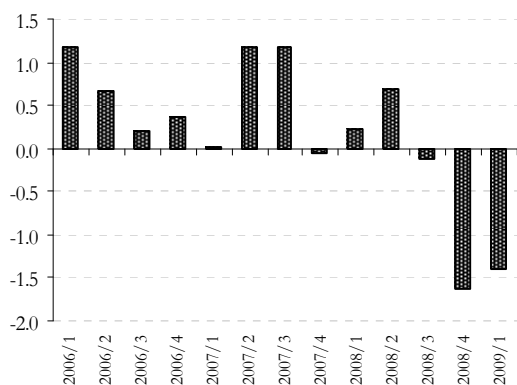
Zdroj: MMF

#### 3.2. Ekonomický vývoj v USA a eurozóne

Ekonomický vývoj v USA bol jednoznačne pod vplyvom hypotekárnej krízy, keď sa v druhej polovici roka 2008 prehĺbili problémy vyvolané krízou a v USA zaznamenali medzikvartálny pokles HDP. Napriek tomu sa ekonomike USA v roku 2008 podarilo rásť na úrovni 1,1% a to vďaka rozsiahlym fiškálnym stimulom z prvej polovice roka. Pokles ekonomiky sa prehĺbil predovšetkým v štvrtom kvartáli, keď HDP zaznamenalo medzikvartálny pokles o 1,6%. V prvom kvartáli 2009 prišlo k ďalšiemu poklesu o 1,4%, čo sa nepriaznivo odrazilo na ukazovateľoch nezamestnanosti, ktorá stúpila na úroveň 8,1% (v roku 2008 5,8%). V roku 2009 by podľa prognóz Európskej komisie malo prísť k nárastu nezamestnanosti na úroveň 8,9%. V prvých mesiacoch roka 2009 pokračoval výrazný prepád priemyselnej produkcie, ktorý v apríli zaznamenal pokles o 14,3%. Prehĺbenie recesie a pokles svetových cien komodít sa podpísal pod pokles inflačných tlakov. Inflácia meraná indexom spotrebiteľských cien zaznamenala v marci a apríli pokles na úrovni 0,4 resp. 0,7%. Na výrazný pokles ekonomickej aktivity reagovala americká centrálna banka FED bezprecedentnými zníženiami základnej úrokovej sadzby (tzv. federal funds target rate). Od septembra 2007 do apríla 2009 FED znížil sadzby dokopy až o 5,00 p.b. (z 5,25% na 0,25%).



### Reálny rast HDP v USA (zmena oproti predošlému štvrťroku)



Zdroj: OECD

### Vývoj výmenného kurzu USD/EUR



Zdroj: REUTERS

Rast reálneho HDP v eurozóne dosiahol hodnotu 0,7% v roku 2008, predovšetkým v druhej polovici roka sa prejavili dôsledky krízy. V prvom štvrťroku 2009 prišlo k poklesu ekonomiky medziročne o 2,5%, čo je najväčší kvartálny pokles od 70 rokov minulého storočia. Na pozadí poklesu je predovšetkým pokles stavu zásob a ďalší prepád investícií. Priemyselná produkcia klesla v marci o 17,5% a vývoj ukazovateľa priemyselných objednávok nateraz nenaznačuje žiadne zlepšenie. Európska komisia očakáva, že krajiny eurozóny zaznamenajú v roku 2009 pokles HDP na úrovni 4,0%. Nezamestnanosť ešte v roku 2008 plne nereflektovala výrazné zníženie ekonomického rastu, keď prišlo len k miernemu nárastu nezamestnanosti na úroveň 7,6% (v roku 2007 7,5%). V roku 2009 sa však už naplno prejavujú efekty poklesu ekonomickej aktivity. V apríli 2009 sa jej hodnota vyšplhala na úroveň 9,2%, na celý rok Európska komisia očakáva nezamestnanosť na úrovni 9,9%. Vzhľadom na zhoršujúci sa ekonomický vývoj eurozóny, pri poklese rastu cien (v máji bola hodnota HICP 0,6%) pristúpila ECB k niekoľkonásobnému znižovaniu sadzieb zo 4,25% (október 2008) až na súčasnú úroveň 1,0 %.

