

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA

Evidenčné číslo: 101006/B/2019/36103158109783556

MOŽNOSTI FINANCOVANIA VEREJNÉHO DLHU VO
VYBRANEJ KRAJINE EUROZÓNY

Bakalárska práca

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA

MOŽNOSTI FINANCOVANIA VEREJNÉHO DLHU VO
VYBRANEJ KRAJINE EUROZÓNY

Bakalárska práca

Študijný program:	Financie, bankovníctvo a investovanie
Študijný odbor:	Financie, bankovníctvo a investovanie
Školiace pracovisko:	KT NHF - Katedra financií NHF
Vedúci záverečnej práce:	Ing. Matej Boór, PhD

Bratislava 2019

Tomáš vajda

Čestné vyhlásenie

Čestne vyhlasujem, že záverečnú prácu som vypracoval samostatne a uviedol všetku použitú literatúru.

Dátum:

Tomáš Vajda

Pod'akovanie

Chcel by som sa pod'akovať vedúcemu mojej bakalárskej práce Ing. Matejovi Boórovi PhD., za jeho odbornú pomoc, odborné rady a usmernenie pri písaní záverečnej práce.

Abstrakt

VAJDA, Tomáš: *Možnosti financovania verejného dlhu vo vybranej krajine eurozóny*. [Bakalárska práca] – Ekonomická univerzita v Bratislave . Národohospodárska fakulta; Katedra financií – Vedúci záverečnej práce: Ing. Matej BOÓR PhD. Bratislava: EUBA, 2019, 50 s.

Cieľom záverečnej práce je poukázať na možnosti financovania verejného dlhu na Slovensku a v Rakúsku pomocou rôznych stratégií a manažmentu, ktoré tieto štáty používajú. Práca je rozdelená do štyroch kapitol. Obsahuje osem tabuliek a sedem grafov. Prvá kapitola je venovaná definícii verejného dlhu, kategorizácii faktorov ovplyvňujúcich verejný dlh ako aj opísaniu manažmentu, opatrení, stratégií a rizík spojených z verejným dlhom. V druhej kapitole sú opísané ciele a bakalárskej práce a metódy, ktoré boli využité pri písaní predkladanej bakalárskej práce. Tretia kapitola je venovaná fiškálnym nástrojom a porovnaniu emisií dlhových cenných papierov na Slovensku a v HMÚ ako aj prognóze vývoja verejného dlhu. Štvrtá kapitola je venovaná porovnávaniu verejného dlhu Slovenska a Rakúska z hľadiska štruktúry a inštitúcií, ktoré spravujú verejný dlh. Výsledkom riešenia danej problematiky je porovnanie rozdielov a podobností v možnostiach financovania verejného dlhu na Slovensku a v Rakúsku.

Kľúčové slová:

Verejný dlh, manažment verejného dlhu, dlhové cenné papiere, Inštitúcie spravujúce štátny dlh

Abstract

VAJDA, Tomáš: *Public debt financing options in country of EMU*. [Bachelor Thesis]
– University of Economics in Bratislava. Faculty of National Economy; Department of Finance. – Thesis supervisor: Ing. Matej BOÓR PhD. Bratislava: NHF EU, 2019, 50 p.

The aim of the bachelor thesis is to point out the financing options of public debt in Slovakia and Austria using various strategies and management used by these countries. The thesis is divided into four chapters. It contains eight tables and seven charts. The first chapter is devoted to the definition of public debt, the categorization of factors affecting public debt, as well as the description of management, measures, strategies and risks associated with public debt. The second chapter describes the main aims and methods that were used in writing this bachelor thesis. The third chapter is devoted to fiscal instruments and the comparison of debt securities issues in Slovakia and in EMU, as well as the forecast of public debt. The fourth chapter is devoted to comparing the public debt of Slovakia and Austria in terms of the structure of the public debt and institutions that manage public debt. The solution to the problem is to compare differences and similarities in the financing options of public debt financing in Slovakia and Austria.

Key words:

Public debt, public debt management, debt securities, government debt institutions

Obsah

Úvod.....	8
1 Súčasný stav riešenej problematiky	10
1.1 Definícia verejného dlhu	10
1.2 Faktory ovplyvňujúce výšku verejného dlhu	11
1.3 Manažment verejného dlhu	14
1.4 Refinancovanie a znižovanie rizík verejného dlhu.....	17
1.5 Súčasnú opatrenia na znižovanie verejného dlhu	19
1.6 Stratégia a ciele na riadenie verejného dlhu	21
2 Cieľ práce, metodika práce a metódy skúmania	23
3 Súčasný stav verejného dlhu v Eurozóne a jeho manažment	25
3.1 Nástroje fiškálnej politiky	25
3.2 Prognóza vývoja verejného dlhu v EÚ	28
3.2.1 Fiškálny vývoj v SR.....	29
3.2.2 Fiškálny vývoj v Eurozóne.....	29
4 Analýza ukazovateľov a faktorov verejného dlhu vo vybraných krajinách	
Eurozóny	30
4.1 Emisia dlhových cenných papierov	31
4.1.1 Slovenská republika.....	31
4.1.2 Hospodárska a menová únia	32
4.1.3 Porovnanie emisie dlhových cenných papierov v SR a HMÚ	33
4.2 Manažment verejného dlhu v Slovenskej republike a v Rakúsku.....	35
4.2.1 Inštitúcie zaoberajúce sa manažmentom verejného dlhu v SR	35
4.3.1 Verejný dlh SR	38
4.3.2 Inštitúcie zaoberajúce sa manažmentom verejného dlhu v Rakúsku	39
4.3.3 Verejný dlh Rakúska	41
4.3.4 Porovnanie Slovenskej republiky a Rakúska z hľadiska prístupov k manažmentu verejného dlhu	43
Záver	45
Zoznam použitej literatúry	47

Zoznam tabuliek

Tabuľka č. 1 Výška verejného dlhu v pomere k HDP	11
Tabuľka č. 2 Rozsah multiplikátorov podľa jednotlivých kategórií krajín	27
Tabuľka č. 3 Prehľad vývoja Verejného dlhu ako podielu na HDP v SR 2017-2021	29
Tabuľka č. 4 Prehľad vývoja Verejného dlhu ako podielu na HDP v Eurozóne	29
Tabuľka č. 5 zostatky emisií v SR za roky 2017-2019 v mil. €.	31
Tabuľka č. 6 Emisie v hrubom vyjadrení v SR za roky 2017-2019 v mil. €.	32
Tabuľka č. 7 Zostatky emisií v HMÚ za roky 2017-2019 v mld. €	33
Tabuľka č. 8 Emisie v hrubom vyjadrení v HMÚ za roky 2017-2019 v mld. €.	33

Zoznam grafov

Graf č. 1 Downsov model politického cyklu	12
Graf č. 2 Zostatky emisii DCP podľa jednotlivých sektorov v SR	34
Graf č. 3 Zostatky emisii DCP podľa jednotlivých sektorov v HMÚ	34
Graf č. 4 Prehľad vývoja a štruktúry verejného dlhu za predchádzajúce roky v mil. €.	38
Graf č. 5 Prehľad vývoja verejného dlhu za predchádzajúce roky v pomere k HDP	39
Graf č. 6 Prehľad vývoja a štruktúry verejného dlhu za predchádzajúce roky v mil. €.	42
Graf č. 7 Prehľad vývoja verejného dlhu za predchádzajúce roky v pomere k HDP	43

Úvod

Posledná ekonomická kríza, ktorá vznikla, bola dôsledok poskytovania rizikových hypoték na bývanie na realitnom trhu v USA. Americké banky brali príjmy svojich klientov ľahkovážne a poskytovali im hypotéky aj napriek tomu, že nemali overený ich skutočný príjem. Všetko sa začalo v roku 2007, keď si banky po jednom roku od poskytovania hypoték začali uvedomovať, že ich klienti nie sú schopní splácať. Úroky začali stúpať a návratnosť hypoték klesať. Banky sa nakoniec dostali do deficitu, prestali nakupovať cenne papiere a investori, zmätení touto situáciou začali rýchlo predávať svoje rizikové investície. Taktiež začala rásť nezamestnanosť, inflácia a ceny. Všetky tieto udalosti viedli k rastu verejných výdavkov a zvýšeniu verejného dlhu. Počas krízy sa začali prijímať nové protikrízové opatrenia a boli zavedené nové reformy, aby sa zabránilo podobným situáciám v budúcnosti.

Problematika manažmentu verejného a štátneho dlhu je stále aktuálnou a komplexnou témou. Mnohé vlády sa zaoberajú otázkou, ako financovať štátne potreby a úlohy, pričom viaceré siahnu po možnosti financovania verejných výdavkov prostredníctvom dlhu. Predmetná bakalárska práca sa bude zaoberať otázkou možnosti financovania verejného dlhu a z akých zdrojov možno tento dlh financovať. Pre získanie širšieho prehľadu o možnostiach riadenia a financovania verejného dlhu, boli vybrané dve krajiny Hospodárskej a menovej únie, ktoré budú porovnané.

Bakalárska práca sa skladá zo štyroch kapitol. Prvá kapitola sa zaoberá definovaním verejného dlhu, faktormi ovplyvňujúcimi výšku verejného dlhu, jeho rizikami, súčasnými opatreniami na znižovanie verejného dlhu, stratégiami a cieľmi, ktoré sa používajú pri riadení verejného dlhu.

Druhá kapitola opisuje hlavný cieľ bakalárskej práce a definuje parciálne ciele, ktoré vedú k dosiahnutiu hlavného cieľa. Ďalej sú v tejto kapitole opísané metódy skúmania, ktoré boli použité pri riešení danej problematiky.

Hlavným cieľom našej bakalárskej práce je poukázať na možnosti financovania verejného dlhu na Slovensku a v Rakúsku pomocou rôznych stratégií a manažmentu, ktoré tieto štáty používajú.

V tretej a štvrtej kapitole sa predkladaná práca zaoberá fiškálnymi nástrojmi používanými na financovanie verejného dlhu, fiškálnym vývojom verejného dlhu v Slovenskej republike a HMÚ, porovnávaním verejného dlhu vo vybraných krajinách, jeho štruktúrou a inštitúciami, ktoré sa problematikou, manažmentom a spôsobmi riadenia verejného dlhu a možnosťami jeho financovania zaoberajú. V závere predkladanej bakalárskej práce rozoberieme jasný dopad a prínos predmetnej práce na túto problematiku.

1 Súčasný stav riešenej problematiky

1.1 Definícia verejného dlhu

Štátny dlh môžeme definovať ako kumuláciu deficitov verejných rozpočtov za minulé roky, ale len v prípade, ak sa tieto deficity verejných rozpočtov kryjú emisiou štátnych dlhopisov. Správna definícia podľa MMF je, že verejný dlh sa chápe ako celkové saldo finančných aktív a pasív daného štátu vrátane mimorozpočtových fondov, verejnoprospešných podnikov a ostatných orgánov verejného sektora. Rozpočtové deficity sa dajú s verejným dlhom porovnať a majú určitý súvis, ale nemôžeme povedať, že verejné deficity sú jedinou príčinou jeho vzniku a rastu. Ďalšia definícia verejného dlhu je chápaná ako súhrn finančných záväzkov pri financovaní operácií vládneho sektoru voči ostatným domácim a zahraničným ekonomickým subjektom.¹

Faktom je, že ak rastie dlh, rastú aj pohľadávky voči daňovej povinnosti obyvateľstva. Verejný dlh sa vykazuje ako hrubý verejný dlh, inými slovami ako súhrn záväzkov štátu bez ohľadu na veľkosť jeho pohľadávok. V prípade ak sa bude vykazovať čistý verejný dlh musia sa od hrubého verejného dlhu odrátať pohľadávky štátu. Pre medzinárodné porovnanie sa väčšinou využíva ukazovateľ dlhovej kvóty, ktorý sa vypočíta ako podiel hrubého dlhu na hrubom domácom produkte konkrétneho štátu.²

Hrubý verejný dlh Slovenskej republiky sa znížil z 51,8% HDP na 50,9% roku 2017. Aktuálny stav verejného hrubého dlhu k 23.4.2018 je taktiež 50,9%. Zámer vlády je pokračovanie v znižovaní deficitu verejnej správy a zlepšovanie dlhodobej udržateľnosti verejných financií. Niektoré štáty EÚ evidovali nízky dlh no napriek tomu viac než polovica štátov EÚ evidovala dlh vyšší ako 60% HDP. Údaje o verejnom dlhu štátov EÚ môžeme vidieť v nasledujúcej tabuľke.

¹ MAAYTOVÁ, Alena – PAVEL, Ján - OCHRANA, František et al. Veřejné finance v teorii a praxi. Praha: Grada publishing, a.s., 2015. ISBN 978-80-247-9948-3.

² MAAYTOVÁ, Alena – PAVEL, Ján - OCHRANA, František et al. Veřejné finance v teorii a praxi. Praha: Grada publishing, a.s., 2015. ISBN 978-80-247-9948-3.

Tabuľka č. 1 Výška verejného dlhu v pomere k HDP

Krajiny s najnižším verejným dlhom v pomere k HDP za rok 2017	Krajiny s najvyšším verejným dlhom v pomere k HDP za rok 2017
Estónsko 8,7%	Grécko 176,1%
Luxembursko 23%	Taliansko 131,2%
Bulharsko 25,6%	Portugalsko 124,8%
Česká republika 34,7%	Belgicko 103,4%
Rumunsko 35,1%	Francúzsko 98,5%
Dánsko 36,4%	Španielsko 98,1%

Zdroj: Vlastné spracovanie podľa Eurostat.[online] Dostupné na:
<https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=teina225&plugin=1>

Európska únia má stanovené kritéria, ktoré stanovujú mieru zadlženia štátu a nesú názov Pakt stability a rastu. Kritéria sú stanovené tak, že deficit vládneho sektoru k HDP v trhových cenách nesmie ročne prekročiť 3% a pomer hrubého verejného dlhu k HDP nesmie prekročiť 60%.³

Verejný dlh sa dá klasifikovať aj na základe miesta vzniku dlhového nástroja na vnútorný alebo domáci dlh a na vonkajší alebo zahraničný dlh. Každý štát má rozdielne podmienky na rozvoj, a práve na týchto podmienkach záleží, či bude vyšší vonkajší dlh alebo vnútorný dlh. Ak štátu chýba domáci kapitál (rozvojové krajiny) bude podiel vonkajšieho dlhu vyšší ako podiel vnútorného. S opačným prípadom sa stretávame vo vyspelých štátoch, kde je podiel vnútorného dlhu vyšší práve z dôvodu dostatočného množstva domáceho kapitálu.⁴

1.2 Faktory ovplyvňujúce výšku verejného dlhu

Záruky štátu a územnej samosprávy za dlhy iných subjektov, výška a početnosť deficitov jednotlivých verejných rozpočtov a inflácia sú niektoré z faktorov, ktoré majú priamy vplyv na výšku deficitu a následne na výšku verejného dlhu.

³ MAAYTOVÁ, Alena – PAVEL, Ján - OCHRANA, František et al. Veřejné finance v teorii a praxi. Praha: Grada publishing, a.s., 2015. ISBN 978-80-247-9948-3.

