MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY

ODBOR ŘÍZENÍ STÁTNÍHO DLUHU A FINANČNÍHO MAJETKU

Strategie financování a řízení státního dluhu na rok 2007

1. prosinec 2006

Obsah

Výhled výpůjčních potřeb 2006 až 2009	2
Potřeby na financování 2007	4
Roční finanční program 2007	4
Strategické cíle a řízení finančního portfolia	7
Cost-at-Risk státního dluhu	10

Ministr financí rozhodl dne 27. listopadu 2006 o struktuře a způsobu financování hrubých výpůjčních potřeb centrální vlády v rozpočtovém roce 2007 a schválil základní absolutní a relativní limity pro emisní činnost na domácím a zahraničním trhu a pro aktivní řízení dluhového portfolia státu (Č.j.: 20/106 438/2006-201). Takto vymezený operační rámec v podobě předkládané Strategie financování a řízení státního dluhu na rok 2007 (dále Strategie) přispívá k transparentnější realizaci politiky řízení státního dluhu a umožňuje pružnější působení Ministerstva financí (dále Ministerstvo) na finančním trhu při aktivním zajištění finančních potřeb centrální vlády a dosažení stanovených strategických cílů politiky řízení státního dluhu a finančního majetku státu.

Strategie vychází a je konzistentní s Návrhem zákona o státním rozpočtu České republiky na rok 2007, Střednědobým výhledem státního rozpočtu České republiky na léta 2007 a 2009, Střednědobými výdajovými rámci na léta 2008 a 2009, s interním Rámcovým plánem emisí státních dluhopisů na léta 2007 až 2009 a s Konvergenčním programem České republiky.

Strategie je předkládána prostřednictvím Odboru řízení státního dluhu a finančního majetku (dále Odbor).

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 položku představuje **státní dluh** (25% HDP). Dále se jedná o **závazky plynoucí z krytí očekávaných likvidních potřeb České konsolidační agentury** (ČKA) (0,6% HDP) a o **rizikové státní záruky** (7,6% HDP), které sice nejsou součástí státního dluhu, ale vůči výdajové straně státního rozpočtu představují analogická finanční a kreditní rizika jako struktura státního dluhu a bilance ČKA.

Počínaje rokem 2005 bylo zahájeno, na základě schválené Strategie pro rok 2005, integrované řízení uvedených tří segmentů z hlediska vztahu nákladů a rizik a z hlediska plánování financování a emisní činnosti. Izolovaný pohled nemá ekonomické opodstatnění. V první řadě bude činnost ČKA ukončena ke konci roku 2007 a tato instituce již přestala na základě dohody s Ministerstvem operovat na kapitálovém dluhopisovém trhu počínaje rokem 2005. Ve druhé řadě je většina státních záruk již nyní součástí dluhu vládního sektoru dle metodiky Eurostatu a jejich krytí je součástí výdajů státního rozpočtu a přispívá tak k vyššímu deficitu státního rozpočtu a k růstu státního dluhu.

1 Výhled vládních výpůjčních potřeb v horizontu 2006 až 2009

Výhled hrubých výpůjčních potřeb vlády

Zdroje hrubých výpůjčních potřeb vlády ve výhledu 2006 až 2009 jsou tvořeny v první řadě deficity státního rozpočtu a dále narůstající hodnotou jistin splatných státních dluhopisů, které budou muset být pokryty novými emisemi na domácím a zahraničním trhu. V roce 2007 dojde 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.

Tabulka 1: Výhled hrubých výpůjčních vládních potřeb do roku 2009 (mld Kč)

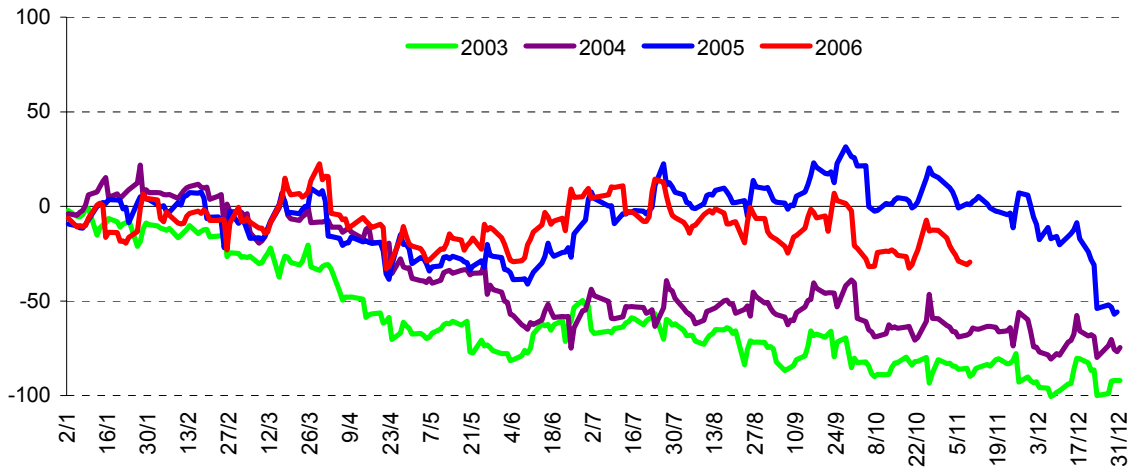
	2005 Skutečnost	2006		2007	2008	2009
		Plán	Očekávání*			
Deficit státního rozpočtu bez ČKA	**56,3**	***74,4***	**89,6**	**91,3**	**111,7**	**110,1**
Z toho: Hrubé náklady státního dluhu**	25,3	*33,8*	32,2	40,4	44,2	49,5
Z toho: Záruky ve prospěch ČNB	5,0	*0,0*	18,2	0,0	0,0	0,0
Plánované zdroje pro ČKA	**30,0**	***20,0***	**20,0**	**13,3**	**0,0**	**0,0**
Splátky státního dluhu	**22,0**	***58,0***	**58,0**	**44,8**	**94,3**	**100,2**
Zvláštní účet důchodového pojištění	8,3	*3,0*	6,6	10,0	0,0	0,0
Ostatní depozitní účty finančních aktiv	-0,3	*0,0*	0,0	-0,2	0,0	0,0
Tvorba (+) /čerpání (-) rezervy financování	4,0	*0,0*	-7,4	0,0	0,0	0,0
Celkem hrubé výpůjční potřeby (bez revolvingu SPP)	**120,3**	***155,4***	**166,8**	**159,2**	**206,0**	**210,3**
% HDP	**4,0**	***4,9***	**5,2**	**4,6**	**5,5**	**5,2**
Změna hodnoty SPP v oběhu	**-31,3**	***-25,0***	**-4,0**	**-20,0**	**0,0**	**0,0**
Celkem hrubé výpůjční potřeby včetně změny hodnoty SPP v oběhu	**151,6**	***180,4***	**170,8**	**179,2**	**206,0**	**210,3**
% HDP	**5,1**	***5,6***	**5,3**	**5,2**	**5,5**	**5,2**