### 3.3. Ekonomický vývoj v SR

Po spomaľujúcom sa, aj keď stále vysokom raste na úrovni 6,4% v roku 2008 zažila slovenská ekonomika v prvom štvrťroku 2009 nepríjemný šok v podobe ekonomického poklesu o 5,6%, spôsobeného predovšetkým poklesom zahraničného dopytu po slovenských exportoch. Pokles však zaznamenali takmer všetky zložky použitia HDP. Reálna mzda vzrástla v prvom štvrťroku o 1,6% (oproti 3,3% v roku 2008) a po dlhej dobe tak znova predbehla vývoj produktivity práce, ktorý dokonca klesol, keďže zamestnanosť poklesla medziročne len o 0,1%. Miera nezamestnanosti (podľa VZPS) tak zostala zachovaná na úrovni 10,5%. V roku 2008 dosiahol deficit bežného účtu platobnej bilancie úroveň 4,4 mld. Eur, pričom v porovnaní s rokom 2007 bol o 1,1 mld. Sk vyšší, vplyvom rastu deficitu bilancie tovarov aj služieb. Za prvé 3 mesiace roku 2009 dosiahlo saldo bežného účtu -576,4 mil. eur.

Zhoršujúci sa vývoj bol premietnutý aj do prognózy makroekonomického vývoja. V roku 2009 by mala ekonomika reálne klesnúť o 6,2%. Príčinou takéhoto vývoja HDP na Slovensku je spomalenie rastu u našich obchodných partnerov, čo má za následok zníženie dopytu po slovenských vývozočoch a z neho vyplývajúce sekundárne efekty – pokles zamestnanosti, spotreby a investícií. Medzi ďalšie faktory ovplyvňujúce ekonomický vývoj patrí ochladzovanie úverovej aktivity, keďže celková hodnota úverov v ekonomike stagnuje, pričom medzi novými úvermi dominujú prevádzkové úvery. Konjunkturálne prieskumy ukazujú klesajúci trend indikátora ekonomického sentimentu už od druhej polovice 2007. Globálna kríza sa prejaví aj v nižšej inflácii, raste nezamestnanosti, ako aj horšom salde bežného účtu platobnej bilancie. Dno aktuálnej krízy sa očakáva v roku 2010, pričom vývoj ekonomiky sa bude následne mierne zlepšovať.

| PROGNÓZA MF SR - HLAVNÉ INDIKÁTORY EKONOMIKY (jún 2009) |                                       |       |          |      |      |      |
|---------------------------------------------------------|---------------------------------------|-------|----------|------|------|------|
| P.č.                                                    | Ukazovateľ (v %)                      | Skut. | Prognóza |      |      |      |
|                                                         |                                       | 2008  | 2009     | 2010 | 2011 | 2012 |
| 1                                                       | HDP, reálny rast                      | 6,4   | -6,2     | 1,1  | 3,4  | 4,8  |
| 2                                                       | spotreba domácností, reálny rast      | 6,1   | -1,7     | 0,9  | 2,1  | 3,3  |
| 3                                                       | investície, reálny rast               | 6,8   | -5,1     | 1,9  | 2,5  | 3,3  |
| 4                                                       | Import tovarov a služieb, reálny rast | 3,3   | -17,4    | 0,3  | 4,4  | 5,9  |
| 5                                                       | export tovarov a služieb, reálny rast | 3,2   | -19,2    | -1,0 | 6,2  | 8,5  |
| 6                                                       | zamestnanosť (VZPS), rast             | 3,2   | -3,2     | -0,9 | 0,7  | 1,3  |
| 7                                                       | miera nezamestnanosti (VZSP)          | 9,6   | 12,5     | 13,4 | 13,2 | 12,6 |
| 8                                                       | reálna mzda, rast                     | 3,3   | 0,3      | 0,2  | 1,4  | 2,2  |
| 9                                                       | inflácia (priemer ročná; HICP)        | 3,9   | 1,4      | 2,5  | 3,3  | 2,9  |
| 10                                                      | bežný účet, (podiel na HDP)           | -6,5  | -7,1     | -7,3 | -6,7 | -5,3 |