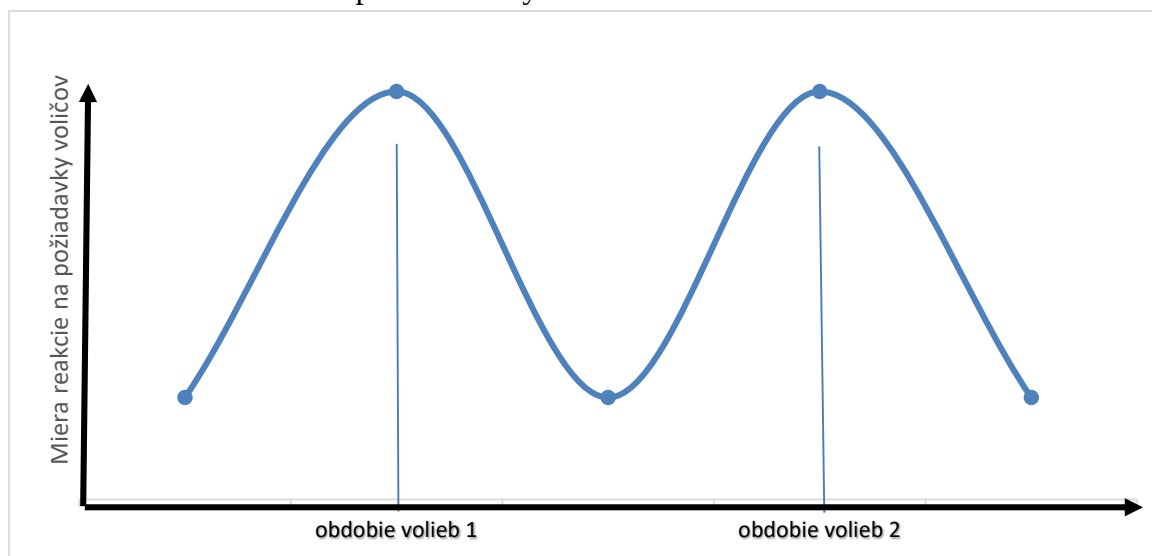
⁴ MAAYTOVÁ, Alena – PAVEL, Ján - OCHRANA, František et al. Veřejné finance v teorii a praxi. Praha: Grada publishing, a.s., 2015. ISBN 978-80-247-9948-3.

Medzi hlavné faktory môžeme zaradiť ekonomickú situáciu v danom štáte, ktorá je ovplyvňovaná rastom HDP na obyvateľa, nezamestnanosťou a výškou úrokovej sadzby. Rast HDP má za následok zvýšenie dopytu po verejných statkoch, a taktiež sa tvoria nové statky, ktoré sú spojené s verejnými investíciami. Keď sa ekonomická situácia zlepšuje, tendencia vývoja rastu verejných výdavkov bude pokračovať aj keď sa jednotlivé prístupy k verejným výdavkom budú meniť.⁵

„Absolútna miera zadlženia je ďalší dôležitý faktor, práve z dôvodu, že pri miere zadlženia rastú aj splátky dlhu, ktoré zaťažujú daný rozpočet. Preto je veľmi náročné udržať vyrovnaný alebo prebytkový rozpočet. Ak vláda emituje nové obligácie alebo financuje dlh vydávaním nových obligácií, je nutné aby ponúkla výhodnejšiu úrokovú mieru, čo má za následok zvýšenie nákladov na riadenie dlhu. Pokiaľ by zadlženie dosiahlo určitú mieru, veritelia určite budú žiadať o kompenzáciu a to vo forme vyššieho úroku kvôli zvýšenému riziku nesplatenia pohľadávky.“⁶

Politická situácia ako faktor vyjadruje že, veľkosť verejného dlhu súvisí s politickými rozhodnutiami vlády a vzťahmi s ostatnými štátmi. Podľa Downsovho modelu politického cyklu, verejné výdavky rastu v predvolebnom období viac ako v iných obdobiach a tak sa zvyšuje tlak na rast rozpočtového deficitu, čo má za následok rast verejného dlhu.⁷

Graf č. 1 Downsov model politického cyklu



Zdroj: Vlastné spracovanie podľa MEDVEĎ Jozef, et al. Verejné financie. 2005

⁵ SIVÁK, Rudolf a kol. Financie. 1. vyd. Bratislava: Wolters Kluwer, 2015. s. 362 ISBN 978-80-8168-232-2

⁶ MAAYTOVÁ, Alena – PAVEL, Ján - OCHRANA, František et al. Veřejné finance v teorii a praxi. Praha: Grada publishing, a.s., 2015. s. 192 ISBN 978-80-247-9948-3.

⁷ MAAYTOVÁ, Alena – PAVEL, Ján - OCHRANA, František et al. Veřejné finance v teorii a praxi. Praha: Grada publishing, a.s., 2015. s. 192 ISBN 978-80-247-9948-3.

Daňový systém štátu v porovnaní s ostatnými štátmi je faktor na základe ktorého môžeme tvrdiť, že *„ide o vyjadrenie snahy dosiahnuť vyššiu úroveň blahobytu súvisiaceho s mierou zdanenia ostatných krajín, pričom vedie k nárastu výdavkov smerujúcich k splneniu tejto snahy. Tento faktor býva často spájaný s demonštračným efektom kvôli tomu, že obyvatelia chcú aby vláda poskytovala určité statky prostredníctvom verejných služieb a to práve z dôvodu, že obyvatelia vidia takéto príklady v zahraničí a chcú aby sa uplatňovali aj v ich štáte.“*⁸

Fiškálna politika vlády a nastavenie fiškálnych pravidiel predstavujú druh finančnej politiky, ktorá sa realizuje na makroúrovni a má vplyv na primárne makroekonomické indikátory tým, že nastávajú zmeny v štruktúre príjmov a výdavkov štátneho rozpočtu. *„Keďže vo vyspelých trhových ekonomikách dane predstavujú podstatnú časť štátnorozpočtových príjmov, je na mieste Dornbusch-Fischerove tvrdenie, že fiškálna politika je vlastne rozhodnutie vlády o výdavkoch a daniach. Priame dane priamym spôsobom ovplyvňujú sklon k spotrebe, a teda aj samotný agregátny dopyt. Vládne výdavky pôsobia na polohu krivky agregátneho dopytu. To znamená, že vláda má možnosť ovplyvňovať agregátny dopyt, a tým aj rovnovážny produkt.“* Záverečný výsledok hospodárenia vlády závisí od výšky produkcie a to nasledujúcim spôsobom. Ak sú vysoké produkcie sprevádzané vysokými príjmami z daní, štátny rozpočet bude zaznamenávať prebytok. V opačnom prípade, čiže ak nízke produkcie budú sprevádzané nízkymi príjmami z daní, štátny rozpočet zaznamená deficit.⁹

⁸ SIVÁK, Rudolf a kol. *Financie*. 1. vyd. Bratislava: Wolters Kluwer, 2015. s. 362 ISBN 978-80-8168-232-2

⁹ MEDVEĎ, Jozef a kol. *Verejné financie*. Bratislava: SPRINT v.fra, 2005. s. 337-338. ISBN 80-89085-32-2

1.3 Manažment verejného dlhu

Verejný dlh predstavuje komplikovaný komplex určitých problémov a vzťahov medzi dlžníkom a veriteľom. Prejavom verejného dlhu sa rozumie veľkosť dlhu, činnosť verejných vlád, stále a nepretržité uskutočňovanie operácií, ktoré sú spojené s obsluhou dlhu a viaceré druhy dlhových nástrojov. Pri obsluhu verejného dlhu je veľmi dôležité, aby zo strany dlžníka bola dlhu venovaná mimoriadna starostlivosť a práve z tohto dôvodu je potrebná existencia verejných špecializovaných orgánov a inštitúcií, ktoré majú za úlohu organizovanie a zlad'ovanie všetkých aspektov týkajúcich sa financovania verejného dlhu.¹⁰

„Podľa zákona 386/2002 Z. z. o štátnom dlhu a štátnych zárukách a ktorým sa dopĺňa zákon č. 291/2002 Z. z. o Štátnej pokladnici a o zmene a doplnení niektorých zákonov, správou štátneho dlhu sa rozumie vypracúvanie stratégie financovania štátneho dlhu, uzatváranie úverových zmlúv v mene Slovenskej republiky, vydávanie štátnych cenných papierov podľa osobitných predpisov, vyplácanie istiny a výnosov zo štátnych cenných papierov, príprava a uskutočňovanie finančných operácií a iných činností súvisiacich s riadením rizík štátneho dlhu, vedenie evidencie štátneho dlhu, účtovanie o štátnom dlhu.“¹¹

Manažment verejného dlhu možno taktiež definovať ako proces pomocou ktorého sa vytvára a udržiava stratégia pre riadenie verejného dlhu tak, aby sa získali všetky potrebné finančné zdroje a pritom sa bral ohľad na náklady a určité riziko, ktoré môže pri manažovaní dlhu vzniknúť. Taktiež treba brať do úvahy ciele, ktoré môžu byť stanovené vládou.

Verejným dlhom, presnejšie jeho manažmentom, sa zaoberajú medzinárodné organizácie ako sú napríklad Svetová banka alebo Medzinárodný menový fond. Tieto organizácie sformulovali odporúčania týkajúce sa problematiky dlhového manažmentu, ktoré môžu byť aplikované štátmi.

Hlavným cieľom manažmentu verejného dlhu je dosiahnuť, aby požiadavky vlády boli realizované, s čo najnižšími nákladmi a akceptovateľnou mierou rizika. Ciele manažmentu verejného dlhu musia byť definované presne a jasne, a verejnosť by o týchto cieľoch mala byť informovaná.

¹⁰ SIVÁK, Rudolf a kol. *Verejné financie*. 1. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2007. ISBN 978-80-8078-094-4

¹¹ *Zákon o štátnom dlhu a štátnych zárukách a ktorým sa dopĺňa zákon č. 291/2002 Z. z. o Štátnej pokladnici a o zmene a doplnení niektorých zákonov*

Aplikácia manažmentu verejného dlhu zahŕňa stanovenie cieľov a stratégie dlhového manažmentu, koordináciu s fiškálnou a monetárnou politikou, vymedzenie zodpovednosti dlhového manažmentu, inštitucionálne usporiadanie a zaradenie dlhového manažmentu, technickú a informačnú podporu pre činnosť dlhového manažmentu.¹²

Taktiež je veľmi dôležité, aby sa pomocou manažmentu verejného dlhu vybrala tá správna stratégia, ktorá nevyvolá ani nijakým spôsobom nepríspeje k finančnej kríze. Ak je stratégia nastavená nesprávne, môže mať destabilizujúce účinky na vývoj ekonomiky v danom štáte.

Z teoretického hľadiska je financovanie verejného dlhu možné uskutočňovať viacerými spôsobmi. Financuje sa pomocou emisie peňazí, prírastkom vládnych obligácií alebo pôžičiek alebo úbytkom objemu štátnych aktív.

„V súčasnosti sa realizuje najmä krytie dlhu záväzkami z emisie štátnych cenných papierov alebo záväzkami z prijatých úverov, občas tiež úbytkom objemu štátnych aktív (napr. privatizáciou štátneho majetku).

Efektívnosť financovania verejného dlhu významne súvisí aj schopnosťou vlády vhodne postupovať pri stanovovaní spôsobov úročenia dlhopisov. Pre emitenta (vládu) je výhodné vydávať dlhopisy s pevným úrokovým výnosom vtedy, keď sa očakáva, že v budúcom období hodnota úrokových sadzieb bude stúpať. Na druhej strane je výhodné vydávať dlhopisy s pohyblivým úrokovým výnosom vtedy, keď sa očakáva, že v budúcom období hodnota úrokových sadzieb bude klesať pozdĺž celej výnosovej krivky. Klesanie úrokových sadzieb podporuje vydávanie dlhopisov s pevným úrokovým výnosom a nízke kolísanie úrokových sadzieb pozdĺž celej výnosovej krivky podporuje vydávanie dlhopisov s pohyblivým úrokovým výnosom.“¹³

Podľa OECD sa verejným dlhom rozumie súhrn záväzkov, ktorý pochádza z verejného sektora a bol nahromadený za minulé roky a podľa Medzinárodného menového fondu je verejný dlh saldo finančných aktív a daného štátu a taktiež sú tu zahrnuté aj mimorozpočtové fondy.¹⁴

¹² MAAYTOVÁ, Alena – PAVEL, Ján - OCHRANA, František et al. Veřejné finance v teorii a praxi. Praha: Grada publishing, a.s., 2015. s. 195-197 ISBN 978-80-247-9948-3.

¹³ MEDVEĎ, Jozef a kol. Verejné financie. Bratislava: SPRINT vfra, 2005. ISBN 80-89085-32-2

¹⁴ SIVÁK, Rudolf a kol. Verejné financie. 1. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2007. ISBN 978-80-8078-094-4

Pod pojmom MMF sa rozumie definícia, ktorá hovorí, že MMF je medzivládna peňažná organizácia, ktorá plní rôzne funkcie zabezpečujúce fungovanie tejto inštitúcie. Funkcie ktoré plní sú regulačné, konzultačné a finančné. Dozornou a konzultačnou funkciou Medzinárodný menový fond nesie zodpovednosť za fungovanie a vývoj medzinárodného menového systému. Sleduje svojich členov a dáva im určité odporúčania, ktoré podporujú finančný rast, ekonomickú stabilitu a vyrovnanosť platobných bilancií. Finančnou funkciou MMF sústreďuje finančné prostriedky, aby zabezpečil fungovanie medzinárodného menového a platobného systému. Veľkú pozornosť kladie na medzinárodnú likviditu, a to práve na výšku a zloženie devízových rezerv, ktoré sú prístupné členským štátom MMF aby mohli uspokojovať svoje obchodné a platobné potreby.¹⁵

Uvedené funkcie MMF sa realizujú prostredníctvom určitých úloh. *„Poskytuje členským štátom konzultácie o medzinárodných menových otázkach a zabezpečuje medzinárodnú menovú spoluprácu, uľahčuje rozvoj a vyrovnaný rast medzinárodného obchodu, podporuje udržanie vysokého stupňa zamestnanosti, reálneho dôchodku a rozvoja výrobných zdrojov všetkých členov ako prvoradých cieľov hospodárskej politiky, podporuje kurzovú stabilitu, presadzuje dodržiavanie devízových dohôd medzi členskými štátmi a zabráňuje konkurenčnému znehodnocovaniu mien, vytvára podmienky na mnohostranný systém platobného styku, poskytuje úvery členským štátom na prekonávanie deficitov platobných bilancií a doplnenie devízových rezerv, čím pomáha skrátiť trvanie a zmierniť stupeň nerovnováhy v platobných bilanciách členských štátov.“*¹⁶

Z dôvodu rozširovania pôsobnosti MMF v priebehu času, pribudli mu ďalšie úlohy ako vytváranie nových prostriedkov medzinárodnej likvidity, regulácia zahraničnej zadlženosti najmä z dôvodu predísť finančným krízam a ak by k nim došlo, snažiť sa ich prekonať. V súčasnosti uskutočňuje aj výskumno-informačnú a poradenskú činnosť.¹⁷

Medzinárodná banka pre obnovu a rozvoj ako pomocná inštitúcia Svetovej banky vznikla na Bretton-Woodskej konferencii 22. júla 1944. Základnou podmienkou, aby štát mohol vstúpiť do MBOR je jeho členstvo v MMF. MBOR plní hneď niekoľko funkcií a niektoré z nich sú : vytváranie finančných fondov určených na pomoc stredne príjmovým štátom prostredníctvom úverov a pôžičiek, poskytovanie záruk za úvery poskytnuté

¹⁵ SIVÁK, Rudolf a kol. Financie. 1. vyd. Bratislava: Wolters Kluwer, 2015. ISBN 978-80-8168-232-2

¹⁶ SIVÁK, Rudolf a kol. Financie. 1. vyd. Bratislava: Wolters Kluwer, 2015. s. 400-401 ISBN 978-80-8168-232-2

¹⁷ SIVÁK, Rudolf a kol. Financie. 1. vyd. Bratislava: Wolters Kluwer, 2015. ISBN 978-80-8168-232-2

členským štátom a poskytovanie úverov, vytváranie trustových fondov, poskytovanie grantov a poskytovanie technickej pomoci.¹⁸

Pakt stability a rastu je výsledok úspechu Maastrichtských kritérií. Práve Maastrichtské kritéria majú za následok vytvorenie takzvaného poistného systému, ktorý nesie názov Pakt stability a rastu. Pakt stability a rastu sa skladá z troch častí. Prvou je „Rezolúcia Európskej Rady o Pakte stability a rastu zo 17. júna 1997, druhou je nariadenie Európskej komisie č. 1466/97 o posilnení dohľadu nad rozpočtovými pozíciami a o dohľade a koordinácii hospodárskych politík zo 7. júla 1997 a treťou je nariadenie Európskej komisie č. 1467/97 o urýchlении a objasnení realizácie procedúry pri nadmernom deficite zo 7. júla 1997.“ Najdôležitejším a zároveň hlavným cieľom Paktu stability a rastu je zabezpečenie trvalého súladu fiškálnych politík sa sledovanie fiškálneho vývoja z cieľom predísť negatívne javy, ktoré by sa mohli vyskytnúť v priebehu a realizácii rozpočtového hospodárenia.¹⁹

