



Finančné deriváty a riadenie verejného dlhu

Martin Novák
Národná banka Slovenska

Subjekty verejnej správy, predovšetkým ústredná štátna správa, uzatvárajú derivátové kontrakty pri riadení verejného dlhu. Hlavným cieľom riadenia verejného dlhu je zabezpečenie potrieb financovania krajiny s čo najnižšími nákladmi pri rozumnej miere rizika. Na zabezpečenie sa proti úrokovému alebo menovému riziku pri riadení verejného dlhu využívajú krajiny finančné deriváty, predovšetkým swapy. V minulosti sa však swapy využívali aj na manipulovanie s dlhom krajiny s cieľom splniť maastrichtské kritériá. Išlo predovšetkým o zrušenie swapov a o menové a úrokové swapy realizované za mimotrhovú cenu.

DEFINÍCIA DERIVÁTU

Podľa medzinárodných účtovných štandardov, konkrétne IAS 39, je derivát finančný nástroj alebo iná zmluva v rozsahu pôsobnosti tohto štandardu, ktorý spĺňa všetky tri nasledujúce vlastnosti:

a) jeho hodnota sa mení v závislosti od zmeny určenej úrokovej miery, ceny finančného nástroja, ceny komodity, kurzu cudzích mien, cenového alebo úrokového indexu, úverového ratingu alebo úverového indexu alebo inej premennej, a to za predpokladu – v prípade nefinančnej premennej – že daná premenná nie je špecifická pre zmluvnú stranu (niekedy sa nazýva ako podkladová premenná);

b) nevyžaduje počiatočnú čistú investíciu alebo vyžaduje počiatočnú čistú investíciu, ktorá je nižšia, ako by sa vyžadovalo pri iných typoch zmlúv, od ktorých by sa očakávala podobná reakcia na zmeny trhových faktorov,

c) jeho vysporiadanie nastane k budúcemu dátumu.

DERIVÁTY V ŠTATISTIKÁCH VEREJNEJ SPRÁVY

Zaznamenávanie derivátov v štatistikách verejnej správy upravuje predovšetkým Európsky systém účtov 1995 (ďalej ESA 95), Príručka vládneho deficitu a dlhu (Manual on Government Deficit and

Pakt stability a rastu

Pakt stability a rastu je dohoda, ktorá zaväzuje členské krajiny (primárne krajiny eurozóny) dodržiavať rozpočtovú disciplínu. Má významnú úlohu v hospodárskom riadení. Pakt stability a rastu je úzko spojený s vytvorením hospodárskej a menovej únie a má zabrániť nadmerným rozpočtovým deficitom po zavedení eura. Zmluva o hospodárskej a menovej únii síce určuje kritériá, za ktorých môže krajina zaviesť euro, nevyjadruje sa však k rozpočtovej politike po jeho zavedení. V tomto zmysle je Pakt stability a rastu možné považovať za priame pokračovanie zmluvy o hospodárskej a menovej únii. Cieľom paktu je zabezpečiť riadne hospodárenie s verejnými financiami v únii, aby členské štáty s menej zodpovednou rozpočtovou politikou nepoškodili dôveru v euro, ekonomickú stabilitu celej eurozóny a tým aj iné členské krajiny. Ďalším cieľom je podpora konvergenzie, približovania sa ekonomík členov eurozóny a vytváranie spoločnej fiškálnej politiky.

Fungovanie Paktu spočíva hlavne na dvoch pilieroch, ktoré vyplývajú z dvoch nariadení: preventívnej časti a nápravnej časti. *Preventívna časť* zodpovedá multilaterálnej kontrole stavu

verejných financií v členských krajinách. Členské krajiny vypracúvajú pravidelne programy stability, ktoré slúžia ako podklad na riadenie finančnej a hospodárskej politiky a obsahujú strednodobé ciele verejných rozpočtov. Tieto programy dostáva a hodnotí Komisia. *Nápravná časť* nastáva v momente, keď deficit prekročí 3% HDP. Proces sa nazýva postup pri nadmernom deficite. O jeho začatí rozhodne Rada EÚ na základe odporúčania Európskej komisie. Dotknutý štát dostane odporúčania na nápravu a termín, dokedy musí prijať opatrenia na nápravu. Postup členského štátu podlieha monitoringu Komisie a Rady EÚ. V prípade, že krajina neprijíma adekvátne opatrenia alebo neplní stanovený plán, postup pri nadmernom deficite môže vyvrcholiť do uplatnenia sankcií. V prípade skresľovania údajov o deficite a dlhu, či už zámerného alebo z nedbanlivosti, môže Rada EÚ na základe odporúčania Komisie uložiť pokutu dotknutému členskému štátu až do výšky 0,2% HDP podľa povahy, závažnosti a trvania skresľovania dát.

