



MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY
ODBOR ŘÍZENÍ STÁTNÍHO DLUHU A FINANČNÍHO MAJETKU

Strategie financování a řízení státního dluhu na rok 2008

3. prosinec 2007

Obsah

Výhled výpůjčních potřeb 2007 až 2010	2
Roční finanční program 2008	4
Strategické cíle a řízení finančního portfolia	7

Ministr financí rozhodl dne 21. listopadu 2007 o struktuře a způsobu financování hrubé výpůjční potřeby centrální vlády v rozpočtovém roce 2008 a schválil základní absolutní a relativní limity pro emisní činnost na domácím a zahraničním trhu a pro aktivní řízení dluhového portfolia ve vazbě na ostatní vládní závazky a finanční majetek státu (Č.j.: 20/93372/2007-201). Takto vymezený operační rámec v podobě předkládané Strategie financování a řízení státního dluhu na rok 2008 (dále Strategie) přispívá již tradičně k transparentní realizaci politiky řízení státního dluhu a umožňuje pružné působení Ministerstva financí (dále Ministerstvo) na finančním trhu při aktivním zajištění zdrojů pro pokrytí výpůjční potřeby centrální vlády a dosažení stanovených strategických cílů, které jsou nutnou podmínkou pro hladkou realizaci rozpočtové a fiskální politiky vlády.

Strategie vychází a je konzistentní s Návrhem zákona o státním rozpočtu České republiky na rok 2008, Střednědobým výhledem státního rozpočtu České republiky na léta 2009 a 2010, Střednědobými výdajovými rámci na léta 2009 a 2010, s interním Rámcovým plánem emisí státních dluhopisů na léta 2008 až 2010 a s Konvergenčním programem České republiky.

Strategie je předkládána prostřednictvím Odboru řízení státního dluhu a finančního majetku (dále Odbor), který je zodpovědný za veškeré operace spojené s financováním státu, řízením dluhového portfolia, řízením likvidity systému státní pokladny a investováním volných peněžních prostředků státních finančních aktiv.

Úvod

Řízení závazků a koncipování střednědobé strategie financování centrální vlády zaměřuje pozornost na ty segmenty vládní finanční bilance, jejichž řízení je v přímé zodpovědnosti ministra financí a jejichž struktura má přímý dopad na peněžní toky státního rozpočtu z titulu fluktuací ekonomických a finančních rizikových faktorů. Hlavní bilanční položky představují **státní dluh** (25,6% HDP) a **rizikové státní záruky** (6,0% HDP), které sice nejsou součástí státního dluhu, ale vůči výdajové straně státního rozpočtu představují analogická finanční a kreditní rizika jako struktura státního dluhu. Většina státních záruk je navíc již nyní součástí dluhu vládního sektoru dle metodiky ESA95 a úhrada s nimi spojených závazků je běžnou součástí výdajů státního rozpočtu, která tak přispívá k vyššímu deficitu státního rozpočtu a k růstu státního dluhu.

Důležitou událostí v rámci vládního sektoru je ukončení činnosti České konsolidační agentury (ČKA) bez likvidace ke konci roku 2007, přičemž dojde k plné integraci její zbytkové bilance a veškerých navazujících peněžních toků do účetnictví Ministerstva. Počínaje rokem 2008 nebude tedy v rámci výpůjční potřeby vlády nadále figurovat zvláštní mimorozpočtová položka ke krytí likvidních potřeb ČKA, která hrála významnou roli při přípravě emisní politiky a dluhové strategie v letech 2005 až 2007.

Významnou součástí Strategie se počínaje rokem 2008 stává také aktivní působení Ministerstva na sekundárním trhu střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů, které bylo zahájeno ve druhé polovině roku 2007, v podobě přímých prodejů státních dluhopisů z vlastního portfolia, repo obchodů s těmito instrumenty a zpětných odkupů a výměn státních dluhopisů před jejich splatností. Zavedením těchto operací završilo Ministerstvo proces modernizace řízení státního dluhu v souladu s nejlepší praxí zemí Evropské unie a OECD a má již v současnosti k dispozici veškeré standardizované nástroje pro financování státu a efektivní řízení nákladů a rizik.

1 Výhled vládních výpůjčních potřeb do roku 2010

Výhled hrubých výpůjčních potřeb vlády

Tvorba hrubých výpůjčních potřeb vlády ve střednědobém výhledu je dána deficitem státního rozpočtu a dále narůstající hodnotou jistin splatných benchmarkových státních dluhopisů, které budou muset být refinancovány novými emisemi na domácím a zahraničním trhu. V roce 2007 došlo také k poslednímu mimorozpočtovému transferu likvidity do ČKA na úhradu kumulované ztráty této instituce v souladu se zákonem o státním dluhopisovém programu č. 5/2005 Sb. Počínaje rokem 2008 je také pravidelně plánováno refinancování zpětných odkupů a výměn státních dluhopisů na sekundárním trhu před jejich řádnou splatností.

Tabulka 1: Výhled hrubých výpůjčních potřeb vlády do roku 2010 (mln. Kč)

	2006	2007		2008	2009	2010
	Skutečnost	Plán	Očekávání			
Deficit státního rozpočtu bez ČKA	97,6	91,3	80,0	70,8	72,7	73,5
Z toho: Hrubé náklady státního dluhu	31,6	38,1	34,9	46,9	49,1	54,8
Plánované zdroje pro ČKA	20,0	13,3	13,2	0,0	0,0	0,0
Splátky státního dluhu	58,0	44,8	44,8	84,5	86,9	74,0
Zpětné odkupy státních dluhopisů	0,0	0,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Zvláštní účet důchodového pojištění	-2,8	10,0	0,0	10,0	10,0	10,0
Ostatní změny na účtech finančních aktiv	7,6	-0,2	-0,2	-0,6	0,0	0,0
Tvorba (+) /čerpání (-) rezervy financování	-10,1	0,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Hrubá výpůjční potřeba celkem	170,3	159,2	152,8	179,7	184,6	172,5
% HDP	5,3	4,6	4,3	4,7	4,5	3,8
Čistý pokles peněžních instrumentů	2,3	20,0	4,0	10,0	10,0	10,0
Hrubá výpůjční potřeba celkem včetně čistého poklesu peněžních instrumentů	172,6	179,2	156,8	189,7	194,6	182,5
% HDP	5,4	5,2	4,5	5,0	4,8	4,1

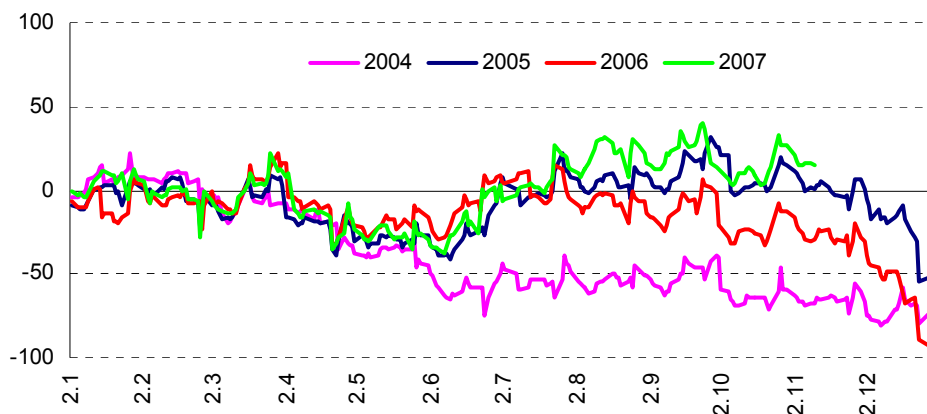
Poznámka: Hrubá výpůjční potřeba nezahrnuje revolving instrumentů peněžního trhu v rámci rozpočtového roku.
Zdroj: ČSÚ, MF ČR.