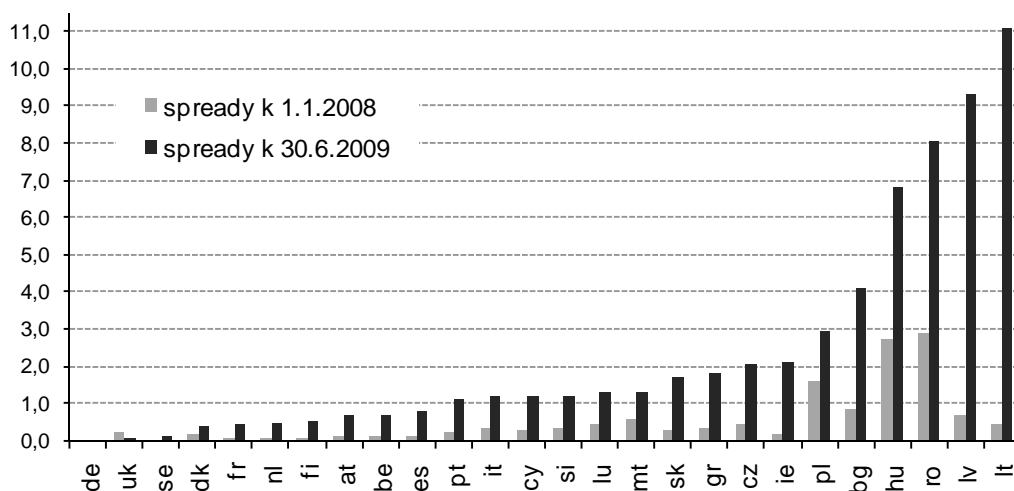
Zdroj: ŠÚ SR, MF SR

### 3.4. Vývoj na európskom a slovenskom dlhopisovom trhu

Negatívny vývoj na svetových finančných trhoch, v reálnej ekonomike, pretrvávajúca averzia investorov k riziku a potreba financovania rozsiahlych fiškálnych stimulačných balíčkov sa preniesla aj na európsky dlhopisový trh. Z dôvodu narastajúcej nervozity a nedôvery investorov sa už počas septembra roku 2007 na sekundárnom kapitálovom trhu takmer prestali obchodovať dlhopisy krajín strednej a východnej Európy (SVE). Kvôli násobnému zväčšeniu obchodnej marže (kúpa – predaj) bolo na paneurópskom burzovom trhu MTS uskutočnených len niekoľko obchodov. V kótovaní dlhopisov krajín SVE došlo na všetkých trhoch k značnému útlmu až k dočasnému pozastaveniu. Situácia sa ešte zhoršila po bankrote banky Lehman Brothers v septembri 2008 a až masívne injekcie hotovosti do finančných trhov vo väčšine krajín EU ale najmä v USA zastavili zhoršovanie a viedli k postupnému miernemu zlepšovaniu finančných trhov na situáciu pred bankrotu Lehman Brothers.

Základným znakom nepriaznivej situácie a averzie investorov k riziku bolo výrazné zvýšenie spreadov vo všetkých segmentoch finančného trhu. Nárast sa najviac prejavil na medzibankovom peňažnom trhu a neskôr pri rizikovej prirážke dlhopisov podnikovej sféry a vládnych cenných papierov. Spready štátnych dlhopisov voči nemeckým bundom sa oproti začiatku roku 2008 zvýšili vo všetkých krajinách Európskej únie. Najvýraznejší nárast spreadov zaznamenali krajiny, ktoré boli krízou zasiahnuté najtvrdšie, t.j. predovšetkým pobaltské krajiny. Aj pri niektorých rozvinutých krajinách eurozóny sa spready z takmer nulovej úrovne začiatkom roka 2008 dostali až k hodnote 1 p.b. Spready Slovenska sa v posledných mesiacoch pohybujú tesne pod úrovňou 2 p.b. a sú 17. najvyššie v rámci EÚ a 14. najvyššie v rámci eurozóny. Z krajín eurozóny má vyššie spready štátnych dlhopisov Grécko a Írsko.

Spready 10 ročných dlhopisov krajín EÚ oproti nemeckým bundom (p.b.)