Poznámka: *Očekávání stavu ke konci roku; **Bez rozpočtovaných poplatků.
Zdroj: MF ČR, ČKA.

Roční hrubé výpůjční potřeby centrální vlády (bez revolvingu a snižování hodnoty SPP v oběhu) jsou v období 2007 až 2009 stabilizované na relativní úrovni mezi 4 až 6% HDP. Jejich pokrytí zejména emisní činností na domácím a zahraničním trhu a dále čerpáním vládních půjček od Evropské investiční banky (EIB) by proto nemělo představovat vážnější riziko pro realizaci fiskální a rozpočtové politiky vlády ani pro finanční stabilitu domácí ekonomiky.

Hospodaření státního rozpočtu přináší naplnění plánovaných výpůjčních potřeb vlády z prosince 2005 a nedochází tak jejich snížení jako tomu bylo v roce 2005.

Obrázek 1: Běžná denní pozice státního rozpočtu v letech 2003 až 2006 (mld Kč)



Poznámka: Bez úhrad do ČKA. Zdroj: MF ČR.

Dodatečné výpůjční potřeby vlády v roce 2006

V průběhu roku 2006 došlo k navýšení hrubých výpůjčních potřeb vlády o **18,8 mld Kč** oproti původně plánované výši 155,4 mld Kč z 1. prosince 2005. Toto navýšení je způsobeno jednak rozhodnutím ministra financí o předčasné úhradě určitých závazků vůči centrální bance a vyšším než očekávaným kladným rozdílem mezi příjmy a výdaji na důchodové pojištění za rok 2005.

Státní záruka za konsolidaci a stabilizaci bankovního sektoru ve prospěch ČNB byla poskytnuta v roce 1997 na základě usnesení vlády č. 51/1997 ve výši 22,5 mld Kč a se splatností nejpozději v roce 2007. Část tohoto závazku byla uhrazena v rámci řádně rozpočtovaných výdajů státního rozpočtu na realizaci státních záruk, konkrétně 0,5 mld Kč v roce 2004, 5,0 mld Kč v roce 2005 a 3,0 mld Kč v roce 2006. Zbytková hodnota závazku ve výši **14,0 mld Kč** bude na základě rozhodnutí ministra financí uhrazena také do konce roku 2006 s dopadem na saldo státního rozpočtu a růst výpůjčních potřeb. Ty budou pokryty emisí státních dluhopisů na základě zákona č. 547/2005 Sb., o státním dluhopisovém programu na úhradu závazku za státní záruku za konsolidaci a stabilizaci bankovního sektoru a finančních dopadů z dělení majetku České a Slovenské Federativní Republiky. Na základě tohoto zákona bude, v souladu s usnesením vlády č. 62/2000 Sb., uhrazen také závazek vůči ČNB z nevyrovnané kompenzace postoupení pohledávky vůči Národní bance Slovenska, který nebyl předmětem poskytnuté státní záruky v roce 1997, ve výši **1,2 mld Kč**. Tyto úhrady závazků centrální bance zvýší státní dluh, ale neovlivní celkový dluh vládního sektoru, do kterého byly již na základě metodiky používané Eurostatem zahrnuty v minulosti.

Dalším zdrojem dodatečných výpůjčních potřeb vlády v roce 2006 je převod vyčísleného kladného rozdílu mezi příjmy pojistného a výdaji na důchodové pojištění za rok 2005 na zvláštní účet důchodového pojištění ve státních finančních aktivech, který dle Státního závěrečného účtu za rok 2005 činí cca 6,6 mld Kč, přičemž původně plánovaná rezerva činila pouze 3,0 mld Kč. Nárůst výpůjčních potřeb z tohoto titulu tedy činí **3,6 mld Kč**.

Likvidní potřeby České konsolidační agentury

Počínaje rokem 2005 jsou důležitou součástí plánovaní emisní činnosti Ministerstva také očekávané potřeby nových zdrojů plynoucích z předpokládaného výhledu likvidních potřeb ČKA. Výhled těchto potřeb financování je pravidelně aktualizován na společných jednáních mezi Ministerstvem a ČKA. Do zániku ČKA bez likvidace k 31. 12. 2007 zajišťuje tyto zdroje Ministerstvo emisemi státních dluhopisů podle speciálního státního dluhopisového programu na úhradu části ztráty ČKA (zákon číslo 5/2005 Sb.) do výše 63,3 mld Kč. Zbytkový dostupný zákonný rámec pro rok 2007 činí 13,3 mld Kč a je součástí celkových plánovaných potřeb na příští rok a zajišťuje dostatečnou rezervu pro hladké vypořádání finančních potřeb ČKA a

bezproblémový přesun její zbytkové bilance na Ministerstvo. Tento maximální rámec nemusí být nakonec plně využit v případě, že likvidní potřeby ČKA dosáhnou v průběhu roku nižší hodnoty.

Co se týká vlastního působení ČKA na domácím finančním trhu, také v roce 2007 již nebude emitovat vlastní střednědobé a dlouhodobé dluhopisy stejně jako v roce 2005 a 2006. Krátkodobé dodatečné likvidní potřeby může nicméně financovat prostřednictvím peněžního trhu emisemi krátkodobých dluhopisů a výpůjčkami na mezibankovním trhu.

2 Potřeby na financování v roce 2007

Celkové plánované hrubé výpůjční potřeby vlády bez revolvingu státních pokladničních poukázek budou v roce 2007 činit cca **159,2 mld Kč**.