Roční hrubé výpůjční potřeby centrální vlády bez revolvingu peněžních instrumentů v oběhu jsou v období 2007 až 2010 stabilizovány na relativní úrovni mezi 4 až 5% HDP. Jejich pokrytí zejména emisími na domácím a zahraničním trhu a dále čerpáním vládních půjček od Evropské investiční banky (EIB) proto nepředstavuje vážnější riziko pro realizaci fiskální a rozpočtové politiky vlády ani pro finanční stabilitu domácí ekonomiky.

Hrubá výpůjční potřeba vlády v roce 2007

V průběhu roku 2007 došlo ke snížení hrubé výpůjční potřeby vlády zejména v důsledku příznivějšího hospodaření státního rozpočtu, které je v rámci rozpočtové dokumentace očekávané ve výši snížení schodku o 11,3 mld. Kč.

Obrázek 1: Běžná denní pozice státního rozpočtu v letech 2004 až 2007 (mld. Kč)



Zdroj: MF ČR.

Vzhledem k tomu, že hospodaření systému důchodového pojištění za rok 2006 vykázalo schodek ve výši 0,9 mld. Kč, nevznikla potřeba emitovat státní dluhopisy za účelem tvorby rezervy na zvláštním účtu důchodového pojištění ve státních finančních aktivech, která byla původně plánována do výše 10,0 mld. Kč.

V roce 2007 byly také na domácím trhu zahájeny zpětné odkupy korunových státních dluhopisů v souladu se zákonem č. 105/2007 Sb., o státním dluhopisovém programu na úhradu jistin státních dluhopisů odkupovaných z trhu v roce 2007, který umožňuje odkoupit státní dluhopisy před splatností až do výše 10,0 mld. Kč. Tyto operace realizuje Ministerstvo přímo na sekundárním trhu prostřednictvím terminálu Reuters Dealing 3000 a jejich vypořádání zajišťuje samostatně z titulu svého členství v národním vypořádacím centru Univyc a přímo z implementovaného informačního systému řízení státního dluhu WallStreet/Trema Suite. Zároveň je do konce roku 2007 prozatím naplánována tvorba rezervy financování do výše 5,0 mld. Kč.

Celkově je očekáván pokles hrubé výpůjční potřeby za rok 2007 ve výši cca 6,4 mld. Kč. Konečná výše poklesu bude záviset zejména na dalším vývoji hospodaření státního rozpočtu a na operacích na účtech státních finančních aktiv v průběhu prosince 2007.

Od roku 2005 do roku 2007 byly důležitou součástí plánování emisní činnosti Ministerstva také očekávané potřeby nových zdrojů plynoucích z předpokládaného výhledu likvidních potřeb ČKA. Do zániku ČKA bez likvidace k 31.12.2007 byly tyto zdroje zajišťovány emisími státních dluhopisů podle speciálního státního dluhopisového programu na úhradu části ztráty ČKA (zákon číslo 5/2005 Sb.) do výše 63,3 mld. Kč. Postupně tak došlo k emisím státních dluhopisů a následným transferům do ČKA ve výši 30,0 mld. Kč v roce 2005, 20,0 mld. Kč v roce 2006 a 13,2 mld. Kč v roce 2007. Zákonný rámec byl tak nakonec téměř plně využit. Počínaje 1.1.2008 budou činnosti ČKA plně integrovány do struktury Ministerstva a veškeré související finanční toky budou součástí státního rozpočtu, státních finančních aktiv a řízení státního dluhu.

2 Roční finanční program 2008

Plnění programu financování v roce 2007

Východiskem pro definování finančního programu pro rok 2008 je naplňování plánovaného programu financování v roce 2007. To je ovlivněno zejména snížením hrubé výpůjční potřeby vlády v důsledku příznivějšího vývoje hospodaření státního rozpočtu a rozhodnutím ministra financí nerealizovat veřejnou benchmarkovou emisi na zahraničním trhu.

Tabulka 2: Plnění programu financování v roce 2007 (mld. Kč)

	Plán k 1.12.2006	Očekávání k 30.11.2007
Hrubá výpůjční potřeba vlády (bez revolvingu peněžních instrumentů)	159,2	152,8
Přírůstek státního dluhu	114,4	97,4
Přímé půjčky od mezinárodních finančních institucí	6,4	3,8
Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů	152,8 až 182,8	153,0
Emise střednědobých a dlouhodobých dluhopisů na domácím trhu	72,8 až 152,8	153,0
Emise střednědobých a dlouhodobých dluhopisů na zahraničním trhu	0,0 až 80,0	0,0
Čistá změna peněžních instrumentů	0,0 až -30,0	-4,0

Zdroj: MF ČR.

Hrubá výpůjční potřeba vlády musela být z více jak 95% zajišťována výhradně prostřednictvím domácího dluhopisového trhu. Výsledkem je proto stejně jako v roce 2006 pouze mírný pokles absolutní hodnoty instrumentů peněžního trhu na rozdíl od let 2004 a 2005, ve kterých se dařilo redukovat tyto hodnoty v každém roce o více jak 30 mld. Kč právě díky benchmarkovým emisím na zahraničním trhu.

Potřeba vlády na financování v roce 2008

Celková plánovaná hrubá výpůjční potřeba vlády bez revolvingu peněžních instrumentů bude v roce 2008 činit **179,7 mld. Kč**.

Tabulka 3: Hrubá výpůjční potřeba vlády v roce 2008 (mld. Kč)

Výdaje státního rozpočtu	1 107,3
Příjmy státního rozpočtu	- 1 036,5
Deficit státního rozpočtu	70,8
Plánované mimorozpočtové finanční potřeby	0,0
Čistá potřeba vlády na financování	70,8
Splátky střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů	80,0
Zpětné odkupy státních dluhopisů	10,0
Splátky neobchodovatelného státního dluhu	4,5
Hrubá potřeba vlády na financování (bez revolvingu peněžních instrumentů)	165,3
Zvláštní účet důchodového pojištění	10,0
Ostatní změny na účtech finančních aktiv	-0,6
Tvorba (+) /čerpání (-) rezervy financování	5,0
Hrubá výpůjční potřeba vlády	179,7

Zdroj: MF ČR.

Tato částka je tvořena plánovaným deficitem státního rozpočtu ve výši **70,8 mld. Kč**, tvorbou rezervy na případný převod kladného rozdílu mezi příjmy pojistného a výdaji na důchodové pojištění za rok 2007 na zvláštní účet důchodového pojištění ve státních finančních aktivech podle § 36 odst. 3 zákona č. 218/2000 Sb. ve výši **10,0 mld. Kč**, refinancováním splatných střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů, které po zohlednění zpětných odkupů v roce 2007 činí **80,0 mld. Kč**, refinancováním zpětných odkupů státních dluhopisů v roce 2008 ve výši **10,0 mld. Kč**, splátkami půjček od Evropské investiční banky ve výši **4,5 mld. Kč** a tvorbou rezervy peněžních prostředků podle § 35 odst. 3 zákona č. 218/2000 Sb. ve výši **5,0 mld. Kč**. Zároveň bude část čisté potřeby vlády na financování ve výši **0,6 mld. Kč** pokryta prostřednictvím snížení stavu na účtech státních finančních aktiv.

Výpůjční potřeba centrální vlády může být ovlivněna také dodatečnými potřebami mimorozpočtových státních fondů, vývojem systému veřejného zdravotního pojištění, výsledky mezinárodních arbitráží a plněním dalších explicitních a implicitních podmíněných závazků.