Zdroj: Reuters

Nárast nedôvery investorov sa prejavil aj na primárnom trhu. Krajiny SVE zrušili alebo odložili emisie zahraničných dlhopisov. Emitované boli len dlhopisy krajín, ktoré súrne potrebovali finančné zdroje na pokrytie svojich aktuálnych potrieb (spltné záväzky). Niektoré krajiny (Maďarsko, Lotyšsko a iné) vzhľadom k nemožnosti vydať dlhopisy boli nútené požiadať o pomoc EC, IMF a WB.

Podmienkam na peňažnom a kapitálovom trhu zmeneným v dôsledku krízy bola prispôbená aj emisná politika. Relatívne dobré podmienky na vydávanie domácich štátnych dlhopisov ARDAL využila najmä do septembra 2008. Naopak, od septembra z dôvodu menej priaznivých úrokových sadzieb, ale hlavne nedostatočnému dopytu boli akceptované menšie množstvá v jednotlivých aukciách. Z týchto dôvodov neboli v roku 2008 emitované dlhopisy v množstve predpokladanom pri zostavovaní rozpočtu. V roku 2008 bolo plánované vydanie dlhopisov v účtovnej hodnote 75,4 mld. Sk. (vrátane emisie eurobondu) a skutočne vydaných bolo 52,591 mld. Sk vrátane emisií štátnych pokladničných poukázok. Zvyšok potrieb bol pokrytý zdrojmi zo Štátnej pokladnice.

Z dôvodu krízy pretrvávajúcej na finančných trhoch nebol v roku 2008 emitovaný slovenský Eurobond, ako to bolo pôvodne plánované. Po čiastočnom zlepšení situácie na európskom trhu uskutočnilo Slovensko v máji 2009 pomocou syndikátu emisiu dlhopisu vydanú v zahraničí v menovitej hodnote 2 mld. €. Vzhľadom k očakávanému rozšíreniu krízy do reálnej ekonomiky a jej následnému vplyvu na finančné potreby štátu sa plánované vydávanie dlhopisov a štátnych pokladničných poukázok v roku 2009 v účtovnej hodnote zmenilo zo sumy približne 4 mld. € na hodnotu približne 7,5 mld. €. Do konca júna bolo skutočne vydaných 5,145 mld. € v menovitej hodnote. (údaje vrátane emisie eurobondu).

### **3.5. Fiškálny výhľad**

Stratégia fiškálnej politiky prezentovaná v rámci Programu stability Slovenska na roky 2008 až 2012 (apríl 2009) stanovila za cieľ opätovne začať s konsolidáciou verejných financií od roku 2010 a znížiť deficit verejnej správy pod 3% HDP do roku 2011. Vzhľadom na výrazné zhoršenie makroekonomického výhľadu od obdobia prípravy uvedeného dokumentu možno konštatovať, že nie je možné a ekonomicky opodstatnené naplniť cieľ zníženia deficitu v danom termíne. Táto skutočnosť však nemení stratégiu vlády pokračovať v konsolidácii verejných financií od roku 2010.

Nové fiškálne ciele budú prezentované v rámci návrhu rozpočtu verejnej správy na roky 2010 až 2012. Východiskom pre ich stanovenie je očakávaný vývoj v roku 2009, ktorý bude výrazne negatívne ovplyvnený prepadom ekonomiky a s tým súvisiacim prepadom daňových a odvodových príjmov. Je možné očakávať v strednodobom horizonte podstatné zvýšenie deficitov aj verejného dlhu oproti schválenému rozpočtu verejnej správy na roky 2009 – 2011. Vzhľadom na to, že štátny dlh je rozhodujúcou zložkou verejného dlhu, zhoršené fiškálne ukazovatele budú hlavnou výzvou pre riadenie štátneho dlhu v strednodobom horizonte.

### **3.6. Vplyv vstupu Slovenska do eurozóny na riadenie dlhu a likvidity**

Zavedenie Eura ako domácej slovenskej meny sa odohralo počas krízy na finančných trhoch a na začiatku krízy v reálnej ekonomike a preto zhodnotenie jeho vplyvu je výrazne ovplyvnené dôsledkami krízy. Napr. ak by nenastala ekonomická kríza, s najväčšou pravdepodobnosťou by Slovensko získalo lepšie ratingové hodnotenie, čo by sa prejavilo v priaznivejších rizikových maržiach pri emisiách cenných papierov.) Kríza na finančných trhoch spôsobila, že väčšina EU krajín vydávala kalendáre emisií a aukcií len na krátke obdobie a zmenila správanie na pružnejšie – oportunistickéjšie.