1.4 Refinancovanie a znižovanie rizík verejného dlhu

Hlavným cieľom dlhového manažmentu je zabezpečenie realizácie finančných požiadaviek vlády pri najmenších možných nákladoch a akceptovanie miery rizika do určitej výšky. Dlhový manažment spočíva práve vo vytváraní takej štruktúry dlhu, ktorá by minimalizovala všetky riziká, spojené s verejným dlhom.²⁰

Inštitúcie, ktoré spravujú a riadia verejný dlh musia systematicky podrobne analyzovať výšku a štruktúru dlhu a takisto vyhodnocovať určité riziká, ktoré sú spojené s jeho vývojom. Refinančné riziko je jedno z najvýznamnejších rizík spojené so skutočnosťou, že verejná správa nie je schopná zaobstarať alebo vypožičať si dodatočné zdroje, aby mohla pokryť svoj splatný dlh, v inom prípade si tieto zdroje zaobstarať dokáže, no toto zaobstaranie je sprevádzané zhoršujúcimi a nevyhovujúcimi podmienkami. Refinančné riziko súvisí so štruktúrou konkrétneho dlhu podľa splatnosti štátnych dlhopisov alebo iných úverových nástrojov, podľa času, úrovne verejnej vlády a podielom domáceho a zahraničného dlhu na celkovom verejnom dlhu. Dostupnosť prístupu na medzinárodné

¹⁸ SIVÁK, Rudolf a kol. *Financie*. 1. vyd. Bratislava: Wolters Kluwer, 2015. 457 s. ISBN 978-80-8168-232-2

¹⁹ MEDVEĎ, Jozef a kol. *Verejné financie*. Bratislava: SPRINT v.fra, 2005. 464 s. ISBN 80-89085-32-2

²⁰ MAAYTOVÁ, Alena – PAVEL, Ján - OCHRANA, František et al. *Veřejné finance v teorii a praxi*. Praha: Grada publishing, a.s., 2015. ISBN 978-80-247-9948-3.

finančné trhy a hodnotenie alebo vnímanie ekonomiky zadlženého štátu ekonomikami, ktoré majú rozvinuté finančné trhy.²¹

Ďalšie z rizík spojených s verejným dlhom je trhové riziko, ktoré je prepojené a má určitý súvis s refinančným rizikom. Spočíva v tom, že zmena trhových cien a úrokovej miery vyvoláva zmenu nákladov súvisiacich s dlhovými službami, keďže výška dlhových služieb závisí na dlhovom portfóliu.²²

„Riziko likvidity vyjadruje pravdepodobnosť, že verejné vlády nebudú mať dostatok likvidity na krytie splatných záväzkov. Súvisí aj s asynchronizáciou hotovostných príjmových a výdavkových tokov a s absenciou ich predikcie. Plánovanie príjmov a výdavkov verejných vlád a zladžovanie záväzkov a pohľadávok pomáha znižovať toto riziko, eliminovať pôsobenie časového nesúladu príjmov a výdavkov a minimalizovať tým aj náklady na riadenie likvidity.“²³

Pri zohľadňovaní kurzového rizika je dôležité spomenúť, že existuje zahraničný a domáci dlh. Kurzové riziko vzniká práve pri zahraničnom dlhu. Toto riziko predstavuje straty, ktoré môžu vzniknúť pri zmene výmenných kurzov. Poskytnuté úvery, inými slovami portfólio zahraničného dlhu je tvorený pohyblivou úrokovou sadzbou a pri zmene tejto sadzby to môže ovplyvniť dlh pozitívne, avšak môže táto úroková sadzba dlh ovplyvniť i negatívne. Hlavným ukazovateľom tohto rizika je podiel zahraničného dlhu na celkovom dlhu.²⁴

Niektoré z ďalších rizík, ktoré sa uvádzajú v odbornej literatúre sú riziko vysporiadanie súvisiace so stratami, ktoré vzniknú v takej situácii, že by protistrana neplnila určité záväzky alebo by ich hocíjakým iným spôsobom plniť nechcela. Podstata operačného rizika spočíva hlavne v nedostatkoch a chybách, ktoré môžu nastať pri zaznamenávaní transakcií, pri internej kontrole, nedostatky v systémoch a službách, dopady na životné prostredie alebo akákoľvek iná nedokonalosť, ktorá môže mať dopad na obchodnú činnosť.²⁵

²¹ SIVÁK, Rudolf a kol. *Verejné financie*. 1. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2007. ISBN 978-80-8078-094-4

²² MAAYTOVÁ, Alena – PAVEL, Ján - OCHRANA, František et al. *Veřejné finance v teorii a praxi*. Praha: Grada publishing, a.s., 2015. ISBN 978-80-247-9948-3.

²³ SIVÁK, Rudolf a kol. *Verejné financie*. 1. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2007. ISBN 978-80-8078-094-4

²⁴ SIVÁK, Rudolf a kol. *Verejné financie*. 1. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2007. ISBN 978-80-8078-094-4

²⁵ MAAYTOVÁ, Alena – PAVEL, Ján - OCHRANA, František et al. *Veřejné finance v teorii a praxi*. Praha: Grada publishing, a.s., 2015. ISBN 978-80-247-9948-3.

V štátoch s vysoko rozvinutou ekonomikou sa kladie pozornosť najmä trhovému riziku. Toto riziko sa meria pomocou rôznych portfóliových modelov. V štátoch obmedzeného prístupu k zahraničnému trhu sa najväčší dôraz kladie na *refinančné riziko*. Refinančné riziko spočíva v tom, že štát si nedokáže požičať prostriedky na krytie svojho dlhu a tieto prostriedky dokáže získať len za veľmi nevhodných podmienok. Všetky ciele a riziká, spojené s dlhovým manažmentom by mali byť transparentné a verejné dostupné, aby sa verejnosť mohla o týchto udalostiach informovať.²⁶

„Konkrétna aplikácia dlhového manažmentu zahrňuje stanovenie cieľov dlhového manažmentu, koordináciu s fiškálnou a monetárnou politikou, vymedzenie zodpovednosti dlhového manažmentu, inštitucionálne usporiadanie a zaradenie dlhového manažmentu a technickú a informačnú podporu pre činnosť dlhového manažmentu.“²⁷

1.5 Súčasné opatrenia na znižovanie verejného dlhu

Rozpočtová politika SR pre nasledujúce roky vychádza z Programového vyhlásenia vlády SR, kde medzi najdôležitejšie ciele a priority patrí ozdravenie verejných financií s cieľom dosiahnuť dlhodobú udržateľnosť verejných financií.

V roku 2017, v ktorom bol zaznamenaný najnižší schodok v histórii SR vo výške 0,78 % HDP, predpokladá aktuálny odhad na rok 2018 schodok 0,6 % HDP. Pôvodný rozpočtový cieľ na 2018 vo výške 0,83 % HDP by tak mal byť zlepšený o 0,23 p.b. HDP. Po očistení o úrokové náklady na verejný dlh by mali byť verejné financie opätovne v primárnom prebytku.

Návrh rozpočtu na nasledujúce roky bude pokračovať v ozdravovaní verejných financií s cieľom pozitívneho makroekonomického vývoja. V roku 2019 sa v návrhu spomína takmer vyrovnané hospodárenie štátneho rozpočtu s poklesom deficitu až na úroveň 0,10 % HDP, čo bude mať za následok dosiahnutie strednodobého rozpočtového cieľa. V roku 2020 návrh dokonca predpokladá prebytok ŠR a to po prvý krát v histórii SR, výška prebytku sa odhaduje na úroveň 0,2 % HDP. Navrhované rozpočtové ciele sú v súlade s požiadavkami a pravidlami Paktu stability a rastu a práve z týchto pravidiel aj vychádzajú a taktiež sú v súlade s konsolidačnými požiadavkami Európskej komisie.

²⁶ MEDVEĎ, Jozef a kol. *Verejné financie*. Bratislava: SPRINT vfra, 2005. 464 s. ISBN 80-89085-32-2

²⁷ MAAYTOVÁ, Alena – PAVEL, Ján - OCHRANA, František et al. *Veřejné finance v teorii a praxi*. Praha: Grada publishing, a.s., 2015. ISBN 978-80-247-9948-3.

„Na základe aktuálneho odhadu skutočnosti na rok 2018 sa očakáva hrubý dlh verejnej správy na úrovni 48,7 % HDP, čo predstavuje pokles pod dolné sankčné pásmo 49 % už v roku 2018. Pod sankčnými pásmami sa udrží na celom trojročnom horizonte rozpočtu. Hrubý dlh verejnej správy by mal v roku 2019 naďalej klesať, pričom dosiahne úroveň 47,3 % HDP. Na základe parametrov fiškálneho rámca pre rozpočet verejnej správy na roky 2019 až 2021 sa predpokladá, že hrubý dlh verejnej správy na konci rozpočtovaného obdobia klesne k úrovni 44,8 % HDP. Naďalej bude dosahovaný primárny prebytok na celom trojročnom horizonte rozpočtu.“

Podľa septembrovej makroekonomickej prognózy MFSR, by v roku 2019 slovenská ekonomika mala rásť o 4,5 %. Hlavný faktor tohto rastu bude export a to práve vďaka produkcii a zvyšovaniu výroby v Slovenských automobilkách. V roku 2018 sa očakáva vytvorenie 47 tisíc nových pracovných miest a v roku 2019 ďalších 28 tisíc pracovných miest. Miera nezamestnanosti by mala dosiahnuť nové minimum v roku 2019 a klesnúť na úroveň 6,4 % a do roku 2021 klesnúť pod 6 %. Priemerná nominálna mzda by sa v roku 2019 mala zvýšiť o 6,3 % a dosiahnuť hodnotu 1 077 eur. Zrýchlenie miezd bude citeľné naprieč všetkými sektormi.

„Výdavková strana rozpočtu verejnej správy je významne ovplyvnená opatreniami v oblasti odmeňovania vo verejnej správe. V zmysle vyhlásenia zástupcov sociálnych partnerov k dohode o kolektívnych zmluvách vyššieho stupňa v štátnej službe a vo verejnej službe na roky 2019 a 2020 sú v rozpočte alokované prostriedky na valorizáciu plátov zamestnancov od 1. januára 2019 na úrovni 10 %. Súčasťou vyhlásenia je aj dohoda na valorizácii od 1. januára 2020 taktiež vo výške 10 %.“

Okrem skutočnosti, že rozpočet verejnej správy uvažuje v roku 2020 s vyrovnaným hospodárením a v roku 2021 dokonca s prebytkom na úrovni 0,2 % HDP, je v kapitole Všeobecná pokladničná správa alokovaná Rezerva na vývoj ekonomického cyklu v sume 180 mil. eur v roku 2020 a 0,50 mld. eur v roku 2021. Tieto prostriedky predstavujú nealokované zdroje v rámci priestoru, ktorý vytvára fiškálny rámec.²⁸

²⁸ Rozpočet verejnej správy na roky 2019 až 2021 – schválený NR SR. 2018. Hlavná kniha [online]. [cit. 14.2.2019] 176 s. Dostupné online: <https://www.finance.gov.sk/sk/financie/verejne-financie/rozpocet-verejnej-spravy/>

1.6 Stratégia a ciele na riadenie verejného dlhu

Keď hovoríme o cieľoch a stratégiách na riadenie verejného dlhu, existuje viacero druhov politík, ktoré sa touto problematikou zaoberajú. **Menová politika** má zámer, ktorým chce realizovať efektívnu menovú politiku a tak si musí vyberať kompatibilné ciele selekciou, ktorá má tri kritéria výberu.²⁹

Aby bol cieľ merateľný, musia existovať presné a spoľahlivé údaje, ktoré musia byť k dispozícii. Dosiadnuteľnosť cieľa musí byť reálna, aby ho centrálna banka dokázala splniť. Ak cieľ nie je dosiadenuteľný nie je praktický a z tohto dôvodu je dôležité aby cieľ dosiahol úspech a nie len splnenie cieľa, ktorý sprostredkuje. Príbuznosť cieľa z vyššie postavenými cieľmi znamená, že medzicieľ podstatne závisí od vzťahu k ostatným cieľom, ktoré sa musia splniť, aby sa dosiahol konečný cieľ.³⁰

Ekonomická a menová únia vznikla na základe Maastrichtskej zmluvy a stratégia založená na dvoch hlavných princípoch, ktoré boli základ pre menovú integráciu, mala za následok zjednotenie európskych štátov a hlavným cieľom bola menová stabilita v Európe. Hlavné princípy boli, že prechod k menovej únii mal graduálny charakter a vstup do menovej únie bol podmienený konvergenčnými kritériami.³¹

Konvergenčné kritéria stanovujú podmienky, za ktorých štát môže vstúpiť do EMÚ. Musí dosiahnuť cenovú stabilitu a miera inflácie by nemala presiahnuť 1,5%, stabilita meny dosiahnutá kurzom, ktorý by nemal byť vystavený devalvácii vo vnútri úzkeho pásma mechanizmu EMS počas posledných dvoch rokov pred vstupom do EMÚ, rozpočtový deficit by nemal presiahnuť 3% HDP, verejný dlh musí byť nižší ako 60% HDP a dlhodobé úrokové miery by sa nemali odchyľovať o viac ako 2% od priemerných dlhodobých úrokových mier troch krajín z najnižšou mierou inflácie.³²

Crowding out effect alebo vytlačací efekt sa podľa Lisého v knihe *Ekonomia* opisuje takto: „Štát na krytie deficitu hľadá príjmy na kapitálovom trhu, kde sa v rastúcej miere zadlžuje. Ak sa štát zadlžuje v súkromnom sektore, odčerpáva z neho úspory, čo na finančných trhoch znižuje ponuku disponibilných úverových prostriedkov. Pôvodná rovnováha medzi ponukou úveru a dopytom po ňom je narušená, zvyšuje sa úroková sadzba.

²⁹ SIVÁK, Rudolf a kol. *Financie*. 1. vyd. Bratislava: Wolters Kluwer, 2015. ISBN 978-80-8168-232-2

³⁰ SIVÁK, Rudolf a kol. *Financie*. 1. vyd. Bratislava: Wolters Kluwer, 2015. ISBN 978-80-8168-232-2

³¹ LISÝ, Ján a kol. *Ekonomia*. 1. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2011. ISBN 978-80-8078-406-5

³² LISÝ, Ján a kol. *Ekonomia*. 1. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2011. ISBN 978-80-8078-406-5

klasifikácia MMF *Nedostatok finančných prostriedkov a vysoká úverová sadzba obmedzujú súkromné investovanie. Štát tak z ekonomiky vytláča súkromné investície.*³³

Transmisné mechanizmy ako **stratégia** menovej politiky sú procesy menovej politiky, pomocou ktorých centrálna banka dokáže dosiahnuť splnenie menových cieľov. Transmisné mechanizmy, ktoré sú klasifikované MMF sú v súčasnosti využívané členskými krajinami a práve MMF poskytuje týmto krajinám konzultácie v oblasti stratégie menovej politiky a výberu správneho devízového režimu. Ako výsledok tejto činnosti vznikla klasifikácia MMF, ktorej časťou je aj **klasifikácia transmisných mechanizmov**. Nominálna kotva – devízový kurz sa využíva pri predaji alebo kúpe zahraničnej meny, pri danom kótovanom kurze s cieľom udržať devízový kurz vlastnej meny na vyhlásenej úrovni a devízový kurz slúži ako nominálna kotva. Menové cielenie – menová kotva – menový agregát je transmisný mechanizmus používaný v rámci menovej autority, ktorá využíva svoje nástroje aby dosiahla cielený rast menového agregátu a cielený agregát sa stáva nominálnou kotvou. Inflačné cielenie ako verejné vyhlásenie numerického cieľa pre infláciu s inštitucionálnym záväzkom pre menovú autoritu dosiahnuť stanovené hodnoty. Iné transmisné mechanizmy sa využívajú v prípade ak krajina nemá explicitne stanovenú nominálnu kotvu, ale monitoruje rôzne iné indikátory využívané pri riadení menovej politiky.³⁴

Stratégia Eurosystému spočíva v pilieroch predstavujúce kritériálne postupy ECB v menovej politike. Základný pilier je založený na ekonomickej analýze ako súbore ekonomických premenných, na základe ktorých dokážeme priebežne sledovať vývoj menovej situácie. Druhý pilier tvorí menová analýza a premenné strednodobého a dlhodobého charakteru pochádzajúce z ekonomickej analýzy, analyzuje menové trendy na základe vývoja menových agregátov. Primárnym cieľom stratégie menovej politiky eurosystému je cenová stabilita. V rámci operatívneho kritéria a prijatých jednotných zásad menovej politiky sú operatívnym kritériom krátkodobé úrokové sadzby, a hlavnými sadzbami, ktoré ECB monitoruje sú úroková sadzba pre hlavné refinančné operácie, úroková sadzba pre jednodňové refinančné obchody a úroková sadza pre jednodňové sterilizačné obchody³⁵

³³ LISÝ, Ján a kol. *Ekonomía*. 1. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2011. ISBN 978-80-8078-406-5

³⁴ SIVÁK, Rudolf a kol. *Financie*. 1. vyd. Bratislava: Wolters Kluwer, 2015. ISBN 978-80-8168-232-2

³⁵ SIVÁK, Rudolf a kol. *Financie*. 1. vyd. Bratislava: Wolters Kluwer, 2015. ISBN 978-80-8168-232-2

2 Ciel' práce, metodika práce a metódy skúmania

Hlavným cieľom našej bakalárskej práce je poukázať na možnosti financovania verejného dlhu na Slovensku a v Rakúsku pomocou rôznych stratégií a manažmentu ktoré tieto štáty používajú. Hlavný cieľ našej bakalárskej práce možno vyvodiť do viacerých parciálnych cieľov.