Stejně jako v minulosti nepředpokládá Strategie významnější úhrady z titulu realizace záruky za IPB ve prospěch ČNB, jejíž stav ke konci roku 2007 činí 157,0 mld. Kč a maximální splatnost je v roce 2016. Ministerstvo také na základě výsledků komunikace s představiteli České národní banky nepředpokládá žádné operace za účelem snižování její kumulované účetní ztráty.

Finanční program na rok 2008

Finanční program na rok 2008 vychází z plánované hrubé výpůjční potřeby vlády ve výši 179,7 mld. Kč, která bude pokryta v rámci následujících absolutních a relativních limitů určujících možnosti Ministerstva při používání jednotlivých dostupných dluhových nástrojů na domácím a zahraničním finančním trhu.

Podíl financování na zahraničním trhu bude činit maximálně 50% z celkové roční hrubé výpůjční potřeby vlády bez plánované čisté změny peněžních instrumentů v oběhu a bez jejich revolvingu v rámci rozpočtového roku.

Ministerstvo bude v roce 2008 analyzovat aktuální vývoj podmínek financování na domácím a zahraničním trhu a operovat v rámci daného relativního limitu, který zůstává shodný jako v letech 2006 a 2007 a omezuje zahraniční emisní činnost shora. Vzhledem ke skutečnosti, že v letech 2006 a 2007 nebyla realizována žádná veřejná benchmarková emise eurobondu navazující na úspěšné operace z let 2004 a 2005, zaměří se Ministerstvo v případě zahraničního financování v roce 2008 právě na tyto strategické operace a posilování přítomnosti České republiky na trhu eurozóny v rámci procesu přípravy země na přijetí jednotné evropské měny. Jako doplňkové možnosti mohou být také realizována nákladově efektivní soukromá umístění státních dluhopisů vybraným skupinám strategických investorů. Z hlediska měnové struktury nejsou zahraniční operace omezeny žádnými explicitními limity při respektování obezřetného přístupu k řízení měnového rizika.

Výpůjční potřeba v hodnotě 14,7 mld. Kč bude zajištěna korunovými dlouhodobými úvěry čerpanými od Evropské investiční banky.

Přijetí těchto úvěrů určených výhradně na infrastrukturní projekty je podmíněno schválením příslušných zákonů Parlamentem České republiky. Čerpání úvěrů a jejich použití v rámci výdajů věcně příslušných ministerstev ve státním rozpočtu je obsaženo stejně jako v minulých letech explicitně v návrhu státního rozpočtu na rok 2008.

Podle již schválených zákonů se jedná o projekty Rozvoj materiálně technické základny Masarykovy univerzity v Brně ve výši cca 0,4 mld. Kč (13 mil. euro), Silniční okruh kolem hl. m. Prahy, část jihozápadní, ve výši cca 3,1 mld. Kč (115 mil. euro), Výstavba a obnova infrastruktury vodovodů a kanalizací ve výši 0,8 mld. Kč a Prevence před povodněmi II ve výši 1,2 mld. Kč. Zároveň je ve schvalovací fázi zákon o úvěru na Operační program doprava ve výši 34 mld. Kč, ze kterého by se v roce 2008 mělo čerpat 10,6 mld. Kč. Rozdíl mezi plánovanými infrastrukturními výdaji a finančním programem čerpání úvěrů od EIB v roce 2008 bude pokryt prostředky z úvěrů, které byly čerpány v předchozích letech a doposud nevyužity.

Půjčky od EIB představují neobchodovatelné dluhové nástroje a vytěšňují tak emise státních dluhopisů. Ke konci roku 2007 se bude podíl neobchodovatelného státního dluhu pohybovat na hranici 4,4% a do konce roku 2008 dojde k překročení hranice 5,0%. Jedná se o doplňkový nástroj financování s tím, že jeho další využívání by se nemělo dostat ve střednědobém horizontu do rozporu s emisní a dluhovou strategií Ministerstva na domácím a zahraničním trhu. Z aktuálních vládních plánů prozatím vyplývá, že do konce roku 2010 podíl neobchodovatelných nástrojů v dluhovém portfoliu nepřekročí hranici 10,0%.

Hodnota emitovaných korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím trhu nepřekročí výši 165,0 mld. Kč.

Uvedená maximální hodnota bude realizována v případě, že Ministerstvo v roce 2008 stejně jako v roce 2006 a 2007 nevstoupí na veřejný zahraniční kapitálový trh. Konečná roční emitovaná hodnota bude záviset zejména na prostředcích získaných na zahraničním trhu. V případě nižšího než maximálního povoleného objemu zahraničních emisí bude o stejné částky zvyšován objem emitovaných domácích střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů, případně se přizpůsobí plánovaná změna peněžních instrumentů v oběhu.

Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů a jejich následný re-opening a sekundární prodeje na domácím trhu budou probíhat ve splatnostech **3, 5, 10, 15, 30 a 50 let**. Bude se jednat o fixně úročené dluhopisy. Ministerstvo bude pokračovat v tvorbě omezeného počtu obchodovatelných likvidních benchmarkových emisí tak, aby se jejich ekvivalent v budoucí domácí měně euro pohyboval na úrovni zhruba 1 až 3 mld. euro.

V průběhu roku 2008 Ministerstvo uvede na domácí trh v souladu s dlouhodobým plánem vyhlazování splatnostního profilu pouze jednu novou benchmarkovou emisi se splatností v roce **2011**. Zároveň budou probíhat re-openings na primárním trhu a prodeje na sekundárním trhu z portfolia Ministerstva u stávajících emisí splatných v letech **2012, 2017, 2022 a 2036**. Dne 21. listopadu 2007 realizovalo Ministerstvo úspěšně historicky první aukci korunového dluhopisu s padesátiletou splatností v roce **2057**. Tato emise nebude, stejně jako emise se splatností v roce 2036, zařazována do pravidelných zveřejňovaných čtvrtletních emisních kalendářů, ale její další případné otevírání a sekundární prodeje v průběhu roku 2008 budou vycházet ze záměru Ministerstva uspokojit indikovanou poptávku domácích a zahraničních investorů v těchto segmentech výnosové křivky, přičemž emisní plány budou nastaveny tak, aby Ministerstvo mohlo na tuto poptávku pružně reagovat.

Ministerstvo bude také v roce 2008 realizovat **aktivní přímé prodeje státních dluhopisů** na sekundárním trhu z vlastního portfolia s cílem snížit náklady financování státu a zvýšit flexibilitu při řízení likvidity státní pokladny. Za tímto účelem bude Ministerstvo při každé primární aukci provádět nákupy vlastních dluhopisů do svého portfolia v předem oznámené hodnotě minimálně na úrovni 1,0 mld. Kč. Zároveň bude navíc dokupován, stejně jako již v roce 2007, případný rozdíl mezi nabízeným a prodaným množstvím. Střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy ve vlastním portfoliu budou sloužit také jako kolaterál pro repo operace s tímto typem instrumentů.

V roce 2008 bude Ministerstvo řídit objem peněžních instrumentů při financování dlouhodobých závazků vlády tak, aby byl v průběhu roku 2008 udržen krátkodobý státní dluh pod limitní hranicí 20%.

Projekce struktury dluhového portfolia ke konci roku 2008 ukazuje, že udržení limitu ukazatele krátkodobého státního dluhu splatného do 1 roku bude vyžadovat podíl peněžních instrumentů pod hranicí 10% dluhového portfolia, se kterou je konzistentní stabilizace nebo jejich pokles do 20,0 mld. Kč oproti konci roku 2007. Řízení peněžních instrumentů v oběhu bude záviset především na skutečném hospodaření státního rozpočtu a na úspěšnosti Ministerstva při emisích kapitálových státních dluhopisů na domácím a zahraničním trhu. Také v roce 2008 budou emitovány státní pokladniční poukázky ve standardizovaných splatnostech 3, 6, 9 a 12 měsíců.

