Ref: 409/116 236/2004

6. prosinec 2004

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY

Samostatné oddělení řízení státního dluhu

Strategie financování a řízení státního dluhu na rok 2005

Obsah

Výpůjční požadavky vlády	1
Roční program financování	1
Řízení refinančního rizika	3
Řízení úrokového rizika	4
Řízení měnového rizika	4
Technické a ekonomické cíle	5
Příloha: Nový ukazatel úrokového rizika	7

Ministr financí rozhodl dne 11. listopadu 2004 o struktuře a způsobu financování výpůjčních potřeb centrální vlády v rozpočtovém roce 2005 a schválil základní absolutní a relativní limity pro emisní činnost na domácím a zahraničním trhu a pro aktivní řízení dluhového portfolia státu. Takto vymezený operační rámec v podobě předkládané Strategie financování a řízení státního dluhu na rok 2005 přispívá k transparentnější implementaci dluhové politiky a umožňuje flexibilnější působení ministerstva na finančním trhu za účelem aktivního zajištění finančních potřeb vlády a dosažení stanovených strategických cílů politiky řízení státního dluhu.

1. Výpůjční požadavky vlády

Celkové plánované hrubé výpůjční požadavky vlády bez revolvingu státních pokladničních poukázek (SPP) v roce 2005 činí cca 135,6 mld Kč. Tato částka je tvořena plánovaným deficitem státního rozpočtu 83,6 mld Kč, plánovanou úhradou části ztráty České konsolidační agentury (ČKA) ve výši 30,0 mld Kč a refinancováním splatných středně- a dlouhodobých státních dluhopisů ve výši 22,0 mld Kč. Hrubé požadavky na financování (bez revolvingu SPP) jsou v roce 2005 dále navýšeny o cca 749 mil Kč v návaznosti na zvýšení stavu na účtech státních finančních aktiv (viz §2, odst. (3) návrhu zákona o státním rozpočtu České republiky na rok 2005).

Tab. 1: Zdroje požadavků vlády na financování v roce 2005 (mld Kč)

Hrubé požadavky na financování (bez revolvingu SPP)	**136,38**
Výdaje státního rozpočtu	908,42
Příjmy státního rozpočtu	- 824,83
Deficit státního rozpočtu bez ČKA	**83,59**
Plánované nové zdroje na úhradu části ztráty ČKA (včetně finanční rezervy)	30,00
Čisté výpůjční požadavky vlády	**113,59**
Splátky středně- a dlouhodobých státních dluhopisů	22,00
Splátky neobchodovatelných půjček	0,05
Hrubé výpůjční požadavky (bez revolvingu SPP)	**135,64**
Navýšení stavu státních finančních aktiv	0,75

Zdroj: MF, ČKA.

Plánovaná úhrada části ztráty ČKA na rok 2005 vychází z aktualizovaných odhadů. Skutečný budoucí vývoj bude samozřejmě záviset na řadě faktorů, zejména na výtěžnosti pohledávek při individuálních a blokových prodejích a při jejich vymáhání a na záměrech vlády při nakládání s vybranými majetkovými účastmi. Speciální státní dluhopisový program nicméně poskytuje ministerstvu dostatečnou flexibilitu při financování případných dodatečných potřeb ČKA v roce 2005, samozřejmě v závislosti na situaci na finančním trhu.

2. Roční program financování

Plánovaný finanční program v roce 2005 vychází z následujících limitů vymezených ministrem financí, které jsou určující pro použití jednotlivých dluhových nástrojů zajišťujících finanční potřeby vlády v roce 2005.

> **Podíl financování na zahraničním kapitálovém trhu bude činit maximálně 40% z celkových ročních hrubých požadavků na financování (bez revolvingu SPP).**

Tento maximální limit umožňuje flexibilní reakci ministerstva na aktuální podmínky na domácím a zahraničním finančním trhu. Jde o limit omezující zahraniční emisní činnost shora a nemusí být tedy v případě nepříznivých podmínek na zahraničním trhu ve srovnání s domácím tržním vývojem plně využit. Při získávání zahraničních zdrojů se ministerstvo bude zaměřovat podobně jako v roce 2004 především na strategické operace na trhu eurozóny v souladu s Konvergenčním programem České republiky pro rok 2004.