Jedným z parciálnych cieľov bolo interpretovať štruktúry verejného dlhu v týchto dvoch krajinách, následne ich porovnať a poukázať na rozdiely, ktoré sú súčasťou každého verejného dlhu. Ak porovnávame verejný dlh SR a Rakúska, dá sa pozorovať podobná štruktúra avšak rozdielna výška a veľkosť týchto dlhov, hlavne vďaka objemu HDP.

Ďalším z parciálnych cieľov bolo poukázať na inštitúcie, ktoré sa zaoberajú manažmentom verejného dlhu v oboch krajinách a bližšie popísať ich fungovanie a následne porovnať a poukázať na rozdiely týchto inštitúcií. Inštitúcie, ktoré sa zaoberajú verejným dlhom v SR a v Rakúsku sú odlišné. Riadenie verejného dlhu a jeho manažment je v každom z týchto štátov upravený rozdielnymi zákonmi.

Emisia dlhových cenných papierov je jeden zo spôsobov, ktorým štáty dokážu financovať verejný dlh a práve jeden z parciálnych cieľov sa skladal z popísania emitovania dlhových cenných papierov a podmienok emisie v SR a v HMÚ a porovnania ich štruktúry.

Pri písaní tejto bakalárskej práce boli využité určité zdroje a metódy. V prvej kapitole boli využité údaje, ktoré boli získané na základe preštudovania odbornej literatúry s cieľom definovať verejný dlh, bližšie popísať faktory ovplyvňujúce výšku verejného dlhu, definovať pojem „manažment“ verejného dlhu, opísať riziká financovania verejného dlhu, klasifikovať súčasné opatrenia na znižovanie verejného dlhu a definovať stratégie a ciele na riadenie verejného dlhu. V praktickej časti bola použitá odborná literatúra ako aj elektronické zdroje, týkajúce sa hlavne nástrojov fiškálnej politiky používaných v súčasnosti, historického vývoja verejného dlhu a prognózy, jeho štruktúry a emitovania dlhových cenných papierov. Na základe získaných údajov z elektronických zdrojov Agentúr spravujúcich verejný dlh a inštitúcií zaoberajúcich sa prognózovaním vývoja VD boli vytvorené tabuľky pre prehľadnosť číselných údajov a grafy pre grafické zobrazenie štruktúry VD a emitovaných dlhových cenných papierov.

V predkladanej bakalárskej práci boli použité viaceré metódy skúmania ako analýza, komparácia, syntéza a abstrakcia. Abstrakcia a analýza boli použité pri skúmaní dlhových cenných papierov na základe ktorých sme štrukturovali formy dlhových cenných papierov v SR a HMÚ a následne sme použili komparáciu pri porovnávaní štruktúry DCP v SR a HMÚ. Ďalej sme použili komparáciu pri porovnávaní verejného dlhu SR a Rakúskej republiky a následne syntézu pri hľadaní rozdielov a podobnosti v spôsobe riadenia verejného dlhu a možností jeho financovania, ktorým sa zaoberajú Agentúry v týchto dvoch štátoch.

3 Súčasný stav verejného dlhu v Eurozóne a jeho manažment

3.1 Nástroje fiškálnej politiky

Vláda dokáže ovplyvňovať vývoj ekonomiky do určitej miery, a to práve pomocou zmien, ktoré sa týkajú rozsahu rozpočtových príjmov a výdavkov. Tieto zmeny sú určované na základe pravidiel, ktoré sú stanovené a prijaté príslušným štátnym orgánom. V užšom zmysle slova, sú tieto zmeny ovplyvňované prostredníctvom nástrojov fiškálnej politiky.³⁶

Nástroje fiškálnej politiky pôsobiace v ekonomike automaticky, bez ďalších rozhodnutí vlády alebo príslušných štátnych orgánov sa nazývajú **zabudované stabilizátory**. Hlavným cieľom týchto stabilizátorov vykonávať úlohu proticyklických regulátorov. Tri druhy alebo typy týchto stabilizátorov, ktoré pôsobia na území Hospodárskej menovej únie sú progresívna dôchodková daň, poistenie v nezamestnanosti, a subvencie k cenám poľnohospodárskych produktov.³⁷

Pri progresívnej dôchodkovej dani sa sadzba dane zvyšuje s rastom základu dane a podľa Zákona č. 595/2003 Z.z.o dani z príjmov v znení neskorších predpisov je *”Sadzba dane, okrem § 15a, § 43 a 44, pre fyzickú osobu zo základu dane zisteného podľa § 4 19 % z tej časti základu dane, ktorá nepresiahne 176,8-násobok sumy platného životného minima vrátane, 25 % z tej časti základu dane, ktorá presiahne 176,8-násobok platného životného minima.”*³⁸

Uvedený systém progresívnej dôchodkovej dane funguje o období cyklickej expanzie (fungujú aj v čase recesie) ekonomiky, keď dôchodky rastú zvyšuje sa daň a dôsledok je dosiahnutie rastu príjmov štátneho rozpočtu. Podobný spôsob má aj poistenie v nezamestnanosti, rastie zamestnanosť a tým aj platby na poistenie v nezamestnanosti. Pri subvenciách k cenám poľnohospodárskych produktov, ktoré v čase expanzie klesajú existuje dôvod, ktorým je práve rast cien a dopytu v čase expanzie.³⁹

Zámerné diskkrétne opatrenia vyžadujú jednorazové rozhodnutia, nepôsobia automaticky a je potrebný štátny orgán, aby tieto rozhodnutia priniesol. Niektoré z opatrení sú zmena daňových sadzieb, zmeny v štruktúre vládnych výdavkov a zmeny vo veľkosti jednotlivých položiek rozpočtových výdavkov. Hlavným cieľom fiškálnej politiky je tlmenie

³⁶ LISÝ, Ján a kol. *Ekonomía*. 1. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2011. ISBN 978-80-8078-406-5

³⁷ LISÝ, Ján a kol. *Ekonomía*. 1. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2011. ISBN 978-80-8078-406-5

³⁸ Zákon č. 595/2003 Z.z.o dani z príjmov v znení neskorších predpisov

³⁹ LISÝ, Ján a kol. *Ekonomía*. 1. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2011. ISBN 978-80-8078-406-5

cyklických výkyvov, podpora ekonomického rastu, podpora zamestnanosti a cenová stabilita.⁴⁰

Ak hodnotíme makroekonomický dopad konsolidačného úsilia vlády, kľúčovú úlohu môžu zohrávať práve fiškálne multiplikátory. Fiškálne multiplikátory vyjadrujú efekty zámernej fiškálnej politiky, na produkciu ekonomiky. Pri prognózovaní makroekonomických veličín je veľmi dôležitá znalosť týchto fiškálnych multiplikátorov, a to práve v čase výrazných diskretných zmien fiškálnej politiky. *“Blanchard a Leigh (2013) poukázali na výrazne podhodnotené rastové prognózy, ktoré práve vyplynuli zpodhodnotenia fiškálnych multiplikátorov. Podcenenie makroekonomických efektov konsolidácie môže následne viesť aj k podceneniu skutočného konsolidačného úsilia nevyhnutného na dosiahnutie stanovených rozpočtových cieľov. Zároveň poznatok o veľkosti multiplikátorov rôznych nástrojov fiškálnej politiky a ich správna kombinácia umožňuje maximalizáciu efektov pri ozdravení verejných financií pri minimálnych makroekonomických dopadoch.”*⁴¹

Fiškálne multiplikátory väčšinou bývajú definované viacerými spôsobmi, pričom ich najčastejšie definujú ako pomer zmeny produkcie (ΔY) voči zmene vládnych výdavkov alebo príjmov (ΔG a ΔT). Inými slovami, fiškálny multiplikátor vyjadruje zmenu objemu HDP vyvolanú zmenou daní alebo verejných výdavkov o 1 euro.⁴²

Európska centrálna banka a jej NAWM (New Area-Wide Model) poukazuje na výrazne nižšie krátkodobé multiplikátory v HMÚ ako 1 (v absolútnej hodnote). Ak má centrálna banka priestor reagovať na šoky cez zmenu úrokových sadzieb, multiplikátor sa pohybuje na úrovni 0,57. Iba v prípade konsolidácie založenej na redukcii vládnej spotreby a investícií a plnej kredibility fiškálnej politiky dosahuje tento multiplikátor hodnotu vyššiu ako 1. Pri vyváženej konsolidácii príjmov a výdavkov, nedokonalkej kredibilitate fiškálnej politiky, menovej politiky ohraničenej zdola nulovou hodnotou a podielu likviditne obmedzených domácností na úrovni 50 % krátkodobý multiplikátor sa pohybuje na úrovni 0,75. Za predpokladu, že sa podiel likviditne obmedzených domácností zníži na úroveň

⁴⁰ LISÝ, Ján a kol. *Ekonomía*. 1. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2011. ISBN 978-80-8078-406-5

⁴¹VAŇKO, Milan – NEVICKÝ, Martin. Fiškálne multiplikátory: prehľad literatúry, ich odhad pre SR [online]. 7.4.2017 Analytický komentár č. 42. [cit. 24.2.2019] 22 s. Dostupné online: https://www.nbs.sk/_img/Documents/_komentare/AnalytickeKomentare/2017/AK42_Fiskalne_multiplikatory.pdf

⁴²VAŇKO, Milan – NEVICKÝ, Martin. Fiškálne multiplikátory: prehľad literatúry, ich odhad pre SR [online]. 7.4.2017 Analytický komentár č. 42. [cit. 24.2.2019] 22 s. Dostupné online: https://www.nbs.sk/_img/Documents/_komentare/AnalytickeKomentare/2017/AK42_Fiskalne_multiplikatory.pdf

25 % ako dôsledok nastane zníženie multiplikátora na úroveň 0,67. Na druhej strane krátkodobé multiplikátory môžu byť nižšie v prípade plnej kredibility fiškálnej politiky a v prípade, keď redukcia dlhovej kvóty vedie k nižšiemu úverovému riziku vlády.⁴³

Tabuľka č. 2 Rozsah multiplikátorov podľa jednotlivých kategórií krajín

Pridelené body	Kategória krajiny	Rozsah multiplikátora
0-3	Nízky multiplikátor	0.1 - 0.3
3-4	Stredný multiplikátor	0.4 - 0.6
4-6	Vysoký multiplikátor	0.7 - 1.0

Zdroj: *vlastné spracovanie podľa ECB. Dostupné na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbop162.en.pdf>*

Body sa pridelujú na základe klastrovej alebo Bucket approach metódy využívaním empirických poznatkov ako nízka otvorenosť ekonomiky (menej ako 30 % za posledných 5 rokov), rigidita na trhu práce, nízke automatické stabilizátory (ako pomer verejných výdavkov k nominálnemu HDP nesmú prekročiť úroveň 40 %), fixný režim výmenného kurzu, bezpečná úroveň verejného dlhu a efektívna verejná správa príjmov a riadenie výdavkov a práve týchto 6 poznatkov sa využíva ako bodované kritéria. Po obodovaní krajiny podľa toho či spĺňa alebo nespĺňa dané kritérium sa zaraďuje do jednotlivých kategórií, ktoré sú uvedené v tabuľke č. 2. Po zaradení do kategórie sa vykonáva úprava rozsahu cyklu a rozsahu akomodácie monetárnej politiky na základe odhadnutých koeficientov. Pri ekonomike v stave poklesu alebo v nízkej časti cyklu, vrchnú aj spodnú hranicu multiplikátora treba upraviť nahor o 60 %. Ak vznikne opačná situácia, teda ekonomika sa nachádza na vrchole, hranice multiplikátora sa upravujú o 40 % nadol. Uvedené krajné hodnoty tvoria interval (-40 % až 60 %), ktorého hodnoty sa používajú pri produkčnej medzere, ktorej výška sa nachádza medzi týmito hodnotami. Ak monetárna politika nie je účinná, multiplikátor sa upraví o 30 %, ak je monetárna politika účinnejšia, táto hranica sa posúva smerom nadol, interval (0% až 30%).⁴⁴

⁴³ WARMEDINGER, Thomas – C. Westphal, Cristina – HERNÁNDEZ DE COS, Pablo. *Ocasional Paper Series – Fiscal multipliers and beyond* [online]. ECB, 2015. [cit. 6.3.2019] Dostupné online: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbop162.en.pdf>

⁴⁴ WARMEDINGER, Thomas – C. Westphal, Cristina – HERNÁNDEZ DE COS, Pablo. *Ocasional Paper Series – Fiscal multipliers and beyond* [online]. ECB, 2015. [cit. 6.3.2019] Dostupné online: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbop162.en.pdf>

Rovnica multiplikátora $M = Mn * (1 + Cyklus) * (1 + MonPol)$ podľa bucket approach, kde M je hodnota multiplikátora, Mn je multiplikátor v normálnych časoch získaný z bodovacej tabuľky, Cyklus je úprava o ekonomický cyklus na intervale (-0,4 až 0,6) a MonPol je úprava o akomodáciu monetárnej politiky z intervalu (0 až 0,3).⁴⁵

3.2 Prognóza vývoja verejného dlhu v EÚ

Ekonomický rast v HMÚ mal pozitívnu tendenciu a v 3. štvrťroku 2018 narástol o 0,2% medzištvrtročne. Spomaľovanie ekonomického rastu v iných štátoch HMÚ sa prejavuje v Slovenskej exportnej výkonnosti ekonomiky, v roku 2018 došlo k miernemu spomaleniu rastu exportu, ktorý vyplýva z negatívneho vývoja automobilového priemyslu v posledných mesiacoch v krajinách EÚ ako dôsledku zavedenia prísnejších emisných noriem. Slovenskej ekonomiky sa toto zavedenie dotklo miernejšie, keďže automobilový priemysel v SR už so sprísnením noriem počítal a produkoval automobily, ktoré tieto podmienky spĺňali. Impulz pre export, ktorý sa očakáva v roku 2019, vďaka hlavne príchodu novej automobilky a jej produkcie. Týmto spôsobom Slovensko získa trhovú podielu vplyvom automobiliek.⁴⁶

V roku 2019 by sa spotrebiteľský dopyt mal posilniť, po minuloročnom spomalení sa očakáva zvýšenie súkromnej spotreby v priebehu nasledujúcich dvoch rokov a to vďaka vládnym opatreniam (rast miezd, zdvojnásobenie daňového bonusu na deti, školské obedy zdarma). Akcelerácia ekonomického rastu bude mať pozitívne efekty nasledujúce dva roky a to práve vďaka vplyvu novej automobilky, Od roku 2021 sa očakáva cyklické spomalenie rastu z dôvodu spomaľovania zahraničného dopytu.⁴⁷

Na trhu práce v strednodobom horizonte bude dochádzať k spomaľovaniu rastu a zamestnanosti vplyvom cyklického spomalenia ekonomiky. Aj keď tvorba pracovných miest bude naďalej aktuálna, bude menej dynamická. Podľa dostupných údajov, miera nezamestnanosti by mala dosiahnuť historické minimá, a voľné pracovné miesta bude čoraz ťažšie obsadiť.