Na základě struktury a rozsahu uvedených limitů je vymezen následující program financování hrubé výpůjční potřeby vlády v roce 2008. Ten určuje plánovanou strukturu dluhového portfolia a tím jednoznačně stanovuje meze řízení státního dluhu.

Tabulka 4: Finanční program na rok 2008 (mld. Kč)

Hrubá výpůjční potřeba vlády (bez revolvingu peněžních instrumentů)	179,7
Přímé půjčky od mezinárodních finančních institucí	14,7
Půjčky od Evropské investiční banky	14,7
Ostatní	0,0
Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů	165,0 až 185,0
Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím trhu	75,1 až 165,0
Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na zahraničním trhu	0,0 až 89,9
Čisté snížení peněžních instrumentů v oběhu	0,0 až 20,0

Zdroj: MF ČR.

3 Strategické cíle a řízení finančního portfolia

Veřejné definování strategického, respektive benchmarkového, portfolia vládních závazků a finančních aktiv prostřednictvím vyhlášení strategických cílů je hlavním nástrojem ke zvyšování transparentnosti dluhové politiky Ministerstva. Cíle jsou nastavovány na základě požadavků plynoucích z obezřetného přístupu k řízení finančních a kreditních rizik při minimalizaci ekonomických nákladů v dlouhodobém horizontu. Také pro rok 2008 jsou vyhlášeny strategické cíle formálně pro portfolio státního dluhu.

Vzhledem k restriktivní politice v oblasti poskytování nových státních záruk a vzhledem ke splátkám jistin objemově významných záruk (zejména za Aero Vodochody a za konsolidaci a stabilizaci bankovního sektoru vůči ČNB) došlo k poklesu hodnoty státních záruk na 210,0 mld. Kč ke konci roku 2007. Po zohlednění nestandardní záruky za IPB ve prospěch ČNB ve výši 157,0 mld. Kč tak zůstává v pozornosti aktivního řízení finančního portfolia pouze **hodnota standardních záruk**, které mají stanoveny splátkové kalendáře a jednoznačnou měnovou a úrokovou strukturu. Hodnota těchto záruk činí cca **53,0 mld. Kč**, tj. pouze cca 6% státního dluhu, a samotná jejich struktura tak již nemůže významněji vychýlit sledovaná kritéria na integrované bázi nežádoucím způsobem směrem od vyhlášených cílů a ohrozit stabilitu výdajů státního rozpočtu ve srovnání s dluhovým portfoliem.

Vzhledem k daným kvantitativním relacím nebude proto počínaje rokem 2008 pokračovat zveřejňování plnění strategických cílů řízení rizik na integrované bázi. Hodnota portfolia standardních rizikových státních záruk bude rovnoměrně klesat až do roku 2022 s tím jak bude státní rozpočet realizovat postupně výdaje na úhrady splátek, které tak budou refinancovány v rámci rozpočtového schodku emisemi státních dluhopisů.

Z hlediska integrace řízení aktiv a pasiv je důležitou změnou v rámci státního rozpočtu počínaje rokem 2008 přesun příjmů z investování volných peněžních prostředků účtů státních finančních aktiv a systému státní pokladny, které realizuje Odbor, do kapitoly Státní dluh. Na rok 2008 jsou tyto příjmy rozpočtovány ve výši 1,5 mld. Kč. V rámci jediné rozpočtové kapitoly tak bude moci veřejnost sledovat transparentním způsobem **čisté úrokové náklady** na obsluhu státního dluhu, které jsou ekonomicky korektnějším měřítkem pro hodnocení efektivity řízení dluhového portfolia a operací státu na finančním trhu než hrubé úrokové náklady.

Řízení refinančního rizika

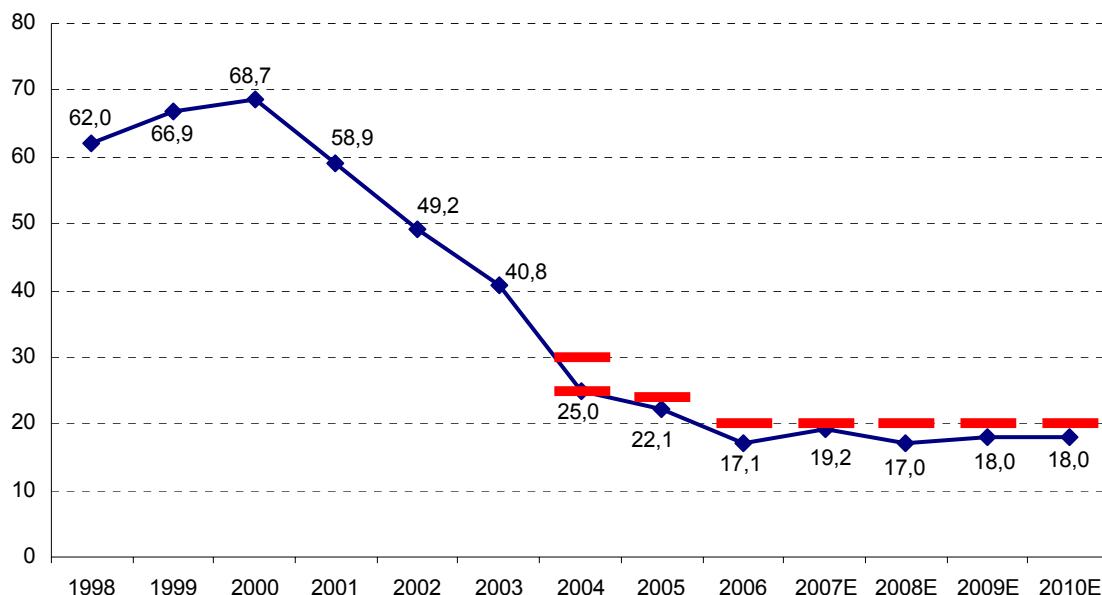
Stabilizace refinančního rizika tvoří ústřední bod koncipování emisní strategie Ministerstva. Klíčovým ukazatelem, který v této souvislosti Ministerstvo cíluje počínaje rokem 2004 je **podíl krátkodobého státního dluhu** (tj. dluh splatný do jednoho roku na celkovém dluhu). Ministerstvo v prvním pololetí roku 2004 vyhlásilo v souvislosti s rozhodnutím ministra financí zahájit pravidelnou emisní činnost na zahraničním trhu pozvolnou tříletou trajektorii poklesu tohoto ukazatele v této podobě: 2004 – 25,0 až 30,0%, 2005 – 22,5 až 27,5%, 2006 – 20,0 až 25,0%.

Úspěšné zahájení zahraničního financování v červnu 2004 umožnilo redefinovat strategii směrem k dalšímu urychlení tohoto redukčního programu. Ke konci roku 2004 byla dosažena hodnota přesně na úrovni dolní hranice vyhlášeného koridoru 25,0%. Také v roce 2005 došlo ke splnění

cíle 24% a méně, když tento ukazatel dosáhl ke konci roku 22,1%. Již v průběhu prvního čtvrtletí 2006 byla potom prolomena plánovaná konečná a dlouhodobě cílovaná limitní hranice 20% a ke konci tohoto roku byla dosažena hodnota 17,1%.

Limitní hranice **20% celkového státního dluhu** zůstává v souladu s dlouhodobou strategií v roce 2008 fundamentálním limitem emisní činnosti Ministerstva a řízení finančních rizik českého dluhového portfolia.