(zdroj: www.europskaunia.sk)



Debt, ďalej MGDD), nariadenie Rady (ES) č. 479/2009 z 25. mája 2009 o uplatňovaní Protokolu o postupe pri nadmernom schodku, ktorý tvorí prílohu Zmluvy o založení Európskeho spoločenstva, usmernenie Eurostatu o účtovaní finančných derivátov pre postup pri nadmernom schodku (Eurostat Guidance on accounting rules for EDP, Financial derivatives), nariadenie (ES) Európskeho parlamentu a Rady č. 2558/2001 z 3. decembra 2001, ktorým sa mení a dopĺňa nariadenie Rady (ES) č. 2223/96, pokiaľ ide o reklasifikáciu vysporiadania dojednaní o swapoch a na základe dohôd o termínovaných sadzbách.

VÝPOČET DLHU VEREJNEJ SPRÁVY NA ÚČELY POSTUPU PRI NADMERNOM DEFICITE (TZV. MAASTRICHTSKÝ DLH)

Úplnú definíciu dlhu verejnej správy na účely postupu pri nadmernom deficite (Excessive Deficit Procedure, ďalej EDP) v hospodárskej a menovej únii poskytuje protokol, ktorý je prílohou Zmluvy o Európskej únii (Maastricht 1992). Podľa tohto dokumentu dlh znamená celkový hrubý dlh v nominálnej hodnote nesplatený ku koncu roka a konsolidovaný medzi sektormi verejnej správy a v rámci týchto sektorov. Táto definícia je doplnená v nariadení Rady (ES) č. 479/2009, kde špecifikuje komponenty dlhu verejnej správy s ohľadom na definície finančných záväzkov v ESA 95. Podľa tohto nariadenia dlh verejnej správy tvoria jej záväzky v týchto kategóriách: obeživo a vklady (AF.2), cenné papiere okrem akcií, s vylúčením finančných derivátov (AF.33) a úvery (AF.4), ako sú definované v ESA 95.

Ak sú tieto záväzky denominované v cudzej mene, majú sa konvertovať do domácej meny príslušným spotovým výmenným kurzom platným v posledný deň vykazovaného obdobia.

Záväzky denominované v domácej mene a konvertované do cudzej meny prostredníctvom zmluvnej dohody (swapu) sa majú konvertovať do cudzej meny kurzom dohodnutým vo swape a potom do domácej meny prostredníctvom príslušného trhového kurzu platného v posledný deň vykazovaného obdobia.

Záväzky denominované v cudzej mene a konvertované prostredníctvom zmluvnej dohody (swapmi) do domácej meny sa však majú vykazovať v domácej mene konvertovaním z cudzej meny prostredníctvom výmenného kurzu dohodnutého v príslušnej zmluvnej dohode (swap). Toto pravidlo pre konverziu sa týka iba menových swapov (*currency swaps*, resp. *cross-currency interest rate swaps*), ktoré sú založené na existujúcom záväzku, to znamená swapov naviazaných priamo na skutočné dlhové nástroje emitované subjektom verejnej správy. Menové swapy, ktoré sa nevzťahujú priamo na existujúce záväzky, sa vykážu vo finančnom nástroji AF.34 (finančné deriváty).

V mnohých krajinách subjekty ústrednej štátnej správy, prípadne aj subjekty ďalších subsektorov verejnej správy zo zákona nesmú uzavrieť menový swap, ktorý priamo nesúvisí s existujúcim zá-

väzkom. Ak to majú dovolené a uzavrú taký swap, ktorý nie je naviazaný na existujúci záväzok, tento swap (za predpokladu, že jeho cena zodpovedala trhovej cene) nemá vplyv na výšku dlhu verejnej správy, pretože deriváty nevstupujú do výpočtu dlhu verejnej správy.