⁴⁵VAŇKO, Milan – NEVICKÝ, Martin. Fiškálne multiplikátory: prehľad literatúry, ich odhad pre SR [online]. 7.4.2017 Analytický komentár č. 42. [cit. 24.2.2019] 22 s. Dostupné online: https://www.nbs.sk/_img/Documents/_komentare/AnalytickeKomentare/2017/AK42_Fiskalne_multiplikatory.pdf

⁴⁶NBS. Strednodobá predikcia [online]. 18.12.2018. [cit. 16.3.2019] 20 s. ISSN 1338-1466 Dostupné online: https://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/PREDIK/2018/protected/P4Q-2018.pdf

⁴⁷NBS. Strednodobá predikcia [online]. 18.12.2018. [cit. 16.3.2019] 20 s. ISSN 1338-1466 Dostupné online: https://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/PREDIK/2018/protected/P4Q-2018.pdf

3.2.1 Fiškálny vývoj v SR

V roku 2019 sa očakáva deficit verejných financií na úrovni 0,5% HDP, čo bude mať pozitívny vplyv na ekonomický vývoj. V nasledujúcich rokoch podľa prognózy možno očakávať ďalší pokles deficitu a to až na úroveň 0,2% HDP ako dôsledok nárastu príjmov štátneho rozpočtu a to hlavne daňových a odvodových. Čo sa týka verejného dlhu, očakávame pokles a to o 2,4% na úroveň 48,5% HDP v roku 2018. Ak by bola dosiahnutá táto úroveň, voči SR by sa neuplatňovali žiadne sankcie týkajúce sa výšky verejného dlhu.⁴⁸

V nasledujúcich rokoch by tento vývoj mal mať tendenciu pokračovania znižovania. Predpokladá sa, že do roku 2020 bude prevažovať expanzívna politika, no v roku 2021 by už politika SR mala pôsobiť reštriktívne.

Tabuľka č. 3 Prehľad vývoja Verejného dlhu ako podielu na HDP v SR 2017-2021

ROK	2017	2018	2019	2020	2021
Hrubý dlh	50,9%	48,5%	47%	45,3%	44,5%

Zdroj: *vlastné spracovanie podľa ŠÚ SR a NBS.* Dostupné na: https://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/PREDIK/2018/protected/P4Q-2018.pdf

3.2.2 Fiškálny vývoj v Eurozóne

Ekonomická expanzia klesala aj v HMÚ v treťom štvrtroku v porovnaní s prvým polrokom 2018. Pokles rastu HDP z 0,4% v prvom polroku na 0,2% HDP v treťom štvrtroku v eurozóne sa prejavil hlavne vďaka oneskoreniu niektorých výrobcov automobilov v aplikácii nových regulácii ohľadom zavedenie prísnejších emisných noriem a pri prispôbovaní týmto normám, museli automobilový výrobcovia dočasne znížiť produkciu automobilov. Rast HDP v eurozóne klesal aj z dôvodu poklesu domáceho dopytu.⁴⁹

Tabuľka č. 4 Prehľad vývoja Verejného dlhu ako podielu na HDP v Eurozóne

ROK	2018	2019	2020	2021
Hrubý dlh	84,9%	83%	80,9%	79%

Zdroj: *vlastné spracovanie podľa ECB.* Dostupné na: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.projections201812_eurosystemstaff.en.pdf

⁴⁸ NBS. *Strednodobá predikcia* [online]. 18.12.2018. [cit. 16.3.2019] 20 s. ISSN 1338-1466 Dostupné online: https://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/PREDIK/2018/protected/P4Q-2018.pdf

⁴⁹ ECB. *December 2018 Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area* [online]. 2018. [cit. 18.3.2019] 13 s. ISSN 2529-4687 Dostupné online: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.projections201812_eurosystemstaff.en.pdf

Po tom čo v roku 2018 bola fiškálna pozícia eurozóny vo všeobecnosti neutrálna, predpokladá sa, že v rokoch 2019 a 2020 sa mierne uvoľní a v roku 2021 bude opäť neutrálna. Hlavný faktor k uvoľneniu fiškálnej pozície v roku 2019 vyplýva zo zníženia priamych daní a odvodov na sociálne zabezpečenie, ako aj zvýšenia transferov v niektorých krajinách. K tomuto uvoľneniu prispievajú v roku 2020 ďalšie zníženia priamych daní a príspevky na sociálne zabezpečenie, ako aj stále pomerne silný rast výdavkov v niektorých krajinách, avšak v menšom rozsahu ako v roku 2019.⁵⁰

Po zlepšení v roku 2018 sa očakáva, že rozpočtové saldo eurozóny sa v priebehu rokov 2019-21 mierne zhorší, zatiaľ čo pomer dlhu k HDP sa bude znižovať. Zvýšenie deficitu verejných financií je spôsobené zhoršením cyklicky upraveného primárneho salda. Takáto situácia čiastočne vďaka miernym poklesom úrokových výdavkov vyplývajúcich z nahradenia starého dlhu s vysokými úrokovými sadzbami novým dlhom s nižšími úrokovými sadzbami, pričom cyklická zložka zostala vo všeobecnosti nezmenená. Klesajúci trend pomeru verejného dlhu k HDP je podporený kladnými primárnymi saldami a priaznivým diferenciálom úrokových sadzieb. Podľa ECB sa prognóza deficitu v porovnaní s prognózami zo septembra 2018 zhoršila v dôsledku menej priaznivého primárneho salda, zatiaľ čo sa prognóza pomeru dlhu k HDP v dôsledku nižších primárnych zostatkov a revízie historických údajov smerom nahor zlepšila.⁵¹

4 Analýza ukazovateľov a faktorov verejného dlhu vo vybraných krajinách Eurozóny

Táto kapitola sa bude zaoberať emisiou dlhových cenných papierov používaných na financovanie verejného dlhu a porovnávaním verejného dlhu vo vybraných krajinách, jeho štruktúrou a inštitúciami, ktoré sa problematikou, manažmentom a spôsobmi riadenia verejného dlhu a možnosťami jeho financovania zaoberajú.

⁵⁰ ECB. *December 2018 Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area* [online]. 2018. [cit. 18.3.2019] 13 s. ISSN 2529-4687 Dostupné online: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.projections201812_eurosystemstaff.en.pdf

⁵¹ ECB. *December 2018 Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area* [online]. 2018. [cit. 18.3.2019] 13 s. ISSN 2529-4687 Dostupné online: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.projections201812_eurosystemstaff.en.pdf

4.1 Emisia dlhových cenných papierov

Emisia dlhových cenných papierov je jeden zo spôsobov, ktorým štáty dokážu financovať verejný dlh. Niektoré štáty Hospodárskej a menovej únie siahajú práve po dlhových cenných papierov, práve z dôvodu, že takýto spôsob financovania verejného dlhu je pre tieto štáty výhodnejší ako čerpanie bankových úverov. Práve v tejto podkapitole sa budeme venovať emisiám dlhových cenných papierov, ich štruktúre a objemu emisií v SR a v HMÚ. Štatistika zahŕňa **zostatky emisií** (stavy) a **emisie v hrubom vyjadrení** (toky), ktoré sa týkajú riadnej tvorby nových nástrojov na financovanie verejného dlhu.

4.1.1 Slovenská republika

Rastúci význam trhov, na ktorých sa obchoduje s cennými papiermi rastie a dôležitosť emitovania dlhových cenných papierov vydaných nielen v SR ale aj v HMÚ. Informácie pre analýzu peňažnej a finančnej stability sú veľmi dôležité ako aj pre verejnosť tak aj pre samotnú vládu, ktorá tieto cenné papiere emituje. Vďaka emitovaniu dlhových cenných papierov, vláda dokáže nahradiť spôsob financovania verejného dlhu práve pomocou týchto cenných papierov, namiesto toho, aby siahala po bankových úveroch. Štátne dlhopisy emitované vládou predstavujú najväčší podiel na celkovom objeme dlhových cenných papierov vydaných v SR ako môžeme vidieť v nasledujúcej tabuľke.⁵²

Tabuľka č. 5 zostatky emisií v SR za roky 2017-2019 v mil. €

Mesiac	Zostatky emisií				
	Celkom	Peňažné finančné inštitúcie	Nepeňažné finančné inštitúcie	Nefinančné spoločnosti	Verejná správa
01/2017	44,859	4,924	1,550	3,716	34,668
12/2017	49,228	5,683	2,659	3,813	37,072
01/2018	49,255	5,578	2,674	3,819	37,183
12/2018	50,632	5,622	3,354	3,812	37,844
01/2019	50,912	5,621	3,385	3,821	38,086

Zdroj: vlastné spracovanie podľa NBS. Dostupné na: <https://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/financne-trhy/cenne-papiere/statistika-vydanych-cennych-papierov>

Ako môžeme vidieť z týchto tabuliek, najväčší podiel na emitovaní dlhových papierov mali práve dlhové papiere emitované vládou a to vo výške 38,086 mil. € v januári 2019. Oproti decembru minulého roka dosiahli nárast, kedy výška emitovaných CP dosiahla

⁵² NBS [online]. [cit. 15.3.2019] Dostupné online: <https://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/financne-trhy/cenne-papiere/statistika-vydanych-cennych-papierov>

37,844 mil. €. Objem vydaných dlhových CP peňažných finančných inštitúcií dosiahol začiatkom prvého štvrťroka 2019 výšku 5,621 mil. €. Podľa výšky emitovaných dlhových CP sa nefinančné spoločnosti umiestnili na treťom mieste a hodnota dosahovala 3,821 mil. € a na poslednom mieste boli nepeňažné finančné inštitúcie pri emisií vo výške 3,385 mil. €. Z hľadiska posledných troch rokov, zostatky emisií sa každým rokom postupne zvyšovali vo všetkých sektoroch.

Tabuľka č. 6 Emisie v hrubom vyjadrení v SR za roky 2017-2019 v mil. €

Mesiac	Emisie v hrubom vyjadrení				
	Celkom	Peňažné finančné inštitúcie	Nepeňažné finančné inštitúcie	Nefinančné spoločnosti	Verejná správa
01/2017	1,377	0,199	0,096	0,021	1,061
12/2017	0,625	0,049	0,567	0,009	0
01/2018	0,245	0	0,027	0,029	0,189
12/2018	0,925	0,257	0,634	0,035	0
01/2019	0,299	0	0,028	0,027	0,244

Zdroj: *vlastné spracovanie podľa NBS. Dostupné na: <https://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/financne-trhy/cenne-papiere/statistika-vydanych-cennych-papierov>*

Čo sa týka emisií v hrubom vyjadrení, celkovo oproti decembru roka 2018 zaznamenali pokles, ak zohľadníme všetky sektory, a to z výšky 0,925 mil. € na 0,299 mil. € v januári 2019. Z hľadiska emisie vládou avšak zaznamenávame nárast, a to vo výške 0,244 mil. €. Napriek rastu emisie vo verejnom sektore, peňažné finančné inštitúcie, nepeňažné finančné inštitúcie a nefinančné spoločnosti zaznamenali pokles emisie v januári roku 2019 oproti decembru roka 2018.

4.1.2 Hospodárska a menová únia

Emisia dlhových cenných papierov v Hospodárskej a menovej únii sa líši, a to hlavne vo výške emisii dlhových cenných papierov v jednotlivých sektoroch. V SR najvyšší počet dlhových cenných papierov emituje vláda, v HMÚ je táto situácia podobná, cenné papiere emitované vládou sú stále na prvom mieste, avšak v menšom podiele ako v SR. V nasledujúcej tabuľke môžeme vidieť podieľ a výšku emisie dlhových cenných papierov v HMÚ podľa jednotlivých sektorov.

Tabuľka č. 7 Zostatky emisií v HMÚ za roky 2017-2019 v mld. €

Priemer za mesiac/rok	Zostatky emisií				
	Celkom	Peňažné finančné inštitúcie	Nepeňažné finančné inštitúcie	Nefinančné spoločnosti	Verejná správa
2017	16,603	4,080	3,264	1,225	8,004
03/2018	16,752	4,122	3,266	1,271	8,093
10/2018	17,004	4,194	3,363	1,300	8,147
12/2018	16,956	4,193	3,363	1,283	8,118
01/2019	17,099	4,253	3,364	1,295	8,187

Zdroj: *vlastné spracovanie podľa ECB. Dostupné na: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000044>*

Zostatky emisií v jednotlivých sektoroch majú inú štruktúru ako v SR a to hlavne pri emisiách verejnej správy. V SR na celkovej emisii má verejná správa podiel 77% a v HMÚ je tento podiel o niečo menší, dosahujúci podiel približne 48% celkovej emisie dlhových cenných papierov.

Tabuľka č. 8 Emisie v hrubom vyjadrení v HMÚ za roky 2017-2019 v mld. €

Priemer za mesiac/rok	Emisie v hrubom vyjadrení				
	Celkom	Peňažné finančné inštitúcie	Nepeňažné finančné inštitúcie	Nefinančné spoločnosti	Verejná správa
2017	0,615	0,233	0,129	0,054	0,200
03/2018	0,655	0,253	0,124	0,056	0,222
10/2018	0,645	0,245	0,145	0,061	0,193
12/2018	0,461	0,167	0,152	0,050	0,093
01/2019	0,750	0,326	0,106	0,063	0,254

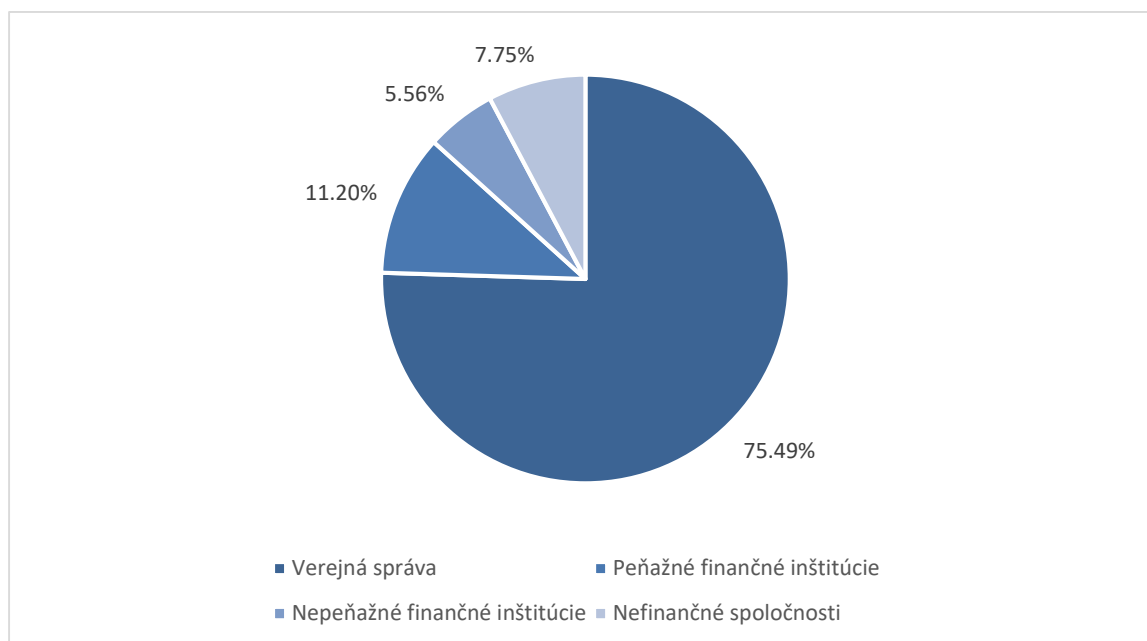
Zdroj: *vlastné spracovanie podľa ECB. Dostupné na: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000044>*

Emisie v hrubom vyjadrení sa taktiež líšia a to hlavne v podiele emisii v jednotlivých sektoroch oproti SR. Rozdiely možno hlavne vidieť v emisiách verejnej správy, kde v SR existujú mesiace, kedy neboli vydané žiadne dlhové cenné papiere avšak v HMÚ je trend emisie viac menej konštantný s určitými odchýlkami v jednotlivých mesiacoch.