Obrázek 2: Vývoj a cíle krátkodobého státního dluhu 1998 až 2010 (% celkového dluhu)



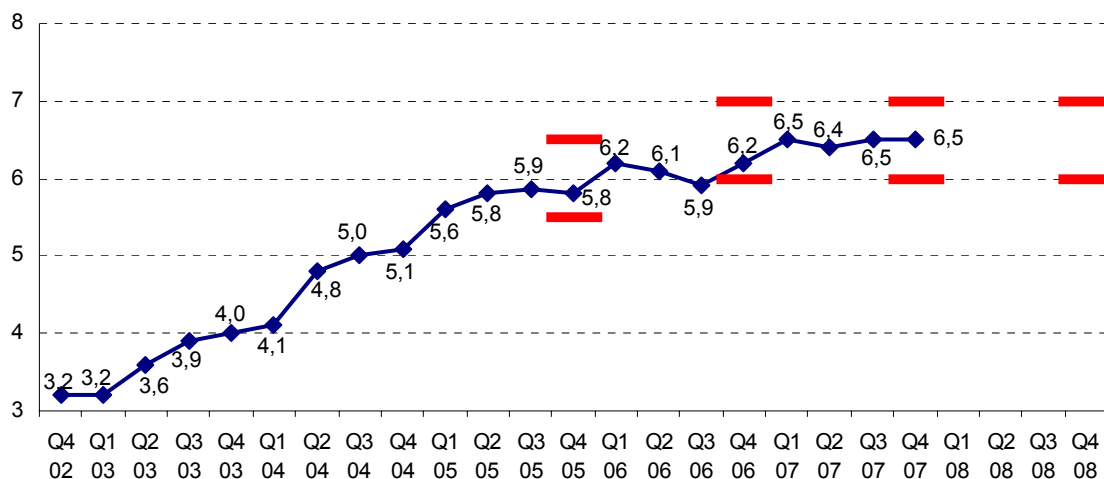
Zdroj: MF ČR.

Ke konci roku 2007 se očekávaná hodnota tohoto ukazatele bude pohybovat kolem 19%. Zvýšení krátkodobého dluhu je způsobeno nárůstem ročních hodnot splatných jistin benchmarkových emisí směrem k úrovni 100 mld. Kč při současné absenci České republiky na zahraničním kapitálovém trhu v letech 2006 a 2007. Potvrzuje se tak očekávání Ministerstva, že udržení limitní hranice krátkodobého státního dluhu, která se blíží parametrům dluhových portfolií ve vyspělých zemích Evropské unie, je při současných výpůjčních potřebách vlády velice komplikované pouze prostřednictvím emisní činnosti na domácím trhu bez dopadu na rovnováhu mezi nabídkou a poptávkou po státních dluhopisech.

Dalším ukazatelem používaným při řízení refinančního rizika je **průměrná doba do splatnosti státního dluhu**. Poprvé pro tento ukazatel vyhlásilo Ministerstvo explicitní cíl pro rok 2005 na úrovni 5,5 až 6,5 let, který byl splněn a průměrná splatnost dosáhla 5,8 let. Na rok 2006 bylo toto cílové rozpětí posunuto nahoru o 0,5 roku na 6,0 až 7,0 let, přičemž bylo dosaženo hodnoty 6,2 roku. Stejně rozpětí zůstalo platné také pro rok 2007, přičemž ke konci roku lze očekávat průměrnou splatnost na středové úrovni tohoto cílového intervalu.

Pro konec roku 2008 ponechává Ministerstvo cíl pro průměrnou splatnost státního dluhu na úrovni **6,0 až 7,0 let**. Dosažení tohoto cíle určuje časovou a objemovou strukturu emisí státních dluhopisů na domácím a zahraničním trhu a nastavení splátkových kalendářů čerpaných půjček od EIB. Implicitním předpokladem pro bezproblémové splnění tohoto cílového pásma je realizace veřejné benchmarkové emise na zahraničním trhu v roce 2008 v segmentu 10 a více let.

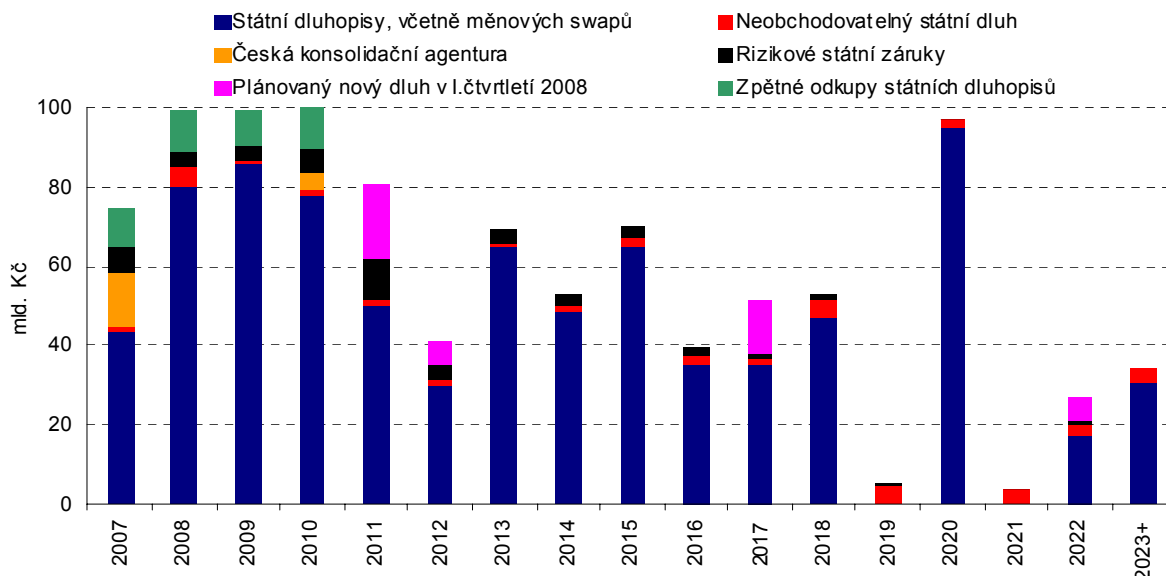
Obrázek 3: Průměrná splatnost státního dluhu a vyhlášené cíle 2002 až 2008 (počet let)



Zdroj: MF ČR.

Nové emise státních dluhopisů stejně jako čerpání dlouhodobých úvěrů od EIB budou i nadále řízeny v souladu s plněním klíčového cíle v podobě **stabilizace a vyhlazování splatnostního profilu státních závazků v čase**, který je již od roku 2005 sledován a plánován na integrované bázi. Aktivní řízení a doladování splatnostního profilu probíhá také prostřednictvím operací se státními dluhopisy na sekundárním trhu, které byly zahájeny v roce 2007 a budou pokračovat i v roce 2008. Ve střednědobém výhledu nepřekročí roční splátky státních závazků 100 mld. Kč.

Obrázek 4: Očekávaný splatnostní profil explicitních státních závazků ke konci roku 2007



Poznámka: Bez zahrnutí peněžních instrumentů v oběhu a nestandardních státních záruk.
Zdroj: MF ČR.