Tabulka 2: Hrubé výpůjční potřeby vlády v roce 2007 (mld Kč)

Výdaje státního rozpočtu	1 040,8
Příjmy státního rozpočtu	-949,5
Deficit státního rozpočtu bez ČKA	**91,3**
Plánované nové zdroje krytí likvidních potřeb ČKA	13,3
Čisté potřeby vlády na financování včetně ČKA	**104,6**
Splátky střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů	43,0
Splátky neobchodovatelných půjček (EIB)	1,8
Hrubé potřeby vlády na financování (bez revolvingu SPP)	**149,4**
Zvláštní účet důchodového pojištění	10,0
Ostatní depozitní účty finančních aktiv	-0,2
Tvorba (+) /čerpání (-) rezervy financování	0,0
Hrubé výpůjční potřeby vlády	**159,2**

Zdroj: MF ČR, ČKA.

Tato částka je tvořena plánovaným deficitem státního rozpočtu ve výši **91,3 mld Kč**, plánovanými maximálními zdroji pro ČKA ve výši **13,3 mld Kč**, tvorbou rezervy na případný převod kladného rozdílu mezi příjmy pojistného a výdaji na důchodové pojištění za rok 2006 na zvláštní účet důchodového pojištění ve státních finančních aktivech podle § 36 odst. 3 zákona č. 218/2000 Sb. ve výši **10,0 mld Kč** a refinancováním splatných střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů ve výši **43,0 mld Kč** a splátkami půjček od Evropské investiční banky ve výši **1,8 mld Kč**. Zároveň bude část čistých potřeb vlády na financování ve výši **0,2 mld Kč** pokryta snížením stavu na účtech státních finančních aktiv.

Výpůjční potřeby centrální vlády mohou být ovlivněny 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 Ministerstvo nepočítá také s výraznějšími úhradami z titulu realizace záruky za IPB ve prospěch ČNB, jejíž stav ke konci roku 2006 činí 157,5 mld Kč a maximální splatnost je v roce 2016. Ministerstvo také na základě výsledků komunikace s představiteli centrální banky nepředpokládá žádné operace za účelem řešení kumulované účetní ztráty ČNB.

3 Roční finanční program

Plnění programu financování v roce 2006

Plnění plánovaného programu financování v roce 2006 je významně ovlivněno zejména nárůstem hrubých výpůjčních potřeb vlády o cca 18,8 mld Kč a rozhodnutím ministra financí nerealizovat veřejnou benchmarkovou emisi na zahraničním trhu. Většina vládních potřeb tak musela být zajištěna prostřednictvím domácího dluhopisového trhu.

V roce 2006 bylo na zahraničním trhu realizováno pouze soukromé umístění japonskému institucionálnímu investorovi, které pokrylo méně než 10% vládních potřeb na financování. Výsledkem tak bude mírné překročení maximální vyhlášené hodnoty 150 mld Kč pro hrubou emisi SDD na domácím trhu v roce 2006 o cca 5%.

Tabulka 3: Plnění programu financování v roce 2006 (mld Kč)

	Plán k 1.12.2005	Očekávání k 30.11.2006
Hrubé výpůjční potřeby vlády (bez revolvingu SPP)	**155,4**	**166,8**
Přírůstek státního dluhu	**97,4**	**108,6**
Přímé půjčky od mezinárodních organizací (EIB)	**9,2**	**7,2**
Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů	**150,0** až **171,2**	**163,6**
Emise středně- a dlouhodobých dluhopisů na domácím trhu	72,3 až 150,0	157,3
Emise středně- a dlouhodobých dluhopisů na zahraničním trhu	0,0 až 77,7	6,3
Čistá změna státních pokladničních poukázek	**-3,8 až –25,00**	**-4,0**

Poznámka: Růst hrubých výpůjčních potřeb vlády o 18,8 mld Kč je prozatím plánován být pokryt v roce 2006 částečně snížením rezervy z minulých let o 7,4 mld Kč; hrubé výpůjční potřeby jsou tak v tabulce uváděny ve výši 166,8 mld Kč a nikoliv ve výši 174,2 mld Kč. Zdroj: MF ČR.

Finanční program na rok 2007

Finanční program na rok 2007 vychází z plánovaných hrubých výpůjčních potřeb vlády ve výši 159,2 mld Kč, které budou pokryty 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 kapitálovém trhu bude činit maximálně 50% z celkových ročních hrubých potřeb vlády na financování bez plánované čisté změny státních pokladničních poukázek v oběhu a bez jejich revolvingu.

Ministerstvo bude také v roce 2007 analyzovat aktuální vývoj podmínek financování na domácím a zahraničním trhu a operovat flexibilním způsobem v rámci daného relativního limitu, který zůstává shodný jako v roce 2006 a omezuje zahraniční emisní činnost shora. Vzhledem ke skutečnosti, že v roce 2006 nebyla realizována žádná veřejná benchmarková emise eurobondu navazující na úspěšné operace z let 2004 a 2005, zaměří se opět Ministerstvo v případě zahraničního financování v roce 2007 právě na tyto strategické operace a posilování přítomnosti České republiky na trhu eurozóny. Jako doplňkové možnosti mohou být také realizována nákladově efektivní soukromá umístění vybraným strategickým investorům v návaznosti na schválení a implementaci tohoto typu dluhových nástrojů v letošním roce. Z hlediska měnové kompozice nejsou zahraniční operace omezeny žádnými explicitními cíli při respektování obezřetného přístupu k řízení měnového rizika a potenciálních národohospodářských dopadů.

Finanční potřeby v objemu 6,4 mld Kč budou zajištěny 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 2007. Sjednávání, řízení a správa těchto úvěrů je od druhé poloviny roku 2006 v kompetenci Odboru řízení státního dluhu a finančního majetku.