Finanční požadavky v objemu cca 11,78 mld Kč budou zajištěny dlouhodobými úvěry od Evropské investiční banky.

Čerpání těchto úvěrů určených výhradně na infrastrukturní vládní projekty schválila vláda a rozhodl o nich přímo ministr financí a jsou obsaženy také v návrhu státního rozpočtu na rok 2005. Řízení těchto úvěrů není v současnosti v kompetenci samostatného oddělení řízení státního dluhu, které pouze zodpovídá za jejich následnou evidenci a dluhovou službu a od roku 2003 také navrhuje jejich splátkové kalendáře.

Ke konci roku 2005 se tak podíl neobchodovatelného státního dluhu přiblíží hranici 5%. 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 2007 podíl neobchodovatelných nástrojů v dluhovém portfoliu nepřekročí hranici 10%.

Objem emitovaných středně- a dlouhodobých dluhopisů (SDD) na domácím trhu bude činit maximálně 120 mld Kč.

Tento objem vychází z odhadu nákladově akceptovatelné absorpce domácího kapitálového trhu a zajišťuje, že maximální nabídka těchto nástrojů bude v roce 2005 na srovnatelné úrovni jako v roce 2004. Konečný roční emitovaný objem bude záviset zejména na velikosti zdrojů získaných na zahraničním trhu. V případě nižšího než maximálního povoleného objemu zahraničních emisí bude o stejné částky zvyšován objem emitovaných domácích SDD až do výše 120 mld Kč, případně se sníží plánovaná dis-emise státních pokladničních poukázek.

Emise SDD a jejich následný re-opening na domácím trhu budou i nadále pokračovat ve splatnostech 3, 5, 10 a 15 let. Nadále bude také důraz kladen na tvorbu 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 2005 ministerstvo plánuje uvést na domácí trh čtyři nové benchmarkové emise se splatnostmi v letech 2008, 2010, 2015 a 2020. Průměrná časová struktura těchto emisí bude taková, aby byly dosaženy definované cíle v oblasti řízení refinančního a tržního rizika státního dluhu.

V roce 2005 bude ministerstvo nadále pokračovat v programu snižování podílu státních pokladničních poukázek (SPP) na financování dlouhodobých závazků vlády tak, aby ke konci roku 2005 došlo k poklesu krátkodobého státního dluhu minimálně k hranici 23 až 24% či níže.

Z projekce struktury dluhového portfolia ke konci roku 2005 plyne, že k dosažení cílové hodnoty ukazatele krátkodobého dluhu splatného do 1 roku je nutné snížit objem SPP v oběhu o minimálně 24 mld Kč, tj. podíl SPP na státním dluhu by se měl ke konci roku 2005 pohybovat na hranici maximálně 15%. Úspěšnost tohoto programu redukce SPP bude záviset především na skutečném hospodaření státního rozpočtu a na úspěšnosti ministerstva při emisích kapitálových státních dluhopisů na domácím a zahraničním trhu. I nadále budou pokračovat emise SPP ve splatnostech 3, 6, 9 a 12 měsíců, přičemž každý měsíc se budou konat tři primární aukce.

Tab. 2: Program financování v roce 2005 (mld Kč)

Hrubé požadavky na financování (bez revolvingu SPP)	**136,38**
Přímé půjčky od mezinárodních organizací	**11,83**
Čerpání dlouhodobých úvěrů od Evropské investiční banky	11,78
Čerpání směnek na kapitálový podíl ČR v EBRD	0,05
Emise středně- a dlouhodobých státních dluhopisů	**148,55** až **174,55**
Emise středně- a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím trhu	94,00 až 120,00
Emise středně- a dlouhodobých státních dluhopisů na zahraničním trhu	28,55 až 54,55
Čistá dis-emise státních pokladničních poukázek	**-24,00** až **–50,00**

Zdroj: MF.