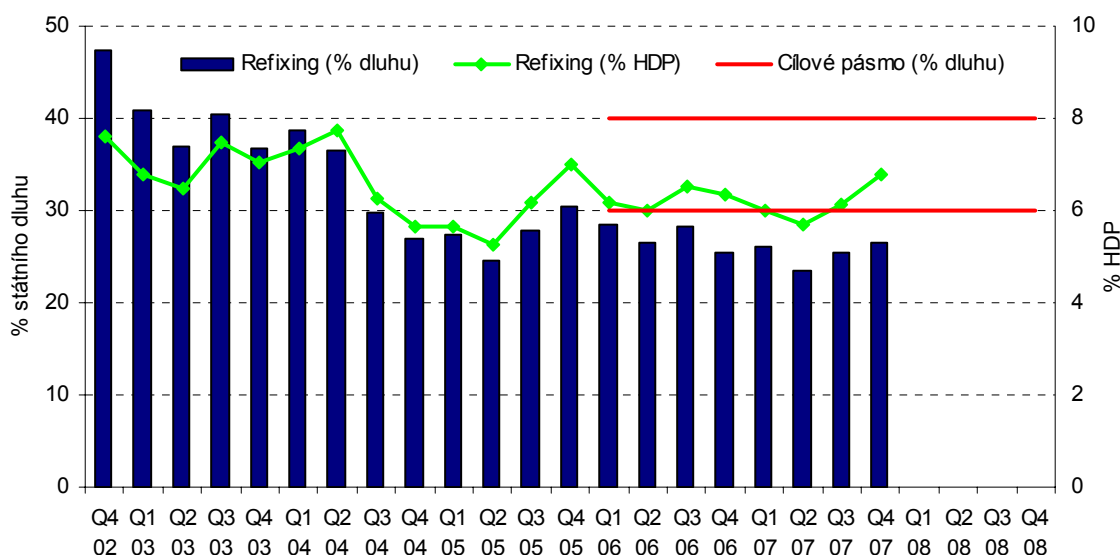
Splatnostní profil ukazuje klesající kvantitativní význam splátek standardních rizikových státních záruk, které jsou rovnoměrně rozloženy v horizontu do roku 2022 a nepředstavují tak významnější refinanční a tržní riziko pro výdajovou stranu státního rozpočtu. Jedinou významnější jednorázovou splátkou zůstává úhrada jistiny dluhopisu ve výši 7 mld. Kč v roce 2011, který byl emitován Správou železniční dopravní cesty. V roce 2010 je také splatný dluhopis ČKA ve výši 5 mld. Kč. Vzhledem k zániku ČKA se stane tento dluhopis součástí státního dluhu k 1.1.2008 a bude splacen standardním způsobem v rámci refinancování státního dluhu v souladu s příslušným zákonem o státním dluhopisovém programu.

Řízení úrokového rizika

Úrokové riziko zůstává nejdůležitějším tržním rizikem řízení státního dluhu. Počínaje rokem 2006 došlo ke změně v oblasti vyhlášení strategických cílů pro tuto oblast řízení státního dluhu. Novým explicitním cílem se stala **úroková re-fixace dluhového portfolia do 1 roku**, který není citlivý na fluktuace úrokových sazeb na finančním trhu. Pro rok 2006 a 2007 bylo stanoveno střednědobé cílové pásmo 30 až 40% celkového státního dluhu. Hlavním důvodem proč Ministerstvo nedosáhlo v průběhu těchto let cílového pásma bylo rozhodnutí ministra financí nerealizovat veřejnou emisi eurobondu, jejíž měnové zajištění by jinak proběhlo stejně jako v roce 2005 tak, že by korunový ekvivalent jistiny byl ponechán na floatové části zajišťovacího swapu a byl by tak vystaven fluktuacím sazeb mezibankovního trhu. Zároveň bylo rozhodnuto, že nebudou realizovány žádné další syntetické derivátové operace, které by zvýšily úrokovou expozici i při absenci eurobondové emise, a tento parametr byl ponechán mírně pod spodní hranici cílového pásma.

Vzhledem k tomu, že makro-finanční modelové simulace i nadále indikují ve střednědobém horizontu pozitivní trade-off ve vztahu nákladů versus rizika, Ministerstvo ponechává také pro rok 2008 v platnosti cíl pro expozici dluhového portfolia změně úrokových sazeb do 1 roku, včetně derivátových operací, v podobě pásma **30 až 40% celkového státního dluhu**. Hranice tohoto pásma odpovídají cca 8 až 10% HDP, zatímco v letech 2006 a 2007 fluktovala úroková re-fixace kolem 6,5% HDP.

Obrázek 5: Úroková re-fixace státního dluhu do 1 roku a střednědobý cíl 2002 až 2008

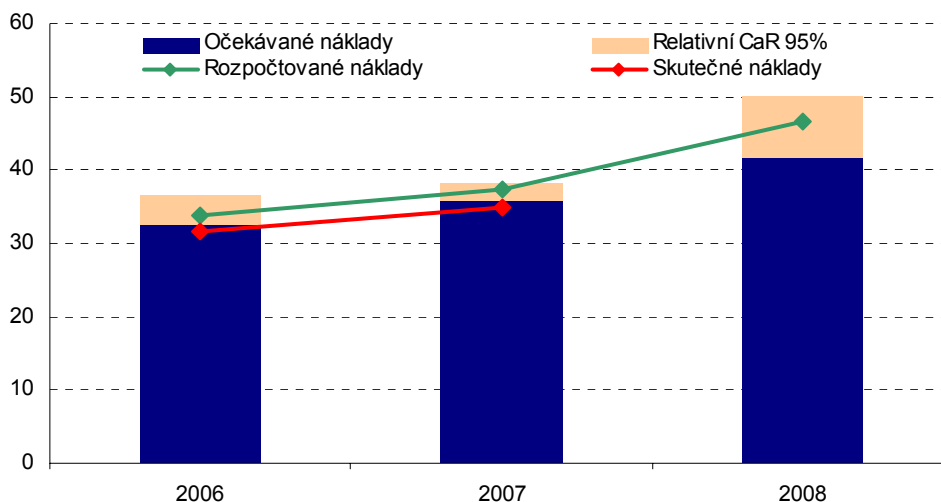


Zdroj: ČSÚ a MF ČR.

Počínaje rokem 2005 aplikuje Ministerstvo při měření a řízení úrokového rizika sofistikovanější modelový rámec, tzv. náklady v riziku (Cost-at-Risk, **CaR**), který vychází z metodologie VaR a simuluje budoucí očekávané a maximální úrokové náklady při daném stupni rizika, které je odvozeno z volatility časové struktury úrokových sazeb. Stochastickým prvkem modelu CaR je tedy výnosová křivka. Vývoj portfolia státního dluhu je v modelu CaR považován deterministický a vychází z plánovaného emisního kalendáře státních dluhopisů, včetně zahraničních emisí, plánovaného čerpání přímých půjček a z ostatních finančních operací. Model dále předpokládá, že kupónové platby případné zahraniční emise budou zajištěny proti kursovému riziku.

V letech 2006 a 2007 vykazoval použitý modelový rámec pro simulaci úrokových nákladů relativně spolehlivé hodnoty indikátoru CaR, které byly konzistentní se schválenými zákony o státním rozpočtu a popisovaly skutečný vývoj hrubých nákladů na obsluhu státního dluhu. V roce 2006 byly očekávané náklady nadhodnoceny o 2,5% oproti skutečnosti a za rok 2007 je očekáváno nadhodnocení o 2,3%.