Podle již schválených zákonů o úvěru se jedná o projekty Rozvoj materiálně technické základny Masarykovy univerzity v Brně ve výši cca 930,4 mil Kč (33 mil EUR), Prevence před povodněmi I ve výši cca 129,7 mil Kč (4,6 mil EUR), České dálnice B ve výši cca 1 071,4 mil Kč (38 mil EUR), Výstavba dálnice D8, úsek Trmice-státní hranice ČR/Německo ve výši 140 mil Kč, Silniční okruh kolem Prahy, část jihozápadní ve výši cca 3 073,3 mil Kč (109 mil EUR) a Výstavba a obnova infrastruktury vodovodů a kanalizací ve výši 700 mil Kč. Zároveň je ve schvalovací fázi v Parlamentu ČR zákon o úvěru na projekt Prevence před povodněmi II ve výši 9 000 mil Kč, ze kterého by se v roce 2007 mělo čerpat 1 000 mil Kč.

Ke konci roku 2006 překročí podíl neobchodovatelného státního dluhu hranici 4,6% a do konce roku 2007 lze očekávat přiblížení se 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 2009 podíl neobchodovatelných nástrojů v dluhovém portfoliu nepřekročí hranici 10%.

Hodnota emitovaných korunových střednědobých a dlouhodobých dluhopisů na domácím trhu nepřekročí hodnotu 153 mld Kč.

Uvedená maximální hodnota bude realizována v případě, že by Ministerstvo v roce 2007 stejně jako v roce 2006 nevstoupilo na veřejný zahraniční kapitálový trh. Tato situace by nastala v případě mimořádně příznivého vývoje na domácím trhu a významného převisu poptávky nad nabídkou korunových státních dluhopisů v průběhu roku. Konečná roční emitovaná hodnota bude záviset zejména na konečných zdrojích 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 státních pokladničních poukázek v oběhu.

Emise SDD a jejich následný re-opening na domácím trhu budou i nadále pokračovat ve splatnostech 3, 5, 10, 15 a 30 let. Bude se jednat o fixně úročené nástroje. 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 2007 Ministerstvo uvede na domácí trh celkem tři nové benchmarkové emise se splatnostmi v letech **2012**, **2017** a **2022**. Zároveň bude probíhat re-opening stávajících emisí splatných v roce 2009, 2010, 2015 a 2020. Dne 29. listopadu 2006 realizovalo Ministerstvo úspěšně historicky první aukci korunového dluhopisu s třicetiletou splatností v roce **2036**. Tato emise nebude zařazována do pravidelných zveřejňovaných čtvrtletních emisních kalendářů, ale její další případné otevírání v průběhu roku 2007 bude vycházet důsledně pouze ze záměru Ministerstva uspokojit indikovanou poptávku domácích a zahraničních investorů v tomto segmentu výnosové křivky, přičemž emisní plány budou nastaveny tak, aby Ministerstvo mohlo na tuto poptávku pružně reagovat.

V roce 2007 bude Ministerstvo řídit objem SPP při financování dlouhodobých závazků vlády tak, aby byl v průběhu roku 2007 udržen krátkodobý státní dluh pod limitní hranicí 20%.

Projekce struktury dluhového portfolia ke konci roku 2007 ukazuje, že udržení limitu ukazatele krátkodobého státního dluhu splatného do 1 roku bude vyžadovat podíl SPP pod hranicí 10% dluhového portfolia, se kterou je konzistentní stabilizace nebo pokles SPP do 30 mld Kč oproti konci roku 2006. Řízení SPP 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 2007 budou SPP emitovány ve standardizovaných splatnostech 3, 6, 9 a 12 měsíců.

Na základě struktury a rozsahu uvedených limitů je vymezen následující program financování vládních potřeb v roce 2007. Ten určuje plánovanou strukturu dluhového portfolia a tím jednoznačně stanovuje meze řízení státního dluhu.

Tabulka 4: Finanční program na rok 2007 (mld Kč)

Hrubé výpůjční potřeby vlády (bez revolvingu SPP)	**159,2**
Přímé půjčky od mezinárodních organizací	**6,4**
Čerpání dlouhodobých úvěrů od Evropské investiční banky	6,4
Ostatní	0,0
Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů	**152,8 až 182,8**
Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím trhu	72,8 až 152,8
Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na zahraničním trhu	0,0 až 80,0
Čistá změna státních pokladničních poukázek v oběhu	**0,0 až –30,0**

Zdroj: MF ČR.

4 Strategické cíle a řízení finančního portfolia

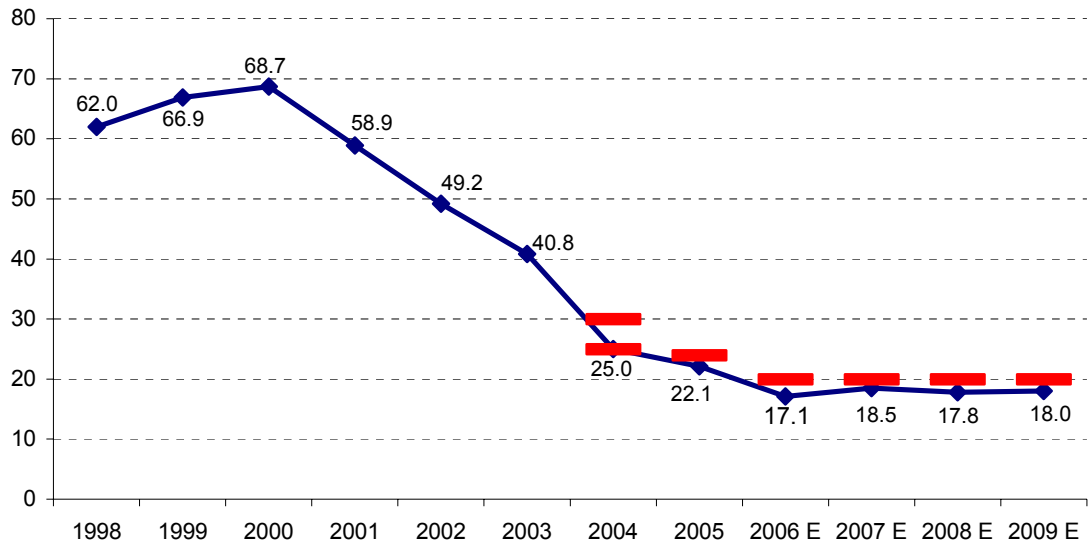
Veřejné definování strategického, respektive benchmarkového, portfolia vládních závazků a finančních aktiv prostřednictvím vyhlašování strategických cílů je hlavním nástrojem ke zvyšování transparentnosti dluhové politiky Ministerstva. Cíle jsou nastavovány na základě požadavků plynoucích z obezřetného přístupu k řízení finančních a kreditních rizik při minimalizaci dluhových nákladů v dlouhodobém horizontu.