4.1.3 Porovnanie emisie dlhových cenných papierov v SR a HMÚ

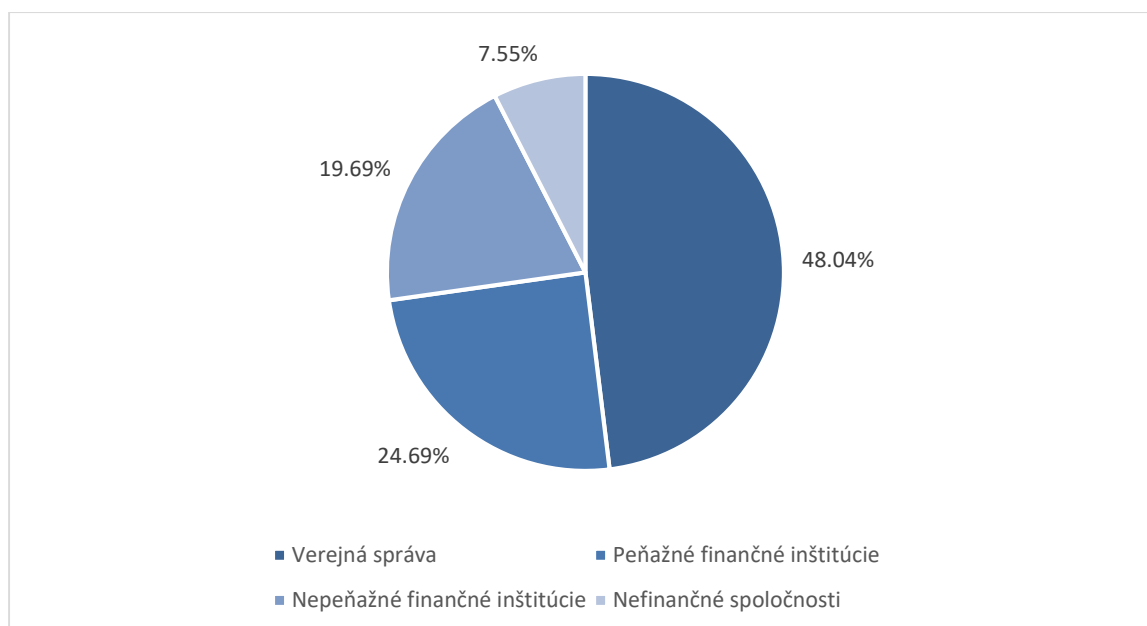
Hlavný rozdiel emisie pri emisii DCP spočíva hlavne v objeme emisii. Pochopiteľne, objem emisií v HMÚ je oveľa vyšší, keďže sa počíta za všetky štáty, ktoré sú jej súčasťou. Podiel emisie DCP za SR je zanedbateľný pomere k celkovým emisiám HMÚ. Zatiaľ čo emisie v SR môžeme počítať v miliónoch, v HMÚ sa počítajú v miliardách.

Graf č. 2 Zostatky emisii DCP podľa jednotlivých sektorov v SR⁵³



Zdroj: *vlastné spracovanie podľa NBS*. Dostupné na: <https://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/financne-trhy/cenne-papiere/statistika-vydanych-cennych-papierov>

Graf č. 3 Zostatky emisii DCP podľa jednotlivých sektorov v HMÚ⁵⁴



Zdroj: *vlastné spracovanie podľa ECB*. Dostupné na: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000044>

Ďalšie rozdiely nachádzame hlavne v podieloch na emisiách DCP podľa jednotlivých sektorov. Zatiaľ čo je objem emisie DCP vydaných verejnou správou v SR v priemere 77%

⁵³ Údaje su sprimerované podľa objemu emisie za posledné tri roky

⁵⁴ Údaje su sprimerované podľa objemu emisie za posledné tri roky

celkového objemu, v HMÚ tento podiel dosahuje výšku necelých 49%. Napriek tomu, DCP emitované verejnou správou pri porovnaní s ostatnými sektormi dosahujú najvyšší podiel na celkovom objeme emisii DCP ako aj v SR tak aj v HMÚ. Na druhom mieste sa umiestnili DCP emitované peňažnými finančnými inštitúciami v podiele 11,2% v SR a 24,7% v HMÚ oproti celkovej emisii. Tretím najvýznamnejším emitentom DCP boli nepeňažné finančné inštitúcie v podiele oproti celkovej emisii 5,6% v SR a 19,7% v HMÚ. Ďalší sektor sú nefinančné spoločnosti, ktoré v SR emitovali 7,8% DCP celkového objemu a v HMÚ 7,6%.

Ako z uvedeného možno vidieť, že rozdiel, ktorý vznikol pri objeme emisie verejnou správou v SR a HMÚ, sa prejavil práve v podiele peňažných a nepeňažných inštitúcií, ktorý je v HMÚ vyšší ako v SR. Čo sa týka nefinančných inštitúcií, percentuálny podiel je veľmi podobný v SR a HMÚ. Z medziročného hľadiska zostatky emisií rástli v SR aj v HMÚ, avšak tento rast bol významnejší v SR. Pri porovnaní celkovej emisie DCP SR a HMÚ, podiel SR ostal zanedbateľný, a to vo výške 0,3%.

4.2 Manažment verejného dlhu v Slovenskej republike a v Rakúsku

V tejto podkapitole sa budeme venovať inštitúciám zaoberajúcim sa manažmentom verejného dlhu v SR a v Rakúsku a ich porovnaniu. Taktiež sa budeme venovať štruktúram verejného dlhu v oboch krajinách ako aj ich výške a následne vzájomnej komparácii.

4.2.1 Inštitúcie zaoberajúce sa manažmentom verejného dlhu v SR

Od roku 2004, v ktorom Slovenská republika vstúpila do Európskej únie, sa manažmentom verejného dlhu zaoberá niekoľko inštitúcií. Ministerstvo financií SR sa zaoberá strategicko-koncepčným riadením verejného dlhu, spravuje verejný dlh podľa zákona 386/2002 o štátnom dlhu a zárukách, inými slovami má na starosti vypracovanie stratégie na financovanie štátneho dlhu. Taktiež uzatvára zmluvy v mene Slovenskej republiky, ktoré sa týkajú verejného dlhu a vedie evidenciu a účtovníctvo o štátnom dlhu.

Agentúra pre riadenie dlhu a likvidity (ARDAL) sa spolu s Ministerstvom financií SR podieľa na tvorbe Stratégie riadenia dlhu a zabezpečuje emitovanie cenných papierov pre MF SR. Spolupracuje so Štátnou pokladnicou a spoločne s ňou nesie zodpovednosť za zabezpečenie dennej platobnej schopnosti štátu a na jedinom účte štátu optimalizuje zostatok. Podklady, ktoré sú určené pre vysporiadanie emisií štátnych cenných papierov poskytuje Národnej banke Slovenska. Ďalšou z úloh ARDAL je vypracovanie operatívneho plánu zdrojov a potrieb pre financovanie priebežného schodku štátneho rozpočtu a takisto pre financovanie splatného štátneho dlhu v horizonte jedného mesiaca. ARDAL musí

vypracovávať tento plán na dennej báze. S MF SR spolupracuje pri evidencii, vykazovaní a analyzovaní štátneho dlhu a likvidity podľa jeho definovaných požiadaviek a zabezpečuje ostatné činnosti, ktoré sú v súlade s platnými normami.⁵⁵

„Národná banka Slovenska ako agent štátu vysporiadava výsledky primárnych emisií štátnych pokladničných poukázok a štátnych dlhopisov, vysporiadava štátne pokladničné poukázky pri ich splatnosti, realizuje výplatu kupónov a istín štátnych dlhopisov pri ich splatnosti. Podieľa sa na aktivitách pre rozvoj trhu štátnych cenných papierov a podporuje standardizáciu vysporiadania štátnych cenných papierov podľa obvyklej praxe EÚ, pripravuje podklady pre tvorbu stratégie riadenia dlhu, likvidity a rizík v súvislosti s menovou politikou a na expertnej úrovni koncepčne spolupracuje pri riadení štátneho dlhu.“⁵⁶

„Štátna pokladnica spolupracuje s Ministerstvom financií Slovenskej republiky, Národnou bankou Slovenska a Agentúrou pre riadenie dlhu a likvidity. Zodpovedá spolu s ARDAL za zabezpečenie dennej platobnej schopnosti štátu (centralizuje príjmy, realizuje výdavky), spolu s ARDAL riadi a optimalizuje zostatok na jedinom účte štátu, spravuje pohľadávky a záväzky štátneho rozpočtu.“⁵⁷

4.3 Sankčné pásma a dlhová brzda

Dlhová brzda sa dá opísať ako hranica pre výšku verejného dlhu, ktorá je stanovená ústavným zákonom o rozpočtovej zodpovednosti a primárnym cieľom dlhovej brzdy je zabrániť nárastu verejného dlhu a jeho kritických hraníc pomocou mechanizmov využívajúcich sankcie a korekcie. Hlavný dôvod, pre ktorý vznikla dlhová brzda je tendencia zadlžovania štátov a následný zlý **manažment** financovania štátneho deficitu a verejného dlhu. Nie vždy si vláda uvedomí akú výšku verejného dlhu má, až kým tento dlh nedosiahne kritickú úroveň, a preto je potom vláda nútená prijať drastické opatrenia týkajúce sa úspor v štátnom rozpočte, čo má dopad na životnú úroveň obyvateľstva. Aby sa zabránilo takémuto scenáru, bol stanovený limit na dlh pod názvom dlhová brzda a má pomáhať štátom pri predchádzaní takejto situácie s dostatočnou rezervou a vyššou disciplínou vlády.⁵⁸

⁵⁵ MEDVEĎ, Jozef a kol. Verejné financie. Bratislava: SPRINT vfra, 2005. ISBN 80-89085-32-2

⁵⁶ MEDVEĎ, Jozef a kol. Verejné financie. Bratislava: SPRINT vfra, 2005. s. 361-362. ISBN 80-89085-32-2

⁵⁷ MEDVEĎ, Jozef a kol. Verejné financie. Bratislava: SPRINT vfra, 2005. s. 361-362. ISBN 80-89085-32-2

⁵⁸ Kancelária Rady pre rozpočtovú zodpovednosť. 2016-2018. Dlhová brzda [online]. [cit. 20.2.2019]. Dostupné online: <https://www.rozpoctovarada.sk/dlhovabrzda/>

Z hľadiska nadnárodnej úrovne využívania dlhovej brzdy je zavedená v Pakte stability a rastu, ktorého súčasťou sú všetky členské krajiny Európskej únie. Tak ako je uvedené v Maastrichtských kritériách, všetky krajiny sú povinné udržiavať hranicu verejného dlhu pod úrovňou 60% HDP. Ak členské štáty toto pravidlo porušia môže Európska komisia a Rada Európskej únie uvaliť týmto štátom sankcie. Z tohto dôvodu sú v zákone o rozpočtovej zodpovednosti stanovené **sankčné pásma**, podľa ktorých musí vláda v zmysle zákona pravidelne informovať o krokoch podniknutých na znižovanie dlhu. Tieto prijaté opatrenia sú následne vyhodnotené Radou pre rozpočtovú zodpovednosť v každoročnej správe o plnení pravidiel rozpočtovej zodpovednosti a transparentnosti.⁵⁹

Sankčné pásma sú definované podľa zákona o rozpočtovej zodpovednosti a podľa výšky dlhu sa rozlišuje päť sankčných pásiem podľa súčasného stavu verejného dlhu. Ak hranica dlhu dosiahne 50 až 53% HDP má MF SR povinnosť zaslať NR SR písomné zdôvodnenie o výške dlh, pričom musí zaslať aj návrh opatrení na jeho zníženie. 53 až 55% HDP je výška dlhu, pri ktorej vláda predkladá na rokovanie NR SR návrh opatrení na zabezpečenie zníženia dlhu a pri takejto výške verejného dlhu musia členovia vlády znížiť svoje platy na úroveň predchádzajúceho roka. Tretia sankcia sa uplatňuje pri výške dlhu 55 až 57% HDP, rozpočty vlády a samospráv na budúci rok sa schvaľujú bez navyšovania výdavkov medziročne a MF SR viaže 3% aktuálneho ŠR. Ak sa verejný dlh pohybuje na úrovni 57 až 60% HDP vláda nesmie predložiť rozpočet verejnej správy z deficitom NR SR a samosprávy majú povinnosť schváliť len prebytkový alebo vyrovnaný rozpočet. Posledná sankcia sa uplatňuje nad 60% HDP a v tomto prípade vláda žiada NR SR o vyslovenie dôvery.⁶⁰

Hranica dlhu bola stanovená na výšku 60% HDP z dôvodu neistoty ohľadom strednodobého ekonomického vývoja v danom období. Od roku 2018 sa táto hranica posúva o 1 percentuálny bod nadol ročne, až kým nedosiahne hranicu 50% HDP v roku 2027. Aj keď je problematika určenia výšky hranice dlhu veľmi komplexná a neexistuje na ňu jednoznačné riešenie alebo odpoveď, navrhnutý limit 50% HDP má veľmi dobré odôvodnenie keďže pre malé ekonomiky môže byť hranica dlhu 60% HDP problémom pretože sú viac závislé od výkyvov na finančných trhoch.⁶¹

⁵⁹ Kancelária Rady pre rozpočtovú zodpovednosť. 2016-2018. Dlhová brzda [online]. [cit. 20.2.2019]. Dostupné online: <https://www.rozpocctovarada.sk/dlhovabrzda/>

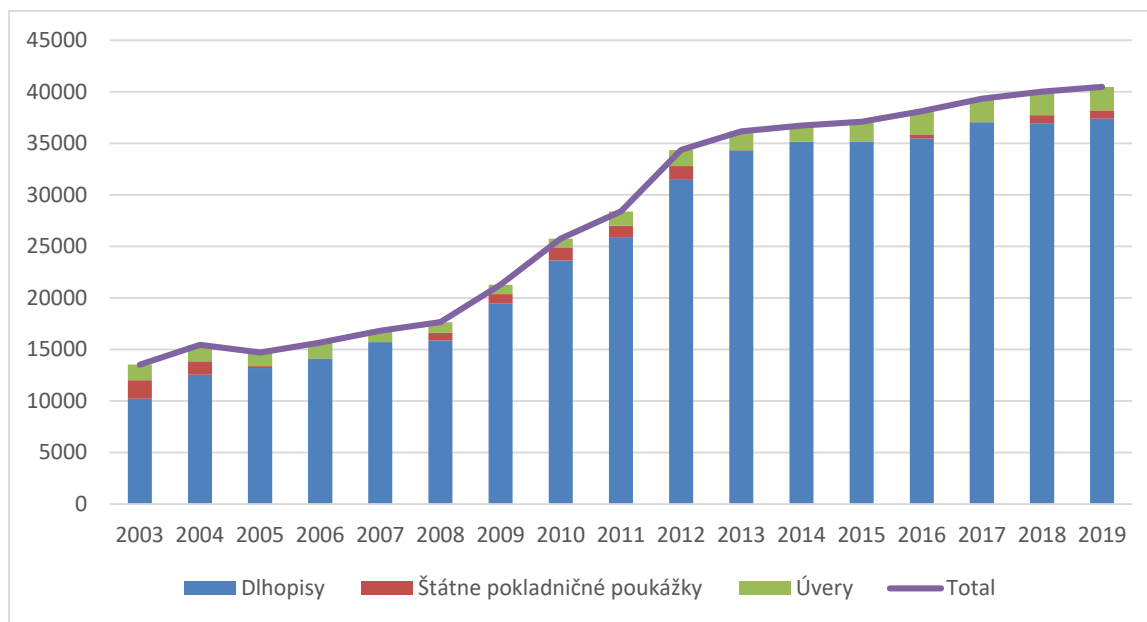
⁶⁰ Kancelária Rady pre rozpočtovú zodpovednosť. 2016-2018. Dlhová brzda [online]. [cit. 20.2.2019]. Dostupné online: <https://www.rozpocctovarada.sk/dlhovabrzda/>

⁶¹ Kancelária Rady pre rozpočtovú zodpovednosť. 2016-2018. Dlhová brzda [online]. [cit. 20.2.2019]. Dostupné online: <https://www.rozpocctovarada.sk/dlhovabrzda/>

4.3.1 Verejný dlh SR

Verejný dlh SR má určitú štruktúru určitý vývoj. Štruktúra verejného dlhu v SR je hlavne určená spôsobom jeho financovania. SR siahla práve po financovaní verejného dlhu pomocou dlhových cenných papierov a v menšej miere po obchodných úveroch a financovaní VD pomocou štátnych pokladničných poukázok. V nasledujúcej tabuľke možno vidieť štruktúru verejného dlhu v SR.