Pri vstupe Slovenska do eurozóny začiatkom roku 2009 bola uskutočnená redenominácia záväzkov štátu v súlade s ustanoveniami Zákona o zavedení meny euro v Slovenskej republike č. 659/2007 Z.z. v znení neskorších predpisov. Na rozdiel od krajín EMU (15) na Slovensku nebola redenominácia cenných papierov spojená s renominalizáciou, takže aj v súčasnosti jestvujú viaceré menovité hodnoty štátnych cenných papierov. Obchodný systém BCPB, a.s. ako aj registračný systém CDCP, a.s. boli počas roka 2008 v spolupráci (konzultácie) s NBS a ARDAL pripravené na redenomináciu, takže obchodovanie bez problémov pokračovalo aj po prechode na euro v roku 2009. Podobne aukčný aj obchodný systém ARDAL a účtovné systémy ŠP a MF SR umožnili bezproblémový a plynulý prechod na menu Euro. Keďže CDCP a.s. aj BCPB, a.s. splnili požiadavky ECB, sú všetky slovenské štátne cenné papiere (vrátane štátnych pokladničných poukázok) akceptovateľnými aktivitami, použiteľnými ako zábezpeka v operáciách menovej politiky ECB.

Ku koncu roka 2008 bol na slovenskom peňažnom trhu veľký prebytok likvidity (približne 400 mld. Sk), ktorý NBS sterilizovala prostredníctvom PP NBS a sterilizačných repotendrov. Keďže bankový sektor eurozóny je naopak

refinancovaný z ECB, po zrealizovaní kurzových ziskov z posilňovania slovenskej koruny voči euru bolo všeobecne očakávané sťahovanie likvidity zo slovenského bankového sektora po vstupe do EMU ešte umocnené repatriáciou finančných zdrojov. Táto sa prejavila na celom svete ako reakcia na krízu na finančných trhoch. ARDAL sa podarilo v prvom polroku 2009 získať z týchto zdrojov v aukciách štátnych dlhopisov 2,247 mld. €.

Dopyt investorov v aukciách slovenských štátnych dlhopisov vydávaných na domácom trhu zaznamenával v uplynulých rokoch klesajúci trend. V roku 2008, poslednom roku slovenskej koruny a krízovom roku finančných trhov, celkový dopyt v aukciách dosiahol 101 mld. Sk. Naproti tomu za prvý polrok roku 2009 bol celkový dopyt 5,6 mld. € (168 mld. Sk), čo možno pripísať nielen sprísneniu podmienok pri poskytovaní úverov, ale aj väčšej averzii voči riziku na trhu s akciami. Do budúcnosti, najmä pri návrate ekonomík k rastu, rozvoju úverových aktivít a zmenšeniu averzie k riziku sa bude pravdepodobne tok zdrojov domácich investorov investovaných do štátnych cenných papierov znižovať.

## 4. Odporúčania pre stratégiu riadenia štátneho dlhu

### 4.1. Pre roky 2009 a 2010

Napriek tomu, že v súčasnom období nie sú spĺňané všetky parametre portfólia, pre obdobie rokov 2009 až 2010 nie je vhodné v spôsobe riadenia štátneho dlhu niečo podstatné meniť. Prioritou nasledujúceho obdobia bude ďalšia internacionalizácia krytia štátneho dlhu SR. Trvalou prioritou však zostane bezproblémové refinancovanie štátneho dlhu a zabezpečenie primeranej likvidity štátu. Dôraz bude kladený, tak ako v predchádzajúcich rokoch, na minimalizáciu, resp. optimalizáciu výdavkov dlhovej služby štátu pri zachovaní akceptovateľnej miery rizika. Úspešnosť riadenia štátneho dlhu bude v rozhodujúcej miere ovplyvnená situáciou a podmienkami na európskom finančnom trhu.