Také pro rok 2007 jsou vyhlášeny strategické cíle formálně pro portfolio státního dluhu. Nicméně i nadále bude plnění těchto kritérií hodnoceno ve vztahu k rizikovým státním zárukám a státním finančním aktivům. Stejně jako v letech 2005 a 2006 bude také v roce 2007 praktické řízení dluhu probíhat tak, že pokud dojde k tomu, že samotná struktura portfolia rizikových státních záruk a navíc s portfoliem státních finančních aktiv začne významněji odchylovat od sledovaných kritérií na integrované bázi nežádoucím způsobem mimo vyhlášené cíle, může Ministerstvo využít své dostupné nástroje, zejména emisní činnost a finanční deriváty, aby tyto trendy zvrátilo a zajistilo stabilizaci kritérií směrem k akceptovatelným úrovním.

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 zavedení 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%, přičemž ke konci roku lze očekávat hodnotu kolem 17%. Limitní hranice **20%** se tak definitivně stává počínaje rokem 2007 fundamentálním limitem emisní činnosti Ministerstva a řízení finančních rizik českého dluhového portfolia.

Obrázek 2: Vývoj a cíle krátkodobého státního dluhu 1998 až 2009 (% celkového dluhu)

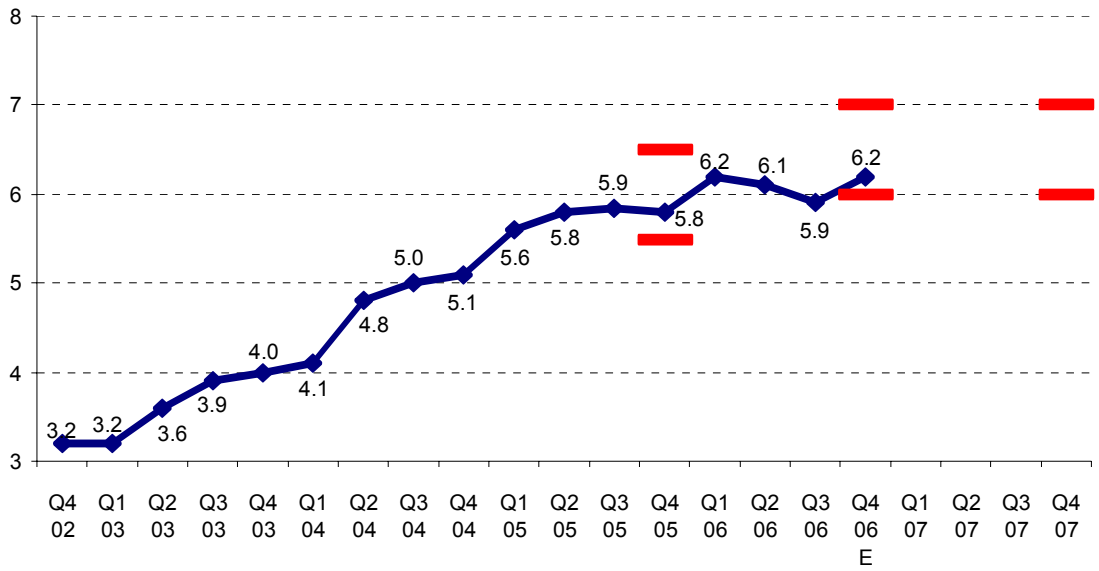


Zdroj: MF ČR.

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. Vzhledem k navýšení vládních výpůjčních potřeb a k nerealizované emisi eurobondu na delším konci výnosové křivky se tento cíl ukazuje jako relativně ambiciózní a jeho zajištění převážně prostřednictvím emisní činnosti na domácím trhu naráží na jeho omezenou absorpční kapacitu. Rozhodnutí ministra financí o otevření historicky první emise korunového dluhopisu se splatností 30 let bylo mimo jiné motivováno také snahou splnit vyhlášený cíl alespoň na úrovni mírně nad dolní hranicí rozpětí.

Pro konec roku 2007 ponechává Ministerstvo cíl pro průměrnou splatnost státního dluhu na úrovni **6,0 až 7,0 let**. Dosažení tohoto cíle bude také determinovat 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 2007 v segmentu 10 a více let.

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



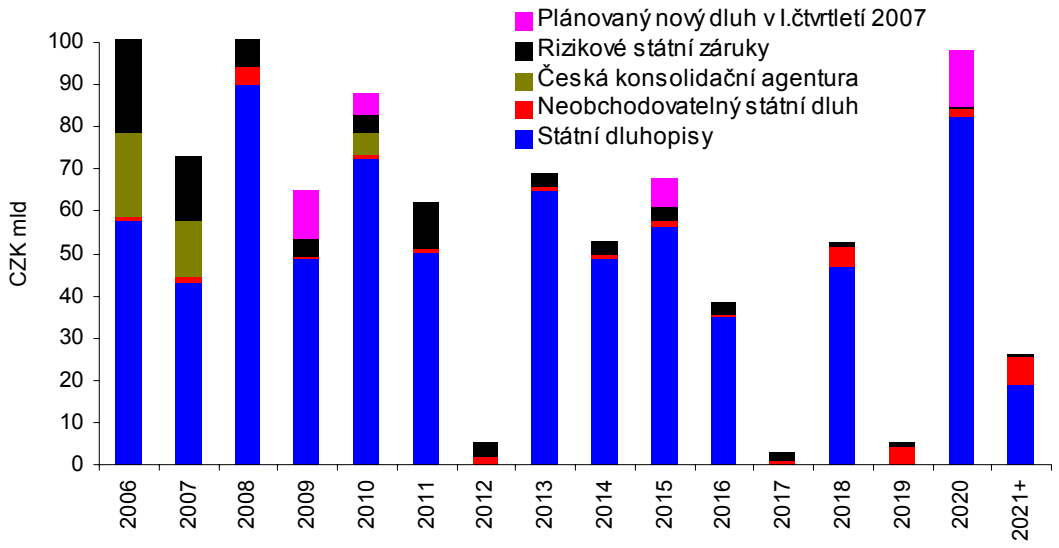
Zdroj: MF ČR.

