

# **Aktualizovaná strategie řešení kurzových dopadů devizových příjmů státu**

## **1. Úvod do problému**

„Strategie řešení kurzových dopadů přílivu kapitálu z privatizace státního majetku a z dalších devizových příjmů státu“ z ledna 2002 (dále jen „Strategie“) se osvědčila jako účinný nástroj, jehož prostřednictvím vláda ČR i ČNB přispěly ke stabilizaci kurzového vývoje, a tím i k celkově stabilnímu vývoji makroekonomického prostředí ČR. Po výrazném zhodnocení kurzu v letech 2001-02 došlo k jeho korekci a následně k poměrně plynulému kurzovému vývoji, přestože v uvedeném období došlo k realizaci významných privatizačních akcí. Privatizační příjmy státu byly konvertovány do devizových rezerv ČNB, a neovlivnily tak fungování devizového trhu. Vláda se podílela na pokrytí části ztrát ČNB plynoucích z navýšení devizových rezerv a spojených s postupným posilováním kurzu koruny vůči hlavním rezervním měnám.

Po období, kdy nedocházelo k velkým privatizačním akcím, lze v nejbližších letech očekávat privatizaci některých významných strategických podniků. Konverze těchto příjmů na devizovém trhu by mohla mít výrazné nežádoucí důsledky. Zabránit těmto důsledkům je o to důležitější, že na přelomu let 2007 a 2008 došlo k prudkému posílení koruny, které by při dlouhodobějším trvání mohlo nepříznivě ovlivnit ekonomický vývoj v ČR. Je proto nezbytné, aby se vláda ČR i centrální banka znovu jasně přihlásily ke společné odpovědnosti za kurzový vývoj a navázaly na osvědčené mechanismy Strategie z roku 2002. Zároveň je však nutno nově zohlednit měnící se charakter výzev pro veřejné rozpočty a také odklad očekávaného přijetí eura za původně uvažovaný horizont.

Novým jevem, který se projevuje od vstupu ČR do Evropské unie v roce 2004, jsou též toky finančních prostředků mezi ČR a rozpočtem EU. Tyto toky dosud standardně probíhaly z drtivé části přes účty v ČNB, která prováděla měnové konverze na vrub devizových rezerv bez dopadu na kurz koruny. Některé úvahy o „zajišťování“ čerpání fondů EU proti posilování kurzu, které se na veřejnosti objevily v nedávné době, však mohou reakci kurzu směrem k jeho posílení vyvolávat. Proto je třeba mechanismus konverze toků finančních prostředků mezi ČR a EU vyjasnit a veřejně komunikovat, aby k podobným nežádoucím vlivům na devizový trh nedocházelo. Zároveň vzniká prostor pro jednání o konkrétních podmínkách služeb poskytovaných ČNB jejím klientům z vládního sektoru v souvislosti s přílivem fondů z EU tak, aby tyto podmínky odpovídaly potřebám a zájmům obou stran.

Vzhledem k tomu, že příliv prostředků z EU je v současné době aktuálnější otázkou než budoucí privatizace, řeší ho materiál na prvním místě, a teprve následně se vrací k otázce privatizačních příjmů a k dalším souvisejícím otázkám.

## **2. Finanční toky mezi ČR a EU – popis problému**

Vstupem do EU v roce 2004 se ČR stala přispěvatelem do společného rozpočtu Unie a zároveň příjemcem finančních prostředků na základě jednotlivých politik EU. Doposud protékalo zhruba 98 % prostředků mezi ČR a EU přes ČNB, kde Evropská Společenství (dále ES) zřídila dva své účty (devizový a korunový). Pouze malá část prostředků na tzv. komunitární programy je hrazena přímo z Bruselu, jde o menší akce např. v oblasti vzdělání nebo kultury.

V ČNB jsou dále vedeny:

- účty MF ČR, ze kterých se odvádějí prostředky vlastních zdrojů na účty ES (a byly přijímány kompenzace do rozpočtu pro nezhoršení pozice ČR vůči EU)
- dva hlavní účty Národního fondu MF ČR pro příjem prostředků na strukturální operace z účtu ES
- účty platebních jednotek, ze kterých jsou rozdělovány prostředky na jednotlivé projekty
- účet ministerstva zemědělství pro oblast příjmů prostředků v rámci jednotné zemědělské politiky EU
- dále účty pro předvstupní pomoc a tzv. Transition facility (dobíhá).