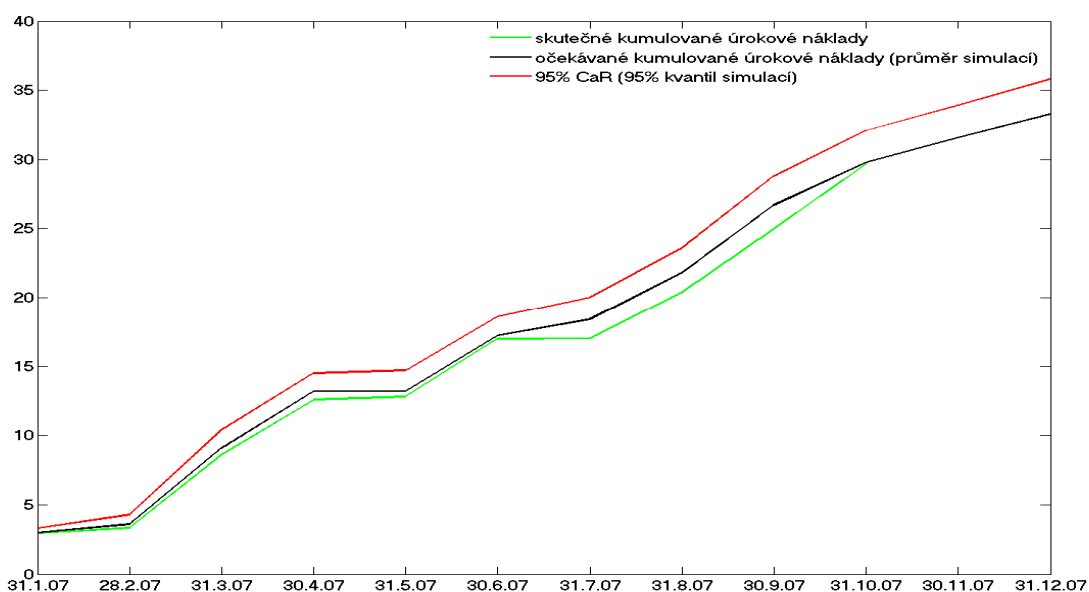
Obrázek 6: Hrubé úrokové náklady a náklady v riziku letech 2006 až 2008 (mld. Kč)



Zdroj: MF ČR.

Porovnání skutečného vývoje úrokových nákladů s vývojem simulovaným modelem CaR od ledna do listopadu roku 2007 ukazuje uspokojivé překrytí modelu s reálným vývojem.

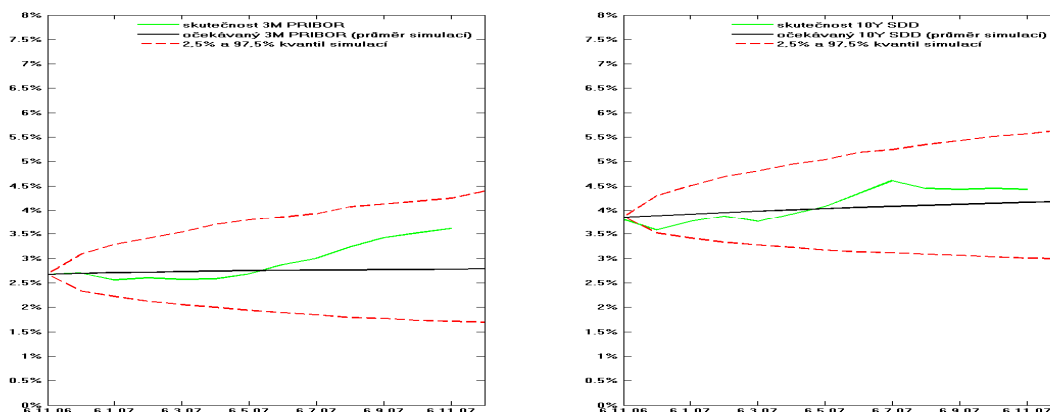
Obrázek 7: Skutečné versus simulované úrokové náklady státního dluhu 2007 (mld. Kč)



Poznámka: Úrokové náklady jsou kalkulovány na hotovostním principu relevantním pro metodiku státního rozpočtu.
Zdroj: MF ČR.

Skutečný vývoj výnosové křivky společně s očekávanou hodnotou (průměr simulací) a 95% intervalem spolehlivosti (2,5% a 97,5% kvantil simulací) pro PRIBOR 3 měsíce a 10letý státní dluhopis zachycuje obrázek 8.

Obrázek 8: Skutečný versus simulovaný vývoj úrokových sazeb v roce 2007



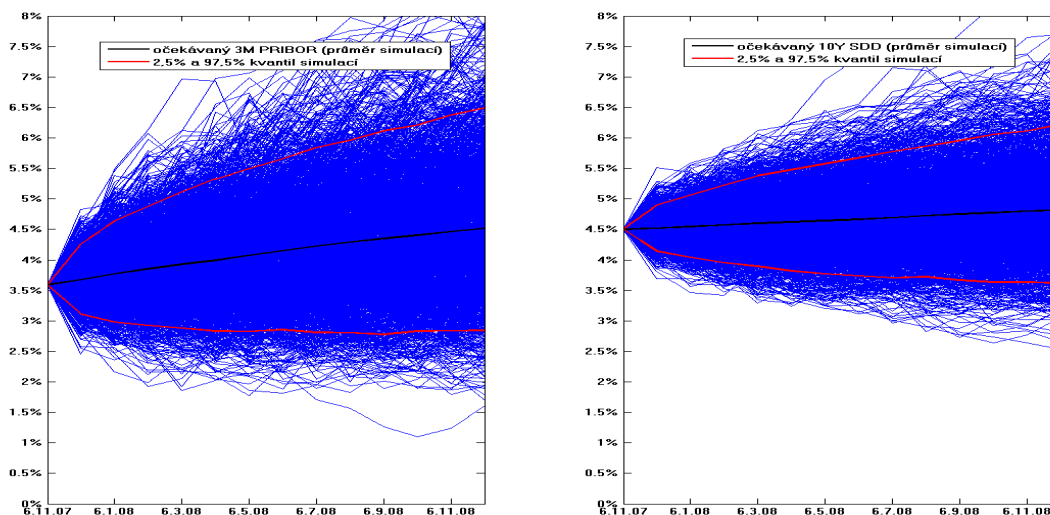
Zdroj: Bloomberg, MF ČR.

Cost-at-Risk státního dluhu pro rok 2008

Na rok 2008 bylo, stejně jako na rok 2007, jsou simulace úrokových sazeb založeny na modelování hlavních komponent výnosové křivky („*principal component analysis*“) pomocí nelineárních stochastických diferenciálních rovnic. Technika odhadu parametrů modelu vychází z článku Yacine Ait-Sahalia: Testing Continuous-Time Models of the Spot Interest Rate, The Review of Financial Studies, 1996, Vol. 9, No. 2, pp. 385-426.

Parametry modelu jsou odhadnuty z měsíčních pozorování české výnosové křivky od ledna 2000. Pro každou z požadovaných splatností je provedeno 5000 simulací úrokové sazby na příštích čtrnáct měsíců. Model vykazuje vlastnost „mean reversion“, z čehož pro současné hodnoty úrokových sazeb plyne, že jejich očekávané hodnoty rostou. Simulace úrokových sazeb 3M PRIBOR a 10tiletého státního dluhopisu jsou zaznamenány na obrázku 9.

Obrázek 9: Simulace vývoje českých úrokových sazeb v roce 2008



Zdroj: MF ČR.

Simulace úrokových sazeb jsou vstupem pro výpočet úrokových nákladů floatové části portfolia státního dluhu: nové emise SPP a SDD, kapitálové zisky, respektive ztráty znovu-otevíraných emisí SDD, půjčky od EIB a floatové části úrokových derivátů. Tabulka 5 zachycuje deteterministickou změnu struktury státního dluhu, na kterou jsou nasazeny simulované úrokové sazby a následně kalkulovány hrubé úrokové náklady.

Tabulka 5: Základní modelový vývoj struktury státního dluhu do konce roku 2008 (mld. Kč)

Stav k	SDD + Eurobondy	SPP	Neobchodovatelný	Celkem
31.10. 2007	758,8	59,8	39,3	857,9
31.12. 2008	863,2	77,6	49,3	990,1

Zdroj: MF ČR.