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 jak dokumentuje obrázek 4 na následující straně.

Řízení úrokového rizika

Úrokové riziko zůstává nejdůležitějším tržním rizikem řízení státního dluhu. Počínaje rokem 2006 došlo ke změně v oblasti vyhlašování strategických cílů pro tuto oblast řízení státního dluhu. Novým explicitním cílem se stal **úrokový refixing dluhového portfolia do 1 roku**, který není citlivý na fluktuace úrokových sazeb na finančním trhu. Pro rok 2006 bylo stanoveno střednědobé cílové pásmo 30 až 40%. Hlavním důvodem proč Ministerstvo nedosáhlo v průběhu roku tohoto 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 noze zajišťovacího swapu a byl by tak vystaven fluktuacím sazeb mezibankovního trhu. Zároveň bylo rozhodnuto, že nebudou realizovány v roce 2006 žádné další syntetické derivátové operace, které by zvýšily úrokovou expozici i při absenci eurobondové emise, a tento parametr byl ponechán pod spodní hranicí cílového pásma.

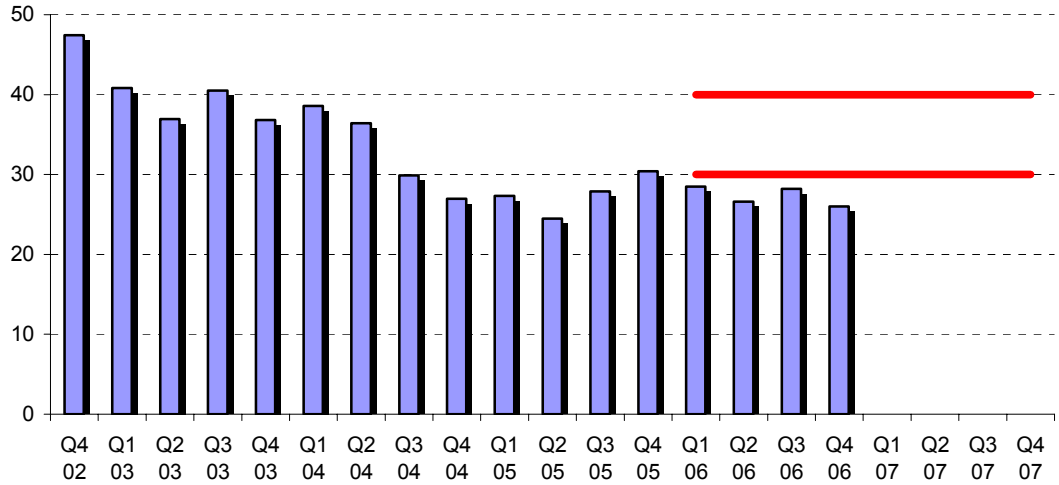
Obrázek 4: Očekávaný splatnostní profil explicitních státních závazků ke konci roku 2006



Poznámka: Bez zahrnutí SPP v oběhu; Zdroj: MF ČR, ČKA, ČMZRB.

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 2007 v platnosti cíl pro expozici dluhového portfolia změně úrokových sazeb do 1 roku včetně derivátových operací, v podobě pásma **30% až 40%**.

Obrázek 5: Úrokový refixing státního dluhu do 1 roku a střednědobý cíl (% celkového dluhu)



Poznámka: Včetně kvantifikace dopadu derivátových operací. Zdroj: MF ČR.

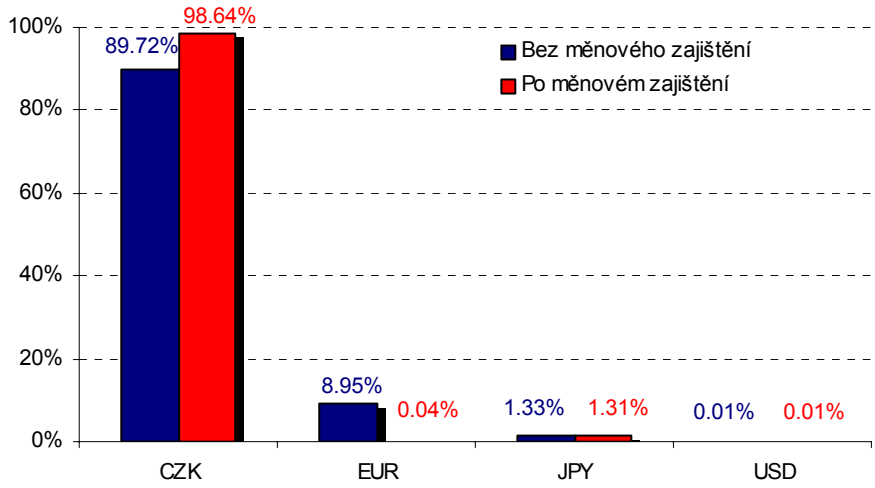
Ministerstvo seznámí veřejnost s příslušnými modelovými rámci indikujícími efektivitu vyššího podílu úrokové expozice v případě české ekonomiky v průběhu roku 2007.

Řízení měnového rizika

Státní dluh není ani ke konci roku 2006 vystaven relevantnímu riziku plynoucímu z kursových fluktuací. Nárůst měnové expozice po zajištění prostřednictvím finančních derivátů nad 1% dluhového portfolia byl způsoben soukromým umístěním japonskému investorovi, u kterého nebylo provedeno měnové zajištění jistiny, ale pouze kupónových plateb.

Ani pro rok 2007 nevyhlašuje Ministerstvo žádné konkrétní kvantitativní cíle v oblasti měnové struktury státního dluhu.

Obrázek 6: Měnová expozice portfolia státního dluhu ke konci roku 2006 (%)

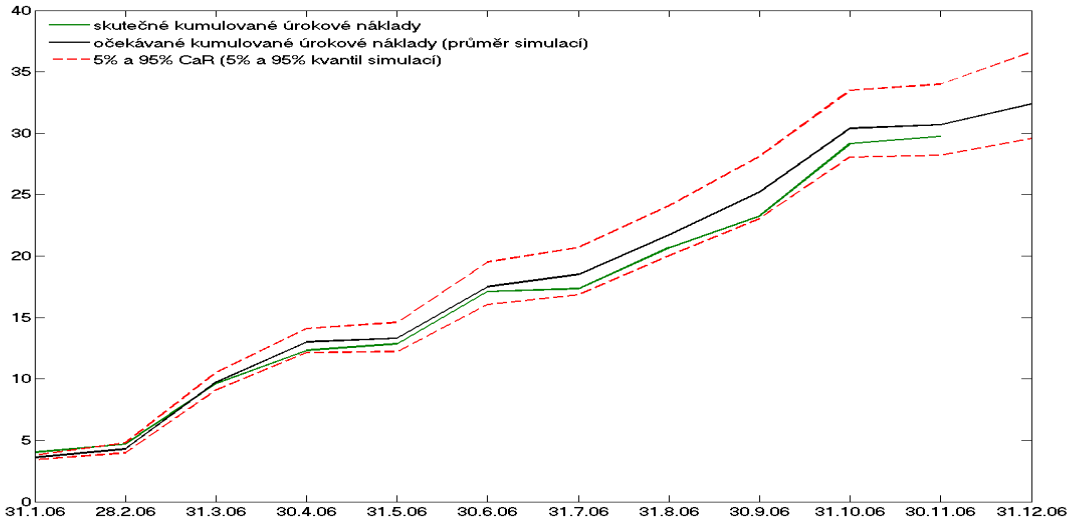


Poznámka: Měnové zajištění jistiny dluhových nástrojů. Zdroj: MF ČR.

5 Cost-at-Risk státního dluhu pro rok 2007

Model CaR (Cost-at-Risk) úrokových nákladů a jeho nejdůležitější výstup v podobě očekávaných úrokových nákladů a úrokových nákladů v riziku (95% CaR) byl v českých podmínkách poprvé představen ve Strategii pro rok 2006. Porovnání skutečného vývoje úrokových nákladů s vývojem predikovaným modelem CaR od ledna do listopadu roku 2006 přináší obrázek 7.

Obrázek 7: Skutečné versus očekávané kumulované úrokové náklady státního dluhu 2006



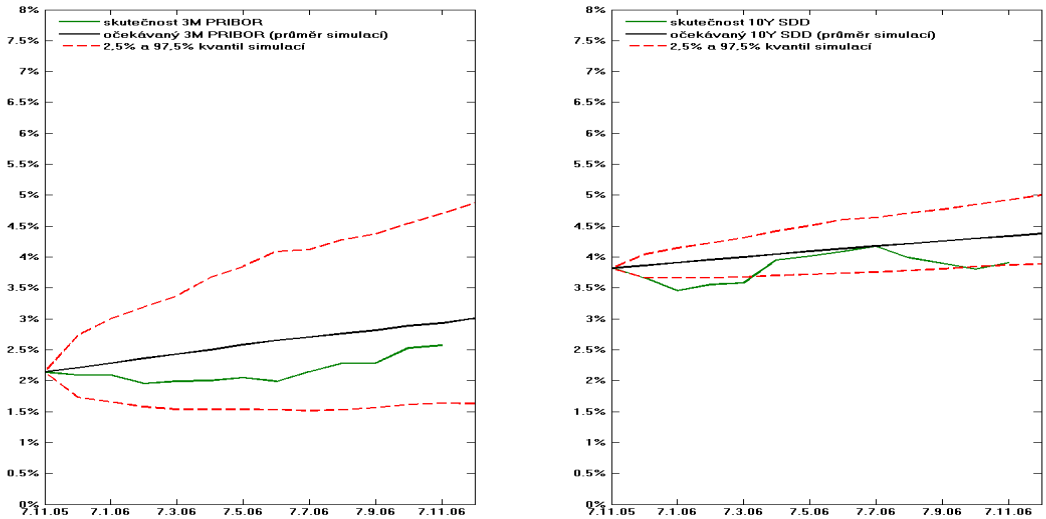
Poznámka: Úrokové náklady jsou kalkulovány na hotovostním principu relevantním pro metodiku státního rozpočtu.
Zdroj: Vlastní výpočty.

Z obrázku 7 je patrné, že 90% interval spolehlivosti, tj. 5% a 95% CaR (5% a 95% kvantil simulací) kumulovaných úrokových nákladů pokrývá skutečné kumulované úrokové náklady. Očekávané kumulované úrokové náklady jsou mírně nadhodnoceny, což je způsobeno dvěma faktory.

Prvním faktorem jsou rozdíly v plánovaném a realizovaném emisním kalendáři státních dluhopisů (nižší emitovaný objem SPP a odlišný harmonogram emisí SDD) a dále nižší čerpání půjček od EIB. Druhým faktorem je pomalejší růst úrokových sazeb než vyplývá z modelu CIR, který byl použit k simulacím výnosové křivky. 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 10tiletý státní dluhopis zachycuje obrázek 8.

Obrázek 8: Skutečný versus simulovaný vývoj úrokových sazeb v roce 2006



Zdroj: Bloomberg L.P., vlastní výpočty.

Stochastickým prvkem modelu CaR je výnosová křivka. Vývoj portfolia státního dluhu je v modelu CaR prozatím deterministický a vychází z plánovaného emisního kalendáře státních dluhopisů, včetně zahraničních emisí, plánovaného čerpání půjček od EIB a z dalších finančních operací. Model dále předpokládá, že kupónové platby případné zahraniční emise budou zajištěny proti kursovému riziku pomocí swapových operací. Veškeré uvedené hodnoty nákladů jsou bez rozpočtovaných poplatků ve výši 300 mil Kč.

Tabulka 5: Základní modelový vývoj struktury státního dluhu do konce roku 2007 (mld Kč)

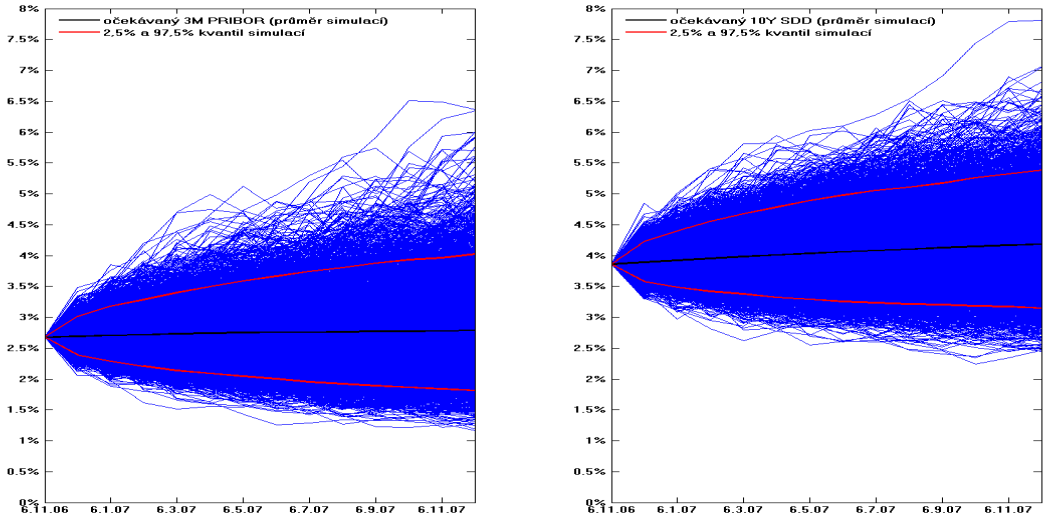
Stav k	SDD + Eurobondy	SPP	Neobchodovatelný	Celkem
31.10. 2006	621,8	75,2	37,4	734,4
31.12. 2007	800,8	69,0	44,5	914,2

Zdroj: MF ČR.

V roce 2006 byl pro simulace úrokových sazeb použit model CIR, který lze označit za klasický v oblasti modelování úrokových sazeb. Model CIR má však v případě použití pro řízení úrokového rizika celou řadu nedostatků. Z pohledu řízení státního dluhu lze za největší nedostatek považovat podhodnocení volatility úrokových sazeb na dlouhém konci výnosové křivky jak dokumentuje obrázek 8 v případě simulovaného výnosu desetiletého státního dluhopisu.

Proto byl pro kalkulace CaR na rok 2007 připraven v rámci kvantitativního výzkumu Odboru model úrokových sazeb, který dle simulačního experimentu vykazuje lepší vlastnosti něž model CIR. Model je založen na modelování hlavních komponent výnosové křivky („principal component analysis") pomocí nelineárních stochastických diferenciálních rovnic (rovnice driftu modelu CIR je lineární). 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 úrokových sazeb ČR v roce 2007



Zdroj: Bloomberg L.P., vlastní výpočty.

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 nohy derivátů. 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. Grafickou podobu tabulky 6 representuje obrázek 10 na následující stránce.

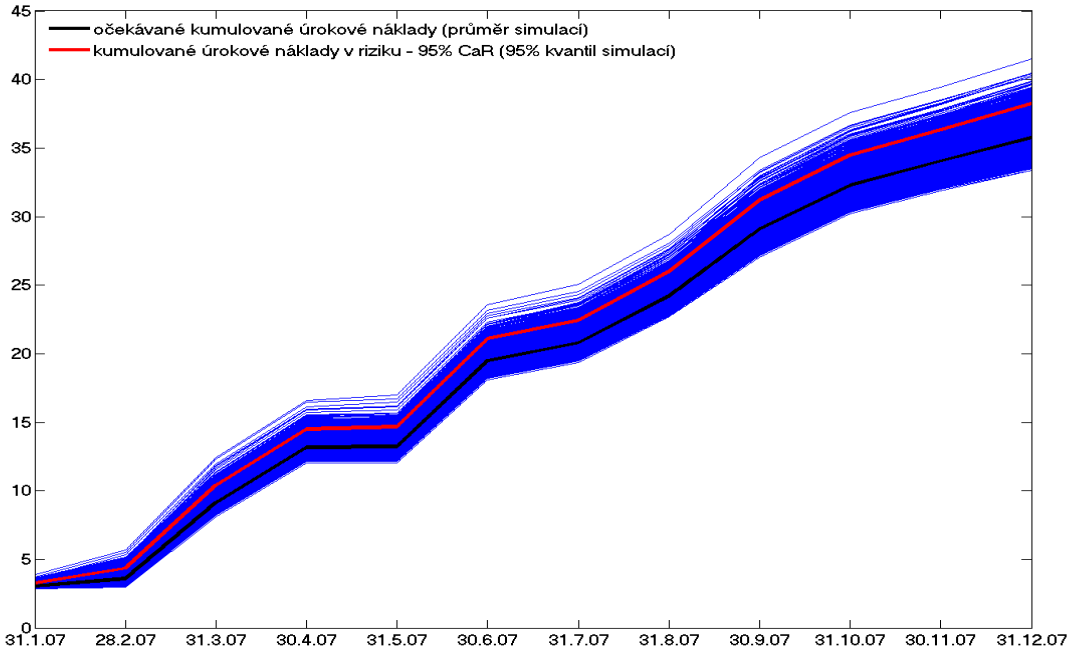
Tabulka 6: Vývoj kumulovaných úrokových nákladů státního dluhu v roce 2007 (mld Kč)

Měsíce roku 2007	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.
Očekávané náklady	3,03	3,59	9,13	13,16	13,22	19,49	20,78	24,21	29,09	32,27	34,04	35,73
95% Cost-at-Risk	3,28	4,33	10,39	14,49	14,66	21,06	22,44	26,01	31,19	34,47	36,33	38,24

Zdroj: MF ČR, vlastní výpočty.

Očekávané úrokové náklady portfolia státního dluhu pro rok 2007 jsou **35,7 mld Kč**. Náklady v riziku – 95% CaR je **38,2 mld Kč**.

Obrázek 10: Simulace kumulovaných úrokových nákladů v roce 2007 (mld Kč)



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

***

Tato publikace byla připravena na základě informací dostupných k 30. listopadu 2006. Ministerstvo financí si vyhrazuje právo během roku 2007 pružně reagovat pomocí svých nástrojů na skutečný vývoj finančních potřeb vlády v oblasti státního rozpočtu, mimorozpočtových fondů a zdravotního pojištění, krytí likvidních potřeb ČKA 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
Tel.: 257 042 678, E-mail: petr.pavelek@mfcr.czT