Regulácia nekladie prísne reštrikcie, čo sa týka naviazanosti derivátu na existujúci dlhový nástroj, ako napríklad:

- derivátový obchod nemusí byť nevyhnutne uzavretý v čase emisie podkladového dlhového nástroja,
- derivátový kontrakt môže mať ľubovoľnú splatnosť medzi dátumom emisie a dátumom splatnosti podkladového dlhového nástroja,
- takéto obchody sa môžu vzťahovať aj na súbor dlhových nástrojov a nie iba na jeden špecifický obchod, kryjúc riziko súvisiace s viacerými dlhovými nástrojmi.

Mnohé krajiny eurozóny emitujú časť svojho dlhu v cudzej mene z rôznych dôvodov, napríklad z dôvodu rozšírenia spektra investorov alebo profitovania z nižších nákladov na požičiavanie si. Na konverziu získaných prostriedkov z emisie dlhopisov v cudzej mene do domácej meny, s eliminovaním kurzového aj úrokového rizika, sa využívajú menové swapy, pri ktorých si zmluvné strany vymieňajú istiny aj úrokové platby v rôznych menách.

Menové swapy v podstate môžu mať vplyv na dlh iba prostredníctvom dohodnutých výmenných kurzov. Ak sú prostriedky získané emisiou dlhového nástroja vymenené do domácej meny prostredníctvom swapu, toky platieb sú zafixované kontraktom. V jednoduchom prípade, keď sú výška platieb a ich splatnosť súvisiace s dlhovým nástrojom a príslušným swapom rovnaké, subjekt verejného sektora bude platiť sumy v domácej mene a dostávať platby v cudzej mene, ktoré sa budú používať na úhradu úrokov a menovitej hodnoty podkladového dlhového nástroja. Z tohto príkladu je zrejmé, že subjekt verejnej správy nie je vystavený kurzovému riziku v súvislosti s platbami za pôvodný dlhový nástroj v cudzej mene. Nominálna hodnota dlhového nástroja emitovaného v cudzej mene sa vykáže v domácej mene prepočtom kurzom dohodnutým vo swapovom kontrakte.

ZRUŠENIE SWAPU

Často sa stáva, že jedna zmluvná strana swapového kontraktu chce anulovať takýto kontrakt. V takom prípade môže uzavrieť ďalší swap, ktorý by úplne alebo takmer úplne vykompenzoval pôvodný swap. Ďalším riešením je dohodnúť sa s pôvodnou protistranou na predčasnom zrušení swapu (*swap cancellation*), pričom sa vyplatí trhovú hodnotu swapu aktuálna ku dňu jeho zrušenia. Táto trhovú hodnotu swapu sa vyplatí ako jednorazová platba v prospech protistrany, ktorá ku dňu zrušenia derivátu vykazovala jeho kladnú reálnu hodnotu na aktívach. Uhradením tejto jednorazovej platby zanikajú všetky pohľadávky a záväzky vyplývajúce z pôvodného kontraktu.



V súlade s usmernením Eurostatu o účtovaní finančných derivátov pre postup pri nadmernom schodku tieto jednorazové platby za zrušenie swapov nemajú vplyv na schodok v celkovej výške platby v čase zrušenia swapu, a preto celková platba nemá vplyv na výšku deficitu verejnej správy v roku zrušenia swapu v celkovej výške. Táto platba sa má rozložiť na celkovú pôvodnú životnosť swapu, pričom bude mať vplyv na deficit počas tohto obdobia. V roku zrušenia swapu korekcia v EDP zahŕňa čisté úrokové platby časovo rozlíšené ku dňu zrušenia swapu plus časť jednorazovej platby pripadajúcej na príslušný rok odo dňa zrušenia swapu. Toto pravidlo platí pre všetky swapy, či už boli uzavreté na účely hedgingu, arbitráže alebo dosiahnutia zisku na základe trhových očakávaní.