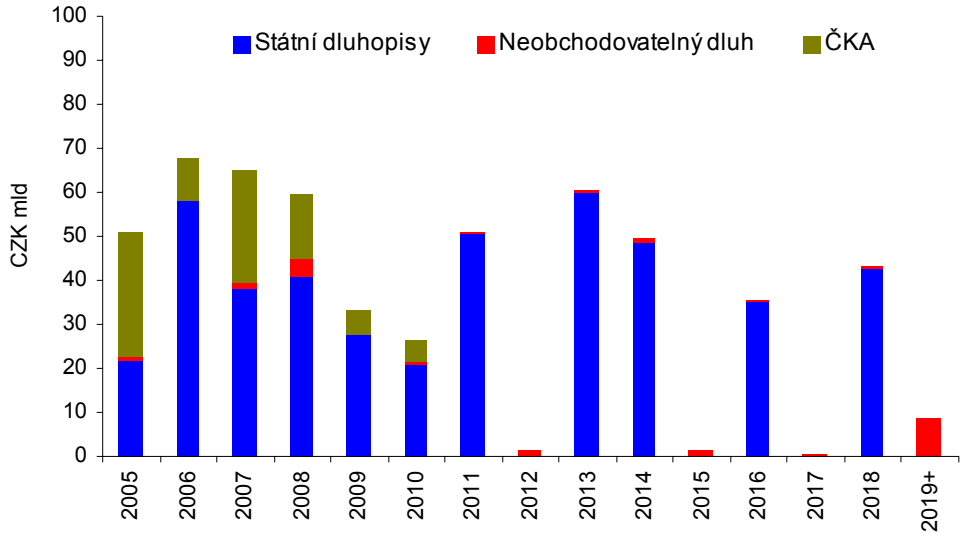
3. Řízení refinančního rizika dluhového portfolia a koordinace s ČKA

Stabilizace refinančního rizika zůstává i nadále v centru pozornosti při koncipování emisní strategie ministerstva. Klíčovým ukazatelem, který v této souvislosti ministerstvo cíluje počínaje rokem 2004 je **krátkodobý státní dluh** (tj. dluh splatný do jednoho roku). 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 zavedení zahraničního financování v červnu 2004 umožňuje redefinovat strategii směrem k dalšímu urychlení tohoto redukčního programu. Ke konci roku 2004 očekáváme hodnotu pod 26,0% a do konce roku 2005 je cílem další snížení minimálně na úroveň **24% a méně**. Ke konci roku 2006 by již mělo ministerstvo dosáhnout plánované hranice **20%**, která se počínaje rokem 2007 stane jedním z fundamentálních limitů řízení rizik.

Dalším ukazatelem používaným při řízení refinančního rizika je **průměrná doba do splatnosti státního dluhu**. Doposud pro tento ukazatel nebyly vyhlašovány explicitně cílové kvantitativní hodnoty. Ministerstvo tak poprvé vyhlašuje cíl **5,5 až 6,5 let** pro průměrnou dobu do splatnosti státního dluhu, který by měl být dosažen do konce roku 2005. Od dosažení tohoto cíle bude také odvozena konkrétní průměrná časová struktura emisí státních dluhopisů na domácím a zahraničním trhu a nastaveny splátkové kalendáře úvěrů od Evropské investiční banky.

Nové emise státních dluhopisů stejně jako čerpání dlouhodobých úvěrů bude přitom primárně řízeno v souladu s plněním dalšího klíčového cíle v podobě **stabilizace a vyhlazování splatnostního profilu státního dluhu v čase**.

Obr. 1: Očekávaný splatnostní profil státního dluhu a výhled krytí finančních potřeb ČKA
(stav ke konci roku 2004 v mld Kč; bez zahrnutí rizikových státních záruk a SPP v oběhu)



Zdroj: MF, ČKA.

Obr. 1 zachycuje také očekávané potřeby nových zdrojů plynoucích z předpokládaného výhledu peněžních toků České konsolidační agentury (ČKA) do konce roku 2010. Výhled těchto potřeb financování ministerstva byl aktualizován na společném jednání mezi ministerstvem a ČKA na úrovni I.Náměstka ministra financí dne 19.11.2004. Do zániku ČKA bez likvidace, tj. do 31.12.2007, bude tyto zdroje ministerstvo zajišťovat zejména emisemi státních dluhopisů podle speciálního státního dluhopisového programu na úhradu části ztráty ČKA do výše 63,3 mld Kč, který byl již schválen Poslaneckou sněmovnou a do 13.12.2004 bude projednán Senátem. Po zániku ČKA přejdou její pohledávky a závazky na ministerstvo a budou spravovány v rámci standardního rozpočtového procesu a řízení státního dluhu a emisní politiky ministerstva.