Graf č. 4 Prehľad vývoja a štruktúry verejného dlhu za predchádzajúce roky v mil. €

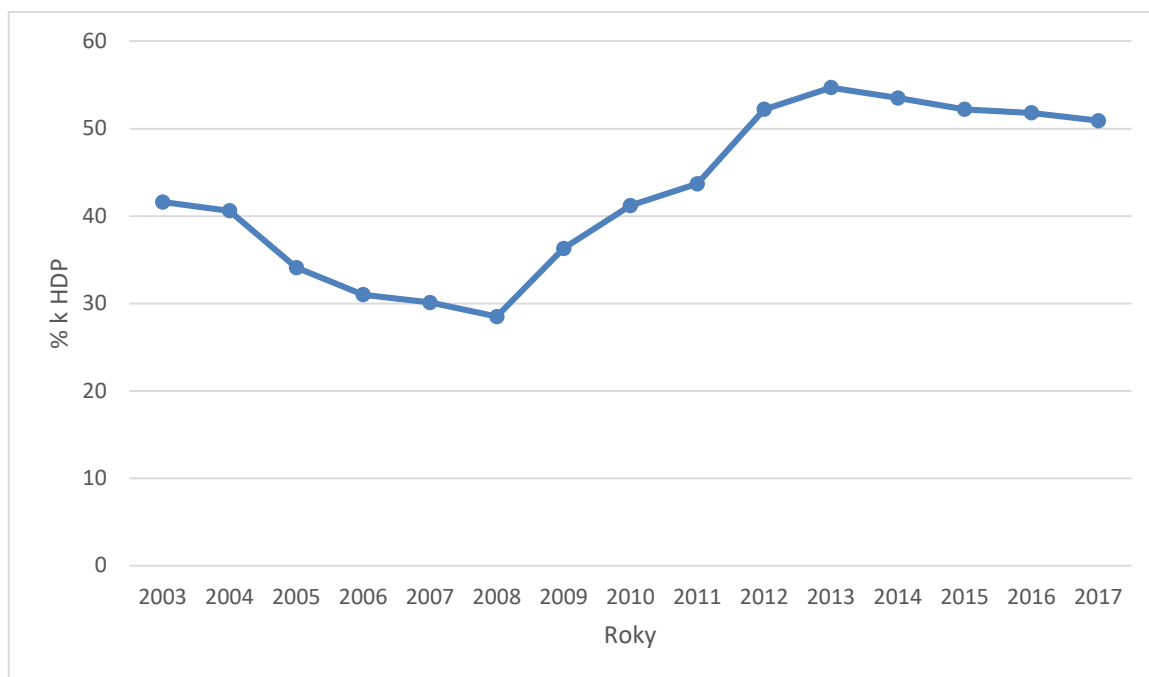


Zdroj: vlastné spracovanie podľa ARDAL

Prevažnú časť verejného dlhu SR tvoria dlhové cenné papiere a to hlavne z dôvodu, že pre vládu sú prijateľne a dokáže ich emitovať investorom za nižší úrok, ako keby siahla po bankovom úvere. Bankové úvery a štátne pokladničné poukázky tvoria len malé percento na celkovom objeme verejného dlhu SR. Vývoj verejného dlhu v priebehu minulých rokov mal tendenciu konštantného rastu, aj napriek tomu, že pomer verejného dlhu v pomere k HDP v posledných rokoch klesá.

Pri vstupe SR do EÚ v roku 2004 bol verejný dlh SR na úrovni 15,5 mld. € v roku 2005 klesol na úroveň 14,7 mld € a od tohto roku ma tendenciu rastu. Výraznejší rast verejného dlhu nastal práve v rokoch 2009-2012, v ktorých bola aktuálna globálna finančná kríza, ktorá k predmetnému vývoju výrazne prispela. Avšak, pomer verejného dlhu k HDP mal iný vývoj.

Graf č. 5 Prehľad vývoja verejného dlhu za predchádzajúce roky v pomere k HDP



Zdroj: vlastne spracovanie podľa: Rozpočtová rada. Dostupné online: <https://www.rozpoctovarada.sk/dlhovabrzda/>

Ako môžeme vidieť, percentuálny podiel dlhu k HDP do roku 2008 klesal až na úroveň 28,5% k HDP a to práve vďaka vstupu SR do EÚ a hospodárskemu a ekonomickému rozvoju, ktorý tento vstup priniesol. Avšak výskytom finančnej krízy v rokoch 2008-2009 a vplyvom vstupu SR do eurozóny v roku 2009 začal tento pomer výrazne rásť kým v roku 2013 nedosiahol výšku podielu 54,7% k HDP. Trend rastu sa v roku 2013 zastavil a postupne začal klesať a dostal sa na úroveň 50,9% k HDP koncom roka 2017. Prognózy hovoria, že trend klesania podielu verejného dlhu na HDP bude pokračovať, aj keď nominálna hodnota bude v budúcnosti rásť, to môže v konečnom dôsledku mať negatívny dopad na celkovú ekonomiku SR.

4.3.2 Inštitúcie zaoberajúce sa manažmentom verejného dlhu v Rakúsku

V Rakúskej republike má na starosti manažment verejného dlhu inštitúcia pod názvom Austrian treasury (Rakúska štátna pokladnica). Rakúska štátna pokladnica je právne založená na rakúskom spolkovom zákone o financovaní 763/1992 z roku 1992. Koná v jej mene a na svoj účet a je v úplnom vlastníctve Rakúskej republiky, zastúpenej Spolkovým ministerstvom financií.⁶²

⁶² Austrian treasury [online]. [cit. 4.4.2019] Dostupné online: <https://www.oebfa.at/en/ueber-die-oebfa/ueber-uns.html>

Činnosť Rakúskej štátnej pokladnice kontrolujú interní audítori, certifikovaný účtovník a rakúsky auditorský dvor. Okrem toho je interný audit Ministerstva financií Rakúskej republiky oprávnený preskúmať činnosť Rakúskej štátnej pokladnice. Dvor audítorov každoročne predkladá parlamentu ročné Federálne finančné účty vrátane účtovníctva súvisiaceho s financovaním dlhu.⁶³

Rakúska štátna pokladnica má v mene a na účet Federácie plniť nasledujúce úlohy: spravovať finančné dlhy pre federáciu, uzatvárať swapy a iné úverové transakcie, t.j. najmä dohody o výmene čiastok s fixnou sadzbou voči čiastkam s pohyblivou sadzbou v tej istej mene a o výmene úrokových a odkúpených čiastok v rôznych menách.⁶⁴

Ďalej má za úlohu reštrukturalizovať úverové transakcie uvedené v predošlom odseku vrátane verejného dlhu, ktorý existuje v čase nadobudnutia účinnosti tohto zákona, swapov a iných úverových obchodov, ak sa zníži menové riziko alebo požiadavka na úroky alebo sa zlepší štruktúra splácania.⁶⁵

Poskytovať služby úverových operácií vrátane finančného dlhu, ktorý existoval v čase nadobudnutia účinnosti tohto zákona, swapov a iných úverových transakcií, vystupovať ako centrálny manažér likvidity Federácie podľa § 5 ods. 40 ods. 1 a 3 zákona o rozpočtovom účtovníctve, investovať fondy núdzového fondu podľa zákona o núdzových fondoch, investovať finančné prostriedky na zásobovanie vodou v bytoch v súlade s ust. 7 ods. 4 Zákona o zdieľaní finančného bremena 1993, (Ústavné ustanovenie) na spravovať dlhy, uzatvárať swapov a investovať finančné prostriedky aj pre iné subjekty a osobitné účty Federácie na žiadosť Spolkového ministra financií.⁶⁶

Primárnym cieľom Rakúskej štátnej pokladnice je dlhodobو zabezpečiť financovanie vlády pri najnižších možných nákladoch v dlhodobom horizonte a pri negatívnom postoji k riziku. Plánovací horizont pokrýva viacero rozpočtových období. Rakúska štátna pokladnica sa ako štátna pokladnica Rakúskej republiky riadi konzervatívnou dlhovou politikou, ktorá je založená na určitých základoch.⁶⁷

⁶³ Austrian treasury [online]. [cit. 4.4.2019] Dostupné online: <https://www.oebfa.at/en/ueber-die-oebfa/ueber-uns.html>

⁶⁴ Austrian treasury [online]. [cit. 4.4.2019] Dostupné online: <https://www.oebfa.at/en/ueber-die-oebfa/aufgaben.html>

⁶⁵ Austrian treasury [online]. [cit. 4.4.2019] Dostupné online: <https://www.oebfa.at/en/ueber-die-oebfa/aufgaben.html>

⁶⁶ Austrian treasury [online]. [cit. 4.4.2019] Dostupné online: <https://www.oebfa.at/en/ueber-die-oebfa/aufgaben.html>

⁶⁷ Austrian treasury [online]. [cit. 5.4.2019] Dostupné online: <https://www.oebfa.at/en/funding/strategie-schuldenmanagement.html>

- **Rozdielnosť zdrojov refinancovania:** ŠP Rakúska používa širokú škálu nástrojov a emisných programov, vrátane aukcií dlhopisov, úverov, dlhových certifikátov, pokladničných poukázok a dlhopisov a týmto si zabezpečuje vysoký stupeň flexibility, pokiaľ ide o prístup na trh, pričom sa oslovujú rôzne skupiny investorov.⁶⁸
- **Široko diverzifikovaný profil splácania:** Potenciálne splatnosti jednotlivých záväzkov sa pohybujú od jedného dňa po maximálne 100 rokov. Splatnosti sú spravované tak, aby sa predišlo vysokému refinančnému riziku v krátkom období kedykoľvek je to možné.⁶⁹
- **Udržiavanej likviditnej benchmarkovej krivky:** Rakúske vládne dlhopisy majú funkciu likvidity pre rôzne miery financovania na domácom trhu. Všetky opatrenia sú prijaté s cieľom čo najviac uľahčiť likviditu trhu.⁷⁰
- **Transparentná informačná politika:** Rakúska republika je po desaťročia dôveryhodným a spoľahlivým emitentom na medzinárodnom kapitálovom trhu. Informácie o aukčnom kalendári, aktuálnych úrovniach dlhu a ekonomickom vývoji sú priebežne aktualizované a ľahko dostupné všetkým účastníkom trhu.⁷¹
- **Široká základňa investorov:** Skupina primárnych obchodníkov pozostávajúca z 21 národných a medzinárodných inštitúcií pomáha Rakúskej republike pri zabezpečovaní účinného prístupu na trh. Neustále aktivity v oblasti vzťahov s investormi, ako sú napríklad roadshow a stretnutia investorov, odrážajú dôležitosť dobre diverzifikovanej investorskej základne zameranej na eurozónu.⁷²

4.3.3 Verejný dlh Rakúska

Verejný dlh Rakúska ma podobnú štruktúru ako VD SR, avšak tieto dlhy majú rozdielnu výšku. Rakúsko vo veľkej miere siaha po financovaní VD pomocou dlhopisov, v menšej miere po financovaní pomocou obchodných úverov a financovaní pomocou štátnych pokladničných poukázok.

⁶⁸ Austrian treasury [online]. [cit. 5.4.2019] Dostupné online: <https://www.oebfa.at/en/funding/strategie-schuldenmanagement.html>

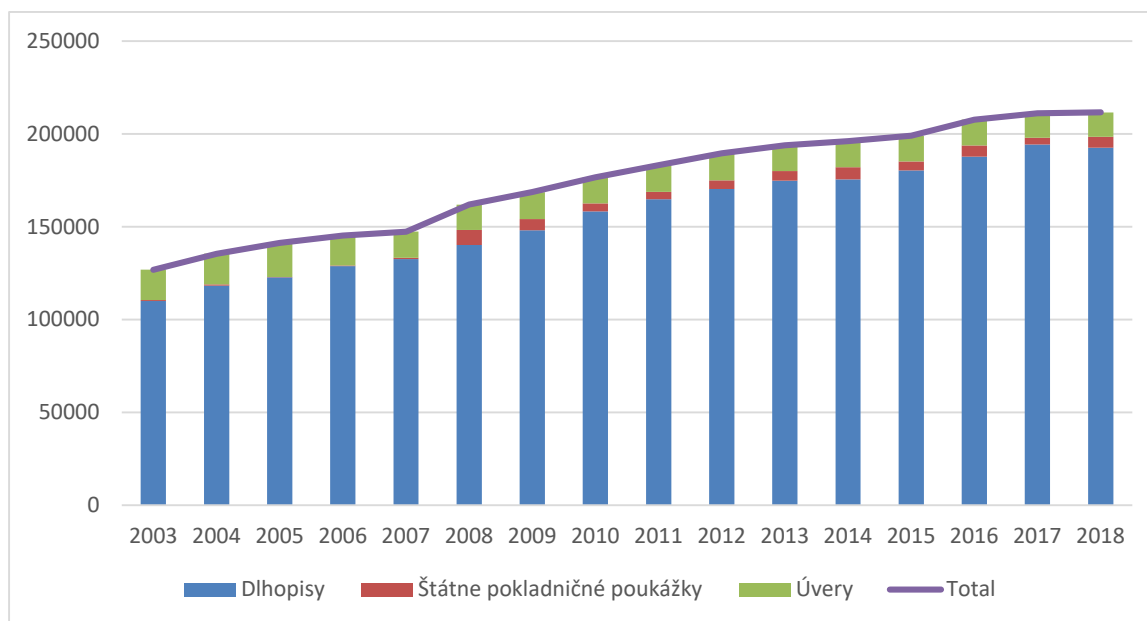
⁶⁹ Austrian treasury [online]. [cit. 5.4.2019] Dostupné online: <https://www.oebfa.at/en/funding/strategie-schuldenmanagement.html>

⁷⁰ Austrian treasury [online]. [cit. 5.4.2019] Dostupné online: <https://www.oebfa.at/en/funding/strategie-schuldenmanagement.html>

⁷¹ Austrian treasury [online]. [cit. 5.4.2019] Dostupné online: <https://www.oebfa.at/en/funding/strategie-schuldenmanagement.html>

⁷² Austrian treasury [online]. [cit. 5.4.2019] Dostupné online: <https://www.oebfa.at/en/funding/strategie-schuldenmanagement.html>