Ak by sa jednorazová platba zo zrušenia swapu vykazovala v plnej výške v roku zrušenia swapu, rušenie swapov by bolo prostriedkom na umelé ovplyvňovanie výšky deficitu/prebytku štátneho

rozpočtu. Vláda by mohla zrušiť swap, tým ovplyvniť výšku deficitu/prebytku a následne uzavrieť nový swap.

SWAPY ZA MIMOTRHOVÚ CENU

V prípade swapov je kľúčovou otázkou, či boli uskutočnené za trhovú alebo mimotrhovú cenu (*off-market swaps*). Ak sa swap realizuje za trhovú cenu, jeho reálna hodnota na začiatku je nulová, respektíve blízka nule. V prípade swapu uskutočneného za mimotrhovú cenu je jeho reálna hodnota na začiatku nenulová (a nie blízka nule), to znamená, že podmienky swapu sú pre protistrany nevyvážené. Protistrana, ktorá už pri zobchodovaní swapu za mimotrhovú cenu profitovala z tohto swapu, poskytovala obchodnému partnerovi kompenzáciu. Takmer vo všetkých prípadoch táto kompenzácia mala formu jednorazovej platby, ktorú zaplatila protistrana zvýhodnená v derivátovom kontrakte. Pri takomto kontrakte by mala byť úverová zložka jasne identifikovaná.

Príklady zaznamenávania swapov

Príklad č. 1

Vláda emitovala dlhopisy v domácej mene a z emisie získala 100 EUR. Z rôznych dôvodov chce vláda zredukovať údaj o verejnom dlhu. Vláda by mohla uskutočniť menový swap za mimotrhovú cenu EUR/USD = 1, pričom trhovú spotovú kurz by bol 1,25. Na začiatku by vláda za 100 EUR získala 100 USD od protistrany, a nie 125 USD. Na konci kontraktu by vláda vrátila 100 USD a získala 100 EUR. V dôsledku pre vládu nevýhodného mimotrhového výmenného kurzu by táto dohoda viedla k redukcii verejného dlhu, pretože v súlade s metodológiou EDP by sa hodnota dlhu 100 EUR prepočítala kurzom dohodnutom v kontrakte (swapový kontrakt priamo naviazaný na podkladový dlhový nástroj), čiže na 100 USD a týchto 100 USD by sa precenilo trhovým kurzom EUR/USD = 1,25, čiže výška dlhu by bola 80 EUR. Navyše by vláda prijala od protistrany jednorazovú platbu vo výške 25 USD, pričom platby dolárovej časti swapu by boli upravené tak, aby vláda splatila 125 USD počas životnosti swapu.

V prípade absencie pravidiel Eurostatu by vláda takouto transakciou dosiahla redukcii dlhu (konverziou emitovaného dlhu za mimotrhovú kurz) a jednorazové zlepšenie svojho deficitu (prijatá platba). Počas ďalšej životnosti swapu by však zaplatila viac čistých úrokových platieb, ktoré by eliminovali úvodný pozitívny efekt. Navyše by sa vystavila devízovému riziku, pretože konvertovala dlh v domácej mene do dlhu v zahraničnej mene.

Podľa pravidiel Eurostatu o swapoch za mimotrhovú cenu by takáto zmluva už nepomohla vláde dosiahnuť jej pôvodný cieľ. Menový swap by bol rozdelený na swap za trhovú

cenu pri kurze EUR/USD = 1,25 a na úver prijatý v cudzej mene (zaznamenaný v nástroji AF4) v objeme dodatočnej platby prijatej vládou. Tento úver v cudzej mene by sa splácal počas životnosti swapu.

Príklad č. 2

Vláda emitovala dlhopisy v cudzej mene a z emisie by získala 140 USD. Vláda chce zredukovať údaj o verejnom dlhu a uzavrie menový swap za mimotrhovú cenu EUR/USD = 1,40 pričom trhovú spotovú kurz by bol EUR/USD = 1,00. Na začiatku by vláda za 140 USD získala zo swapu od protistrany iba 100 EUR. Ďalších 40 EUR by získala ako paušálnu platbu. Počas kontraktu by vláda splatila 140 EUR a získala 140 USD. V dôsledku pre vládu nevýhodného mimotrhového výmenného kurzu by táto dohoda viedla k redukcii verejného dlhu, keďže v súlade s metodikou EDP by sa hodnota dlhu 140 USD prepočítala kurzom dohodnutým v kontrakte (swapový kontrakt priamo naviazaný na podkladový dlhový nástroj), čiže na 100 EUR. Výška dlhu by tak bola 100 EUR, a nie 140 EUR.

Príklad č. 3

V prípade úrokového swapu za mimotrhovú cenu je dohodnutá fixná sadzba swapu odlišná od aktuálnych trhových podmienok. Ak je, napríklad, dlhodobá úroková sadzba na trhu 5 %, štandardný úrokový swap spravidla zahŕňa výmenu fixných platieb vo výške 5 % z podkladového aktíva za platby odvíjajúce sa od pohyblivej úrokovej sadzby z rovnakého podkladového aktíva. Pri úrokovom swape za mimotrhovú cenu môže byť dohodnutá fixná úroková sadzba napríklad vo výške 6 %. To znamená, že zmluv-



na strana platiaca fixné platby bude ročne platiť viac o 1 % z podkladového aktíva počas celej životnosti kontraktu. Ako kompenzáciu dostane od protistrany na začiatku swapu veľkú platbu, napríklad pri 10-ročnom swape 7,7 % z hodnoty podkladového aktíva, čo zodpovedá súčasnej hodnote desiatich platieb vo výške 1 %.

Príklad č. 4

Na zníženie vykazovaného dlhu sa mohli pravdepodobne využívať aj FX swapy. Vychádzajme z predpokladu, že finančná inštitúcia mala veľký obchodný limit na krajinu a za províziu bola ochotná realizovať swap za mimotrhovú cenu, čím poskytla vláde skrytý úver. Vláda vykázala derivát oddelene od podkladového aktíva. Prostriedky v cudzej mene, získané emisiou dlhopisov alebo napríklad predajom majetku zahraničnému investorovi, konvertovala na domácu menu prostredníctvom swapu za mimotrhovú cenu, čím získala prostriedky navyše, bez navýšenia dlhu krajiny.

Pre zjednodušenie predpokladajme, že vláda uzavrela s finančnou inštitúciou FX swap EUR/USD so splatnosťou jeden rok, pričom úrokové sadzby pre EUR aj pre USD na jeden rok sú rovnaké, čiže aktuálny spotový kurz EUR/USD = 1,20 je rovnaký ako ročný forwardový kurz EUR/USD = 1,20 a spotový kurz ani úrokové sadzby sa nemenia. Abstrahujeme tiež od diskontovania budúcich peňažných tokov. Vláda mala k dispozícii 120 USD (spotový kurz EUR/USD = 1,20, ročný forwardový kurz EUR/USD = 1,20). Vláda kupuje za mimotrhovú spotovú cenu EUR/USD = 1,00 a predáva za forwardovú cenu za mimotrhovú cenu EUR/USD = 1,00.

Za 120 USD nakúpi 120 EUR za mimotrhovú spotovú cenu, namiesto 100 EUR za trhovú cenu.

Reálna hodnota derivátu na začiatku swapu je mínus 20 EUR (ak nezohľadňujeme časovú hodnotu peňazí, hodnota pohľadávky zo swapu je 120 USD, čo je 100 EUR, prepočtom trhovým kurzom EUR/USD = 1,20, a hodnota záväzku je 120 EUR). Ak vláda vykázala derivát iba ako samostatný obchod, bez naviazanosti na existujúci záväzok, reálna hodnota derivátu sa vykazovala vo finančnom nástroji AF.34 – finančné deriváty, ktoré nevstupujú do výpočtu dlhu krajiny. Takto zakryla prijatý úver formou FX swapu.

V nariadení, podobne ako v ESA 95 a v prvých dvoch vydaniach MGDD sa takéto neštandardné swapy nespomínajú. Preto nie je ľahké posúdiť, či tieto operácie boli v súlade s konkrétnymi usmerneniami. Aj v prípade absencie jednoznačnej špecifikácie zaznamenávania takýchto obchodov sa swapy vo všeobecnosti chápali ako deriváty na riadenie rizika s nulovou hodnotou na začiatku. Ak však komerčná finančná inštitúcia uzavrela so subjektom verejnej správy swap za mimotrhovú cenu, pravdepodobne nepostupovala v súlade s Medzinárodným kódom správnej praxe pre finančné trhy a asi ani v súlade s vlastnými internými predpismi. Medzinárodný kód správnej praxe pre finančné trhy neumožňuje obchodníkom obchodovať za mimotrhovú cenu. Navyše interné kontrolné systémy komerčných bánk sledujú obchody, porovnávajú ich s aktuálnymi trhovými cenami a v prípade netrhovej ceny je podozrenie na nekalé praktiky, okrem mimoriadnych situácií, napríklad, ak obchodník nemôže obchodovať za najlepšiu trhovú cenu z dôvodu vyčerpaných alebo neexistujúcich vzájomných obchodných limitov na protistranu, ktorá ponúka najlepšiu trhovú cenu.

V roku 2008 Eurostat doplnil metodologický rámec aj pre zaznamenávanie swapov za mimotrhovú cenu v národných účtoch, pričom swap za mimotrhovú cenu má byť rozdelený na dve zložky:

1. Swap založený na bežných podmienkach spotového trhu, čiže s nulovou začiatčnou trhovou hodnotou, zaznamenaný v súlade s obvyklými pravidlami, teda ako štandardný swap. Táto časť swapu nemá vplyv na dlh verejnej správy ani na začiatku, ani neskôr počas jeho životnosti. Zmena reálnej hodnoty swapu je zaznamenaná v nástroji AF.34 – finančné deriváty.
2. Úverová zložka predstavujúca prijatý alebo poskytnutú platbu spravidla na začiatku swapu. Tento úver je úročený a spláca sa v priebehu životnosti finančného nástroja. Ak je subjekt verejnej správy príjemcom finančných prostriedkov vo forme druhej zlož-

ky swapu za mimotrhovú cenu, tieto prijaté prostriedky sa vykážu ako prijatý úver, ktorý zvyšuje verejný dlh (ide o úver klasifikovaný ako finančný nástroj AF.4).

Viaceré krajiny eurozóny mali a naďalej majú problémy s plnením maastrichtských kritérií. Kritérium pomeru deficitu štátneho rozpočtu k hrubému domácejmu produktu (HDP), ako aj kritérium pomeru verejného dlhu k HDP skresľovali okrem používania finančných derivátov aj jednorazovými opatreniami, napríklad predajom nehnuteľného majetku alebo predajom licencií (napríklad licencií UMTS). Doplnená metodika Eurostatu pre zaznamenávanie zrušenia swapov a zaznamenávanie swapov za mimotrhovú cenu v štatistikách verejnej správy eliminovala možnosť využívania tohto nástroja na umelé znižovanie deficitu a dlhu krajiny, a tým prispela aj k vyššej kvalite údajov za verejnú správu.

Použitá literatúra:

1. Európsky systém účtov roku 1995 (The European system of national and regional accounts 1995).
2. Medzinárodný kód správnej praxe pre finančné trhy (The Model Code – The International Code of Conduct and Practice for the Financial Markets).
3. Medzinárodný účtovný štandard (IAS) 39.
4. Nariadenie (ES) Európskeho parlamentu a Rady č. 2558/2001 z 3. decembra 2001, ktorým sa mení a dopĺňa nariadenie Rady (ES) č. 2223/96, pokiaľ ide o reklasifikáciu vysporiadania dojednaní o swapoch a na základe dohôd o termínovaných sadzbách.
5. Nariadenie Rady (ES) č. 479/2009 z 25. mája 2009 o uplatňovaní Protokolu o postupe pri nadmernom schodku, ktorý tvorí prílohu Zmluvy o založení Európskeho spoločenstva.
6. Príručka vládneho deficitu a dlhu (Manual on Government Deficit and Debt).
7. Statistical Implications of the Stability and Growth Pact: Creative accounting and the role of Eurostat (Lena Frej Ohlsson, September 2007).
8. Usmernenie Eurostatu o účtovaní finančných derivátov pre postup pri nadmernom schodku (Eurostat Guidance on accounting rules for EDP, Financial derivatives).
9. www.europskaunia.sk