Konečný způsob rozložení úhrad potřeb nových zdrojů v následujících letech bude vycházet z úzké koordinace ministerstva a ČKA v souladu s výhledem ostatních výpůjčních potřeb vlády v těchto letech a v návaznosti na potřeby řízení rizik státního dluhu.

Co se týká vlastního působení ČKA na domácím finančním trhu v roce 2005, bylo dohodnuto, že ČKA nebude v příštím roce emitovat vlastní středně- a dlouhodobé dluhopisy. Krátkodobé dodatečné likvidní potřeby může nicméně financovat prostřednictvím peněžního trhu emisemi krátkodobých dluhopisů a výpůjčkami na mezibankovním trhu. Záměrem ČKA je přitom obstarat peněžní prostředky uvedeným způsobem do objemu 15 mld Kč.

4. Řízení úrokového rizika dluhového portfolia

Úrokové riziko zůstává nejdůležitějším tržním rizikem řízení státního dluhu. V souvislosti se zahájením řízení úrokového rizika prostřednictvím finančních derivátů zahájilo ministerstvo v roce 2002 roční cílování modifikované durace státního dluhu. Nově definovaný cíl **modifikované durace státního dluhu** včetně efektu finančních derivátů má pro rok 2005 podobu **3,8 ± 0,4 let**. Oproti roku 2004 (cíl 3,3 až 4,3 let) dochází tedy k zachování středové cílové hodnoty durace při současném celkovém zúžení pásma o 0,2 roku. Ministerstvo tedy neplánuje další výraznější zvyšování modifikované durace, ale v roce 2005 bude usilovat o její stabilizaci v užším pásmu.

Nový cíl pro duraci je konzistentní s doposud provedenými kvantitativními analýzami a simulacemi v desetiletém horizontu, ze kterých mimo jiné plyne předběžný závěr, že zvyšování úrokové expozice dluhového portfolia do 1 roku přináší v průměru rychlejší pokles očekávaných úrokových nákladů než je růst jejich variability. Současná expozice změně úrokových sazeb do 1 roku generovaná strukturou státního dluhu z hlediska úročení dluhových nástrojů (po zahrnutí derivátových operací), tzv. **úrokový refixing do 1 roku**, se přitom od konce třetího čtvrtletí 2004 stabilizovala pod hranicí 30%.

Vzhledem k tomu, že simulační modelový rámec řízení státního dluhu je nutné v průběhu roku 2005 dále zpřesňovat z hlediska použité metodologie a předpokladů (např. o vstupu země do eurozóny, konvergenci úrokových sazeb a způsobu simulace primárního rozpočtového deficitu), jsou předběžné závěry interpretovány velice konzervativně, tj. ministerstvo se rozhodlo úrokové riziko v následujícím roce stabilizovat, nikoliv výrazněji zvyšovat (tj. nesnižovat durační cíl oproti roku 2004). Determinace optimální hodnoty krátkodobé úrokové expozice státního dluhu bude během roku 2005 založena zejména na zpřesňování úrokových modelů ministerstva (viz Příloha), které umožní jemnější řízení vztahu mezi úrokovým rizikem a očekávanými náklady plynoucími ze struktury dluhového portfolia. Konečné rozhodnutí o této expozici bude samozřejmě plně konzistentní s plněním nového duračního cíle pro rok 2005.

Důležité je, že případné zvyšování úrokové expozice za účelem konečného snížení průměrných úrokových nákladů státního dluhu neohrožuje výše definované cíle v oblasti stabilizace a snižování refinančního rizika. K flexibilnímu řízení úrokové expozice bude totiž ministerstvo i nadále aktivně využívat příslušné derivátové operace.

5. Řízení měnového rizika dluhového portfolia

Státní dluh (bez zohlednění rizikových státních záruk) není v současnosti vystaven relevantnímu riziku plynoucímu z kursových fluktuací. Hledání optimální měnové struktury státního dluhu v období před vstupem země do eurozóny je v současnosti dalším klíčovým předmětem kvantitativního výzkumu ministerstva. Pro rok 2005 není proto v této oblasti konkretizován žádný kvantitativní cíl. Řízení měnového rizika dluhového portfolia bude nicméně i v roce 2005 probíhat v návaznosti na koordinaci a společný postup vlády a centrální banky v oblasti kursové politiky státu.