Riadenie štátneho dlhu sa v rokoch 2009 a 2010 zameria okrem hlavných priorít schválených v „Stratégii riadenia štátneho dlhu 2007 až 2010“, na nasledujúce strategické úlohy:

V čo najväčšej miere zabezpečenie harmonizácie procesov a nástrojov so štandardami kapitálového trhu EMU  
Dolaďovanie parametrov štátneho dlhu prostredníctvom trhových nástrojov vrátane finančných derivátov.

Vytvorenie systému primárnych dealerov Slovenskej republiky s povinnosťami a právami podľa štandardov krajín HMÚ.

V maximálne možnej miere efektívne využívanie finančných zdrojov verejného sektora sústredených v Štátnej pokladnici na dočasné krytie finančných potrieb štátu.

Vydávanie najmenej jednej benchmarkovej emisie ročne so splatnosťou minimálne 5 rokov s celkovou nominálnou hodnotou najmenej 1 mld. EUR pomocou syndikátu.

Vybudovanie systému na predaj štátnych dlhopisov pre obyvateľstvo na primárnom trhu; v prípade vhodných trhových podmienok uskutočnenie najmenej jednej emisie dlhopisov pre obyvateľstvo.

Analyzovanie možností alternatívneho financovania štátneho dlhu mimo eurozóny a v prípade vhodnosti podmienok vydanie zahraničnej emisie mimo eurozóny.

### 4.2. Výhľad financovania pre roky 2011 až 2012

Kríza na finančných trhoch, ktorá začala v roku 2008 bude zrejme len pomaly odznievať a je predpoklad, že priblíženie sa k predkrízovým úrovniam rizikových marží potrvá niekoľko rokov. V rokoch 2011 – 2012 sa všeobecne očakávajú ešte stále veľké nielen rizikové marže, ale aj veľké rozdiely rizikových marží rôznych krajín. Až do roku 2012 nemožno očakávať, že do EMU vstúpi ďalšia krajina a teda Slovensko bude na dlhé obdobie najmladším členom menovej únie. To sa bude odrážať aj v prístupe investorov kupujúcich slovenské cenné papiere.

Pokiaľ sa ekonomiky našich hlavných obchodných partnerov nezotavia z krízy, nie je možné očakávať ani veľký rast slovenskej ekonomiky. Z toho vyplýva, že v najbližších rokoch nie je pravdepodobný ani výrazný pokles nezamestnanosti, ani významný nárast príjmov štátneho rozpočtu. Podobný vývoj možno predpokladať vo väčšine krajín celej EMU. V pokračujúcej depresii ekonomík (resp. vo fáze stagnácie) budú deficity štátnych rozpočtov väčšiny krajín značne väčšie ako vo fáze rastu, a preto sa očakáva, že každý rok bude hodnota dlhopisov vydaných na európskom trhu väčšia. To bude spolu s odlevom finančných zdrojov do akciového trhu a do úverov spôsobovať nárast úrokových sadzieb dlhopisov a napriek možnému zmenšovaniu rizikovej marže spôsobovať nárast efektívnych úrokových nákladov. Dôležitým procesom na finančných trhoch bude sťahovanie voľnej likvidity (FED, ECB), ktorá sa dostala na trh pri záchrane peňažných trhov tak, aby nespôsobilala zväčšenie inflácie alebo naopak aby nezabzdila oživenie.

Naďalej aj pre obdobie rokov 2011 a 2012 je potrebné zachovať stabilitu a nemeniť parametre (stanovené pre refinančné riziko a refixačné riziko) portfólia štátneho dlhu. V uvedených rokoch bude vhodné udržať na trhu také množstvo ŠPP (4 až 8 mld. €), aké umožnia benchmarkové parametre dlhového portfólia. Na dosiahnutie stanovených parametrov bude potrebné vydávať dlhopisy so splatnosťou 10 alebo viac rokov. Predpokladané splatné hodnoty dlhopisov a úverov (2,6 mld. € v roku 2011 a 1,7 mld. € v roku 2012) spolu s deficitmi rokov 2010 a 2011 umožnia vydávanie väčších (likvidnejších) emisií dlhopisov 2 až 3 mld. €.