Účty ES a účty protistran na české straně jsou vedeny v CZK nebo v EUR, pohyby na účtech, mezi účty a konverze prostředků z CZK do EUR a obráceně jsou realizovány podle příkazů klientů, v případě směny kurzem ČNB nákup/prodej na vrub/ve prospěch devizových rezerv centrální banky. Z toho plyne, že měnové konverze finančních toků mezi ČR a EU jsou uskutečněny v naprosté většině na účtech u ČNB, tj. mimo devizový trh, a nemají tedy přímý vliv na vývoj měnového kurzu.

Na účty ES u ČNB jsou směřovány odvody vlastních zdrojů a případně prostředky z Bruselu. Odvody jsou realizovány v CZK v měsíčních cyklech na základě Rozhodnutí Rady o systému vlastních zdrojů ES. Primárním zdrojem pro čerpání fondů českou stranou jsou prostředky odváděné MF ČR do rozpočtu ES. ES z Bruselu dotuje účet v případě potřeby, tj. v případě výraznějšího čistého přílivu prostředků do ČR.

Příjmy prostředků od ES jsou realizovány jednak přes účet ministerstva zemědělství, pokud jde o platby související se společnou zemědělskou politikou, jednak přes Národní fond MF ČR, který zprostředkovává platby související se strukturálními operacemi. Ze strukturálních fondů jsou příjmy realizovány podle Národního rozvojového plánu na roky 2004-2006, resp. Operačních programů na roky 2007-13. Prostředky jsou konečným příjemcům předfinancovány ze státního rozpočtu v CZK po splnění stanovených podmínek. Projekty jsou spolufinancovány českými subjekty z veřejných rozpočtů nebo ze soukromých zdrojů.

Koneční příjemci žádají o prostředky na realizaci projektů spolufinancovaných z EU řídicí orgány (pro programové období 2007-2013 je žádost v CZK).<sup>1</sup> Řídicí orgány uvolňují prostředky na národní spolufinancování a předfinancování prostředků EU ze státního rozpočtu (v CZK). Následně řídicí orgány žádají o refundaci prostředků vyplacených ze státního rozpočtu (v CZK) Národní fond, který spravuje prostředky EU (v EUR). V okamžiku, kdy Národní fond obdrží žádost řídicího orgánu, tak uvolňuje z prostředků EU, které jsou na jeho účtech<sup>2</sup>, požadovanou částku v CZK do rozpočtové kapitoly. Zároveň na základě žádosti řídicího orgánu vypracovává žádost o další prostředky z EU (tzv. průběžné platby), přičemž žádost z CZK přepočítává na EUR kurzem ECB (stanovený poslední pracovní den předchozího měsíce). V důsledku situace, kdy Národní fond vyplácí prostředky v CZK konvertované z EUR aktuálním kurzem ČNB a zároveň žádá o prostředky EU na základě korunových žádostí přepočtených do EUR kurzem ECB stanoveným v jiném časovém

<sup>1</sup> U programů pro programové období 2004-2006 jsou platby konečným příjemcům prováděny v českých korunách nebo v eurech, přičemž měna platby záleží na měně, ve které je smlouva mezi konečným příjemcem a dodavatelem. Pro programové období 2007-2013 již jsou platby konečným příjemcům prováděny pouze v korunách, s výjimkou plateb příjemcům u OP Přeshraniční spolupráce ČR – PR, které jsou hrazeny v eurech.

<sup>2</sup> Národní fond je příjemcem předběžných plateb, stanovených jako určité procento z celkové alokace programu u strukturálních fondů i kohezního fondu na každý rok.

okamžiku, vzniká kurzový rozdíl, který je hrazen ze státního rozpočtu. Při posilujícím kurzu se jedná o kurzovou ztrátu, při oslabujícím kurzu naopak o zisk.

Vzhledem k tomu, že celková alokace programu, schválená rozhodnutím Evropské komise, je stanovena v EUR, má posilování kurzu koruny rovněž dopad v podobě snižování korunového ekvivalentu této