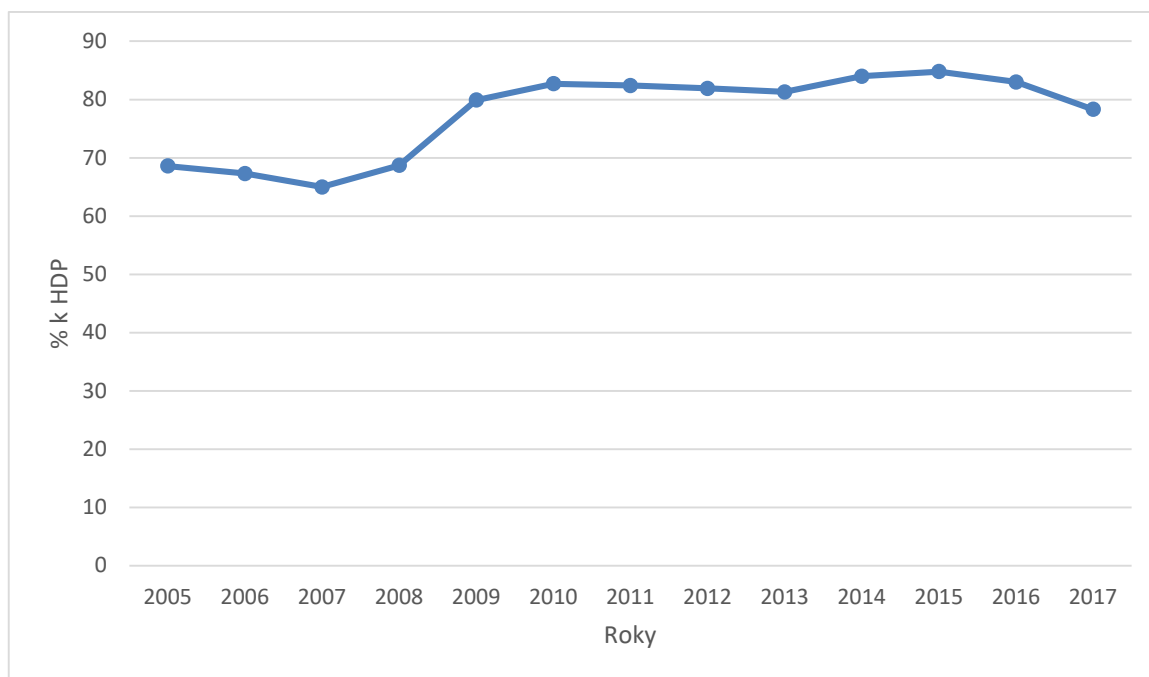
Graf č. 6 Prehľad vývoja a štruktúry verejného dlhu za predchádzajúce roky v mil. €



Zdroj: *vlastné spracovanie podľa OENB.* Dostupné online: <https://www.oenb.at/isaweb/report.do;jsessionid=0A885BF5FC9ECD0C8D94E23CDE064840?report=7.21>

Prevažnú časť verejného dlhu Rakúska tvoria dlhové cenné papiere, menšiu časť tvoria úvery a štátne pokladničné poukážky tvoria najmenšiu časť. Z hľadiska vývoja za posledných 15 rokov verejný dlh rástol. Po rok 2007 pozorujeme miernejší nárast ako v rokoch 2008-2013 a to hlavne vďaka finančnej kríze, ktorá zasiahla všetky štáty eurozóny. Stagnáciu rastu pozorujeme až v rokoch 2017-2018, kedy verejný dlh rástol veľmi mierne.

Graf č. 7 Prehľad vývoja verejného dlhu za predchádzajúce roky v pomere k HDP



Zdroj: vlastné spracovanie podľa EUROSTAT. Dostupné online: <https://ec.europa.eu/eurostat/en/web/government-finance-statistics/statistics-illustrated>

Ako môžeme vidieť z grafu, od roku 2005 po rok 2007 pomer dlhu k HDP klesal hlavne vďaka priaznivej ekonomickej situácii a dostal sa na úroveň 65% no v roku 2008 príchodom finančnej krízy sa tento stav zmenil a pomer dlhu k HDP začal prudko rásť a behom troch rokov dosiahol úroveň 82,7% HDP. Od roku 2010 sa HDP pohyboval približne na úrovni 82% a výraznejší rozdiel pozorujeme až v roku 2017 keď pomer dlhu k HDP dosiahol 78,3%. Podľa súčasných prognóz by táto tendencia v budúcich rokoch mala pokračovať.

4.3.4 Porovnanie Slovenskej republiky a Rakúska z hľadiska prístupov k manažmentu verejného dlhu

Ak porovnáваме inštitúcie, ktoré sa zaoberajú verejným dlhom v SR a v Rakúsku, nájdeme určité rozdiely. Riadenie verejného dlhu a jeho manažment je v každom z týchto štátov upravený rozdielnymi zákonmi. Samozrejme, nachádzame rozdiely aj v inštitúciách, ktoré sa verejným dlhom zaoberajú, kým v SR je riadením verejného dlhu poverené Ministerstvo financií, ktoré sa spolu s Agentúrou pre riadenie dlhu a likvidity a Štátnou pokladnicou na riadení podieľa. ARDAL spolupracuje so Štátnou pokladnicou a spoločne s ňou nesie zodpovednosť za zabezpečenie dennej platobnej schopnosti štátu. V Rakúsku je riadením verejného dlhu poverená Rakúska štátna pokladnica, ktorá vykonáva všetky operácie týkajúce sa verejného dlhu v mene Ministerstva financií Rakúskej republiky.

Taktiež je Rakúska štátna pokladnica podriadená MF Rakúskej republiky a minister financií je zodpovedný za rozpočet a verejné financie. Avšak, podľa Rakúskeho spolkového zákona o financovaní 763/1992 z roku 1992 Rakúska štátna pokladnica je poverená ministrom financií, aby vykonávala všetky právne záležitosti týkajúce sa verejného dlhu a jeho manažmentu. Emisiou dlhových cenných papierov je v SR poverená ARDAL a v Rakúskej republike je to Rakúska štátna pokladnica.

Obidva štáty prostredníctvom MF úlohu manažmentu verejného dlhu odovzdali Agentúram, ktoré dlh spravujú, aj keď v SR túto úlohu nesú MF, ARDAL a Štátna pokladnica a fungujú na základe spolupráce, v Rakúsku je táto úloha vcelku poverená Rakúskej štátnej pokladnici a MF Rakúskej republiky túto pokladnicu zastupuje.

Ak porovnávame verejný dlh SR a Rakúska, z predchádzajúcich grafov pozorujeme podobnú štruktúru, avšak rozdielnú výšku a veľkosť týchto dlhov, hlavne vďaka objemu HDP. V SR bol v roku 2018 HDP v priemere na úrovni 88 mld. € a v Rakúsku 386 mld. €. Avšak podľa grafov pozorujeme v SR oveľa nižší podiel VD na HDP ako v Rakúsku, a to hlavne pred finančnou krízou. V Rakúsku sa dlh pohyboval na úrovni 70% HDP a v SR to bolo 28,5% v roku 2008. Následne pozorujeme prudký nárast dlhu v oboch krajinách, aj keď percentuálny podiel dlhu na HDP vplyvom finančnej krízy v Rakúsku až vzrástol na úroveň 83% v roku 2010, v SR bola situácia rozhodne horšia, keďže sa podiel dlhu na HDP zvýšil o skoro 100%, z úrovne 28,5% v roku 2008 na úroveň 54,7% v roku 2013. Po ústupe finančnej krízy v Rakúsku sa podiel verejného dlhu na HDP pohyboval na úrovni vyše 80% až po rok 2017, v SR sa podiel verejného dlhu na HDP úspešne darí znižovať už od roku 2013.

Záver

Hlavným cieľom bolo poukázať na možnosti financovania verejného dlhu v SR a Rakúskej republike na základe inštitúcií, ktoré sa vo vybraných krajinách zaoberajú riadením a manažmentom verejného dlhu. V predkladanej bakalárskej práci boli preskúmané a charakterizované štruktúry verejných dlhov a ich vývoj vo vybraných krajinách pomocou komparácie, prognózy vývoja verejného dlhu v SR a v HMÚ.

Slovenskú republiku a Rakúsko sme si vybrali z dôvodu ich geografickej blízkosti polohy aj napriek veľkej odlišnosti týchto dvoch štátov z ekonomického a historického hľadiska. Aj napriek tomu, že ma Rakúsko oveľa väčší podiel verejného dlhu na HDP ako SR sa tomuto štátu darí udržiavať vysokú finančnú stabilitu a prosperovať vďaka rozvinutosti ekonomiky a finančných trhov. Rakúska republika je členom Európskej únie dlhšie ako SR a vývoj verejného dlhu ekonomický vývoj v týchto dvoch štátoch je rozdielny samozrejme aj vplyvom dejín. Rakúsko bolo súčasťou Západu z trhovou ekonomikou a SR bola súčasťou Sovietskeho zväzu s centrálnym spôsobom riadenia hospodárstva čo malo za následok oveľa rýchlejší rozvoj Rakúska ako SR. Pojem verejný dlh v SR nastal až po zániku komunizmu v roku 1993 a zavedení demokracie.

Rakúsky verejný dlh sa pohyboval na vysokej úrovni už pred ekonomickou krízou v roku 2008 a nemala taký drastický vplyv na nárast podielu verejného dlhu na HDP ako v SR, kde sa podiel HDP na VD vplyvom tejto krízy zdvojnásobil. V Rakúsku vplyvom krízy verejný dlh vzrástol o približne 15% a v SR o 26%. Napriek tomu, že nárast dlhu v SR bol oveľa vyšší, sa Slovenskej republike už od roku 2013 darí podiel verejného dlhu na HDP znižovať a Rakúsku sa to podarilo až v roku 2017.

Z hľadiska inštitúcií zaoberajúcich sa verejným dlhom vo vybraných štátoch možno pozorovať určité rozdiely v kompetenciách jednotlivých orgánov a spôsobu spolupráce akým tieto inštitúcie fungujú. V Rakúsku inštitúcia zabezpečujúca manažment verejného dlhu je Austrian Treasury, ktorá je poverená Rakúskym Ministerstvom financií na vykonávanie všetkých operácií týkajúcich sa verejného dlhu. V SR je tento manažment zabezpečený viacerými inštitúciami ako Agentúrou pre riadenie dlhu a likvidity, Ministerstvom financií SR a Štátnou pokladnicou, kde v rámci systému týchto inštitúcií ARDAL zabezpečuje riadenie dlhu a likvidity.

Z hľadiska nominálnej výšky verejného dlhu v týchto štátoch pozorujeme veľké rozdiely z dôvodu výšky HDP v týchto štátoch. Rakúska republika má oveľa vyššie HDP ako SR a tým aj oveľa vyšší nominálny dlh. Podľa dostupných prognóz nominálna výška dlhu bude narastať v najbližších rokoch a podiel verejného dlhu na HDP bude v oboch štátoch klesať.

Štruktúry verejného dlhu sú veľmi podobné v oboch štátoch z hľadiska zdrojov, ktoré sa používajú na jeho financovanie. Najvyšší podiel majú dlhopisy, na druhom mieste sú bankové úvery a na poslednom mieste sú štátne pokladničné poukážky.

Dlhové cenné papiere majú rozdielnu štruktúru v SR a v HMÚ. V SR mali dlhové cenné papiere vydané vládou podiel na celkovej emisii až 75% a v HMÚ mali podiel 48%. Hlavným dôvodom vysokého podielu sú dobré emisné podmienky a práve preto SR radšej siahla po financovaní pomocou DCP ako pomocou obchodných úverov. V HMÚ sú emisné podmienky iné a pre niektoré štáty sú výhodnejšie obchodné úvery ako DCP a práve preto nemajú taký vysoký podiel.

Možnosti financovania verejného dlhu sú veľmi komplexná problematika, ktorou sa agentúry spravujúce verejný dlh musia intenzívne a zodpovedne zaoberať. Pozorovať aktuálnu ekonomickú situáciu je najdôležitejšia časť pre stanovenie vhodnej stratégie financovania a udržateľnosti finančnej stability daného štátu. Slovenská republika je v súčasnosti atraktívna pre zahraničných investorov a to hlavne vďaka finančnej stabilite a dobrých investičných podmienok. Hlavným cieľom Slovenskej republiky je udržať si túto atraktívnosť aj v budúcnosti a pokračovať v udržateľnosti verejných financií.

Zoznam použitej literatúry

Monografie a zborníky:

- 1) SIVÁK, Rudolf a kol. *Financie*. 1. vyd. Bratislava: Wolters Kluwer, 2015. 457 s. ISBN 978-80-8168-232-2
- 2) BEŇOVÁ, Elena a kol. *Financie a mena*. 2. vyd. Bratislava: Iura edition, 2007. 391 s. ISBN 978-80-8078-142-2
- 3) MEDVEĎ, Jozef a kol. *Verejné financie*. Bratislava: SPRINT vfra, 2005. 464 s. ISBN 80-89085-32-2
- 4) MUSGRAVE, A. Richard - Peggy B. MUSGRAVEOVÁ. *Veřejné finance v teorii a praxi*. Praha: Management press, 1994. 581 s. ISBN 80-85603-76-4
- 5) MAAYTOVÁ, Alena – PAVEL, Ján - OCHRANA, František et al. *Veřejné finance v teorii a praxi*. Praha: Grada publishing, a.s., 2015. 208 s. ISBN 978-80-247-9948-3.
- 6) SIVÁK, Rudolf a kol. *Verejné financie*. 1. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2007. 311 s. ISBN 978-80-8078-094-4
- 7) LISÝ, Ján a kol. *Ekonomía*. 1. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2011. 631 s. ISBN 978-80-8078-406-5

Právne predpisy:

- 1) *Zákon o štátnom dlhu a štátnych zárukách a ktorým sa dopĺňa zákon č. 291/2002 Z. z. o Štátnej pokladnici a o zmene a doplnení niektorých zákonov*
- 2) *Zákon č. 595/2003 Z.z.o dani z príjmov v znení neskorších predpisov*

Elektronické dokumenty:

- 1) Rozpočet verejnej správy na roky 2019 až 2021 – schválený NR SR. 2018. *Hlavná kniha* [online]. [cit. 14.2.2019] 176 s. Dostupné online: <https://www.finance.gov.sk/sk/financie/verejne-financie/rozpocet-verejnej-spravy/>
- 2) VAŇKO, Milan – NEVICKÝ, Martin. *Fiškálne multiplikátory: prehľad literatúry, ich odhad pre SR* [online]. 7.4.2017 Analytický komentár č. 42. [cit. 24.2.2019] 22 s. Dostupné online: https://www.nbs.sk/_img/Documents/komentare/AnalytickeKomentare/2017/AK42_Fiskalne_multiplikatory.pdf

- 3) WARMEDINGER, Thomas – C. Westphal, Cristina – HERNÁNDEZ DE COS, Pablo. *Ocasional Paper Series – Fiscal multipliers and beyond* [online]. ECB, 2015. [cit. 6.3.2019] Dostupné online: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbop162.en.pdf>
- 4) NBS. *Strednodobá predikcia* [online]. 18.12.2018. [cit. 16.3.2019] 20 s. ISSN 1338-1466 Dostupné online: https://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/PREDIK/2018/protected/P4Q-2018.pdf
- 5) ECB. *December 2018 Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area* [online]. 2018. [cit. 18.3.2019] 13 s. ISSN 2529-4687 Dostupné online: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.projections201812_eurosystemstaff.en.pdf

Internetové zdroje:

- 1) Kancelária Rady pre rozpočtovú zodpovednosť. 2016-2018. *Dlhová brzda* [online]. [cit. 20.2.2019]. Dostupné online: <https://www.rozpoctovarada.sk/dlhovabrzda/>
- 2) Eurostat [online]. [cit. 27.2.2019] Dostupné online: <https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=teina225&plugin=1>
- 3) NBS [online]. [cit. 15.3.2019] Dostupné online: <https://www.nbs.sk/sk/statisticke-udaje/financne-trhy/cenne-papiere/statistika-vydanych-cennych-papierov>
- 4) ECB [online]. [cit. 16.3.2019] Dostupné online: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000044>
- 5) Eurostat [online]. [cit. 1.4.2019] Dostupné online: <https://ec.europa.eu/eurostat/en/web/government-finance-statistics/statistics-illustrated>
- 6) Oesterreichische Nationalbank [online]. [cit. 2.4.2019] Dostupné online: <https://www.oenb.at/isaweb/report.do;jsessionid=0A885BF5FC9ECD0C8D94E23CDE064840?report=7.21>
- 7) Austrian treasury [online]. [cit. 4.4.2019] Dostupné online: <https://www.oebfa.at/en/ueber-die-oebfa/ueber-uns.html>
- 8) Austrian treasury [online]. [cit. 5.4.2019] Dostupné online: <https://www.oebfa.at/en/funding/strategie-schuldenmanagement.html>

- 9) Austrian treasury [online]. [cit. 4.4.2019] Dostupné online:
<https://www.oebfa.at/en/ueber-die-oebfa/aufgaben.html>