6. Technické a ekonomické cíle řízení státního dluhu a likvidity státní pokladny

Ministerstvo bude i v roce 2005 realizovat řadu kroků směřujících k modernizaci správy a zefektivnění řízení státního dluhu v souladu s nejlepší praxí vyspělých zemí Evropské unie a OECD. Tyto kroky se týkají zejména následujících čtyř oblastí.

(1) Integrované řízení finančních rizik portfolia státního dluhu a státních záruk.

Z pohledu řízení finančních rizik výdajových toků státního rozpočtu není relevantní pouze struktura státního dluhu, ale také struktura portfolia poskytnutých státních záruk, u nichž státní rozpočet efektivně hradí splátky jistiny a úrokové platby. Tyto rizikové záruky byly již transferovány dle metodiky ESA95 předepsané pro výpočet Maastrichtských kritérií do dluhu vládního sektoru, nicméně nejsou součástí státního dluhu. V polovině roku 2004 byly proto na ministerstvu zahájeny analytické práce na vyhodnocení refinanční, časové, měnové a úrokové struktury rizikových státních záruk. První předběžné výstupy těchto prací se již staly také součástí Konvergenčního programu České republiky pro rok 2004.

Do budoucna nemá ekonomický smysl sledovat strategické cíle a vyhlašovat kvantitativní kritéria pro portfolio státního dluhu a ignorovat přitom finanční rizika státních záruk. Od roku 2005 bude proto zahájeno řízení integrovaného portfolia státního dluhu a poskytnutých rizikových státních záruk, včetně realizovaných derivátových operací. Prakticky to především znamená, že vyhlašovaná a monitorovaná kritéria řízení rizik se budou sice i nadále vztahovat formálně ke státnímu dluhu, nicméně bude docházet pravidelně čtvrtletně k vyhodnocování plnění těchto kritérií po zohlednění struktury obou portfolií. Pokud dojde k tomu, že struktura portfolia rizikových státních záruk začne významněji vychylovat sledovaná kritéria na integrované bázi nežádoucím způsobem mimo vyhlášené cíle, může ministerstvo využít své dostupné nástroje (zejména finanční deriváty), aby tyto trendy zvrátilo a zajistilo stabilizaci kritérií směrem k akceptovatelným úrovním. První výsledky a zkušenosti ministerstva s integrovaným řízením globálního portfolia závazků státního rozpočtu budou zveřejněny ke konci prvního čtvrtletí 2005. Informace bude také součástí následujícího Konvergenčního programu České republiky za rok 2005, čímž dojde k další podpoře úsilí vlády o zvýšení transparentnosti řízení veřejných financí.

(2) Implementace integrovaného informačního systému pro řízení státního dluhu.

Ministr financí rozhodl dne 12. listopadu 2004 o nákupu a financování aplikačního software pro integrovaný systém řízení státního dluhu, státních záruk a likvidity státní pokladny. Výběrové řízení na dodavatelskou firmu a následná implementace v rámci samostatného oddělení řízení státního dluhu by měly být dokončeny do konce roku 2005. Jedná se o klíčový krok směrem k posílení technické kapacity řízení státního dluhu a její standardizaci na srovnatelné úrovni s ostatními zeměmi Evropské unie. Hlavním cílem je prevence potenciálních ztrát z možného procesního selhání při zpracování a vypořádání denních finančních operací spojených s řízením státního dluhu a likvidity státní pokladny. Implementace systému je tak nutnou podmínkou minimalizace operačního rizika. Systém povede k automatizaci rutinních činností a snížení závislosti na lidském faktoru a přinese výrazné zvýšení kapacit pro pravidelné analýzy portfolia, řízení kreditního rizika derivátů, interní i externí reporting a komunikaci s investory, rozpočtovací a účtovací proces, integraci řízení všech závazků centrální vlády v rámci globálního portfolia a flexibilní využívání moderních produktů aktivního řízení státního dluhu. Celkově tak opět dojde k výraznému růstu transparentnosti veřejných financí v návaznosti na vládní rozpočtovou reformu a k úspoře nákladů dluhové služby.

(3) Otevření možnosti přístupu k primárním aukcím domácích středně- a dlouhodobých státních dluhopisů pro nerezidentské subjekty.

Česká národní banka svým úředním sdělením ze dne 27. října 2004 provedla významné doplnění Pravidel pro primární prodej středně- a dlouhodobých státních dluhopisů. Nově je umožněno stát se členem skupiny přímých účastníků také zahraniční osobě se sídlem na území

Evropské unie, která je bankou, pobočkou banky, obchodníkem s cennými papíry nebo pobočkou obchodníka s cennými papíry, a která má na území Evropské unie oprávnění k poskytování investičních služeb vyjmenovaných v § 4 odst. 2 písm. a) až c) a písm. e) zákona č. 257/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu.

Během roku 2005 tak budou mít zájemci z řad významných mezinárodních obchodních a investičních bank působících na primárním trhu státních dluhopisů zemí Evropské unie možnost účastnit se primárních aukcí SDD a kvalifikovat se na základě konkretizovaných a zveřejněných kritérií do skupiny přímých účastníků primárních aukcí SDD. Ministerstvo očekává od této změny zejména zvýšení cenové konkurence na domácím trhu státních dluhopisů, podporu likvidity na sekundárním trhu a zvýšení podílu zahraničních investorů na držbě korunových státních dluhopisů.

(4) Zefektivnění řízení likvidity prostřednictvím jediného účtu státní pokladny.

Zřízení jediného účtu státní pokladny (tzv. „Treasury Single Account“) v souladu s mezinárodními doporučeními a jeho on-line napojení na integrovaný informační systém řízení státního dluhu v reálném čase jsou nutnými podmínkami moderního a efektivního řízení krátkodobého státního dluhu. Cílem této technické inovace běžné ve všech vyspělých zemích Evropské unie je minimalizace úrokových nákladů státního dluhu, nezpochybnitelné oddělení řízení likvidity vlády od implementace měnové a devizové politiky centrální banky, zvýšení transparentnosti disponibilních vládních rozpočtových prostředků a snížení operačních rizik spojených se současným systémem realizace operací ministerstva na sekundárním trhu státních dluhopisů.

***

Tato publikace byla připravena na základě informací dostupných k 1. prosinci 2004. Ministerstvo si vyhrazuje právo během roku 2005 flexibilně reagovat pomocí svých nástrojů na skutečný vývoj finančních požadavků vlády v oblasti státního rozpočtu, krytí potřeb ČKA, Fondu národního majetku a vypořádávání splatných 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.

Kontaktní zodpovědný zaměstnanec:
Ing. Petr Pavelek, vedoucí referátu dluhové strategie a řízení rizik
Samostatné oddělení řízení státního dluhu MF ČR
Letenská 15, 118 10 Praha 1
Tel.: 257 042 678, E-mail: petr.pavelek@mfcr.czT

Příloha: Nový ukazatel řízení úrokového rizika

Vedle durace a úrokového refixingu je dalším důležitým ukazatelem nutným pro sofistikovanější řízení úrokového rizika státního rozpočtu tzv. **CaR** (Cost-at-Risk nebo-li náklady v riziku). Ten charakterizuje maximální očekávané úrokové náklady pro danou pravděpodobnost, kterým bude vystaven státní rozpočet ve zvoleném časovém horizontu. Vývoj a pravidelné používání tohoto ukazatele je relativně technicky náročné.

Ministerstvo plánuje dokončit první verzi tohoto ukazatele během prvního pololetí 2005. Ta bude založena na simulacích při použití modelu úrokových sazeb, který poskytuje pravděpodobnostní rozdělení stochastického procesu úrokových sazeb a tedy i odhad jejich úrovně a volatility. V současnosti je implementován jednofaktorový úrokový **CIR model** (Cox, Ingersoll & Ross) z roku 1985, kde proces okamžité úrokové sazby je popsán následující stochastickou diferenciální rovnicí:

$$dr(t) = \alpha(\mu - r(t))dt + \sigma\sqrt{r(t)}dW(t)$$

kde $r(t)$ je okamžitá spotová úroková sazba v čase t, μ je hodnota této sazby v rovnováze, α rychlost návratu k μ, σ je volatilita modelu a $W(t)$ je Wienerův proces. Kromě výše uvedených parametrů je nutné odhadnout tržní cenu rizika λ, která určuje průměrný sklon výnosové křivky. Na základě těchto parametrů jsou simulovány výnosové křivky bezkupónových dluhopisů, které jsou klíčovým vstupem pro následný výpočet CaR.