Ze simulací úrokových sazeb se tak získávají simulace úrokových nákladů portfolia státního dluhu. Průměr simulací úrokových nákladů je odhadem očekávané hodnoty úrokových nákladů a $p\%$ kvantil simulací úrokových nákladů je odhadem $p\%$ kvantilu pravděpodobnostního rozdělení úrokových nákladů. Hodnota 95% kvantilu simulací udává 95% CaR, tedy výši úrokových nákladů, která nebude s 95% pravděpodobností překročena. Vývoj očekávané hodnoty kumulovaných úrokových nákladů a 95% CaR pro rok 2007 uvádí tabulka 6.

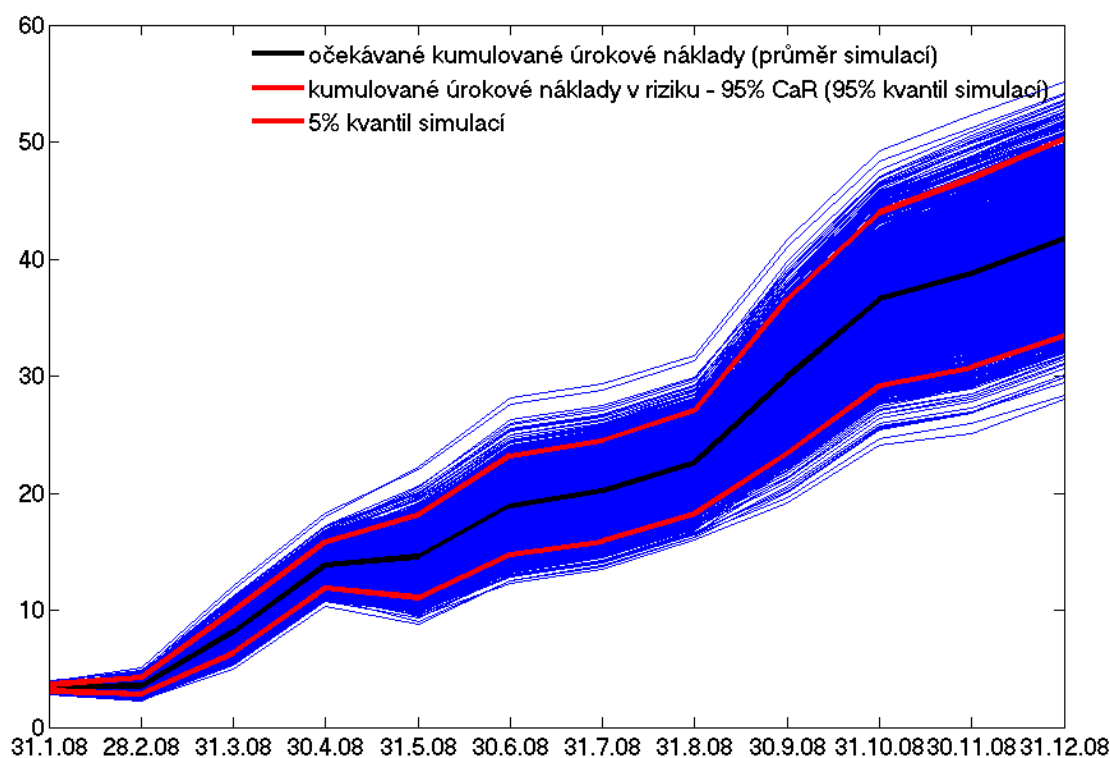
Tabulka 6: Vývoj kumulovaných úrokových nákladů státního dluhu v roce 2008 (mld. Kč)

Měsíce roku 2008	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.
Očekávané náklady	3,4	3,5	8,1	13,9	14,6	18,9	20,2	22,6	29,9	36,5	38,8	41,7
Absolutní CaR 95%	3,7	4,3	9,9	15,8	18,1	23,2	24,5	27,1	36,5	44,0	46,9	50,2

Zdroj: MF ČR.

Očekávané hrubé úrokové náklady portfolia státního dluhu pro rok 2008 jsou **41,7 mld. Kč**. Náklady v riziku, tj. absolutní CaR 95% činí **50,2 mld. Kč**. Skutečné úrokové náklady tak nebudou s 95% pravděpodobností vyšší oproti očekávaným nákladům více než o 8,5 mld. Kč.

Rozpočtovaná částka výdajů kapitoly státní dluh by tak měla být dostatečná k pokrytí skutečně realizovaných hrubých úrokových nákladů za předpokladu naplnění očekávaného vývoje na finančních trzích v průběhu roku 2008.

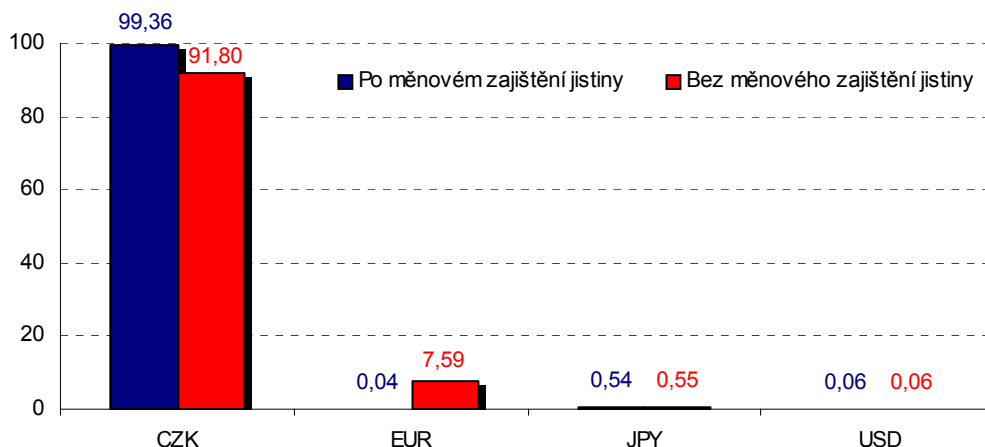
Obrázek 10: Simulace hrubých úrokových nákladů v roce 2008 (mld. Kč)

Poznámka: Úrokové náklady jsou kalkulovány na hotovostním principu relevantním pro metodiku státního rozpočtu.
Zdroj: MF ČR.

Řízení měnového rizika

Státní dluh není ani ke konci roku 2007 vystaven významnému riziku plynoucímu z kursových fluktuací. Ani pro rok 2008 nevyhlašuje Ministerstvo žádné konkrétní kvantitativní cíle v oblasti měnové struktury státního dluhu.

Obrázek 11: Měnová expozice portfolia státního dluhu ke konci roku 2007 (%)



Zdroj: MF ČR.

Tato publikace byla připravena na základě informací dostupných k 30. listopadu 2007. Ministerstvo si vyhrazuje právo během roku 2008 pružně reagovat pomocí svých nástrojů na skutečný vývoj hrubé výpůjční potřeby vlády v oblasti státního rozpočtu, mimorozpočtových fondů, zdravotního pojištění a vypořádávání rizikových státních záruk. Plnění plánovaného programu financování a vyhlášených strategických cílů bude záviset zejména na vývoji situace na domácím a zahraničním finančním trhu z pohledu minimalizace nákladů dluhové služby a řízení finančních rizik.

Tato publikace je dostupná také prostřednictvím internetu na:
www.mfcr.cz/statnidluh

Další informace:

Ing. Petr Pavelek, Ph.D., vedoucí oddělení financování a řízení portfolia
Odbor řízení státního dluhu a finančního majetku MF ČR
Letenská 15, 118 10 Praha 1 – Malá Strana
Tel.: 257 042 678, E-mail: petr.pavelek@mfcr.cz, **Reuters <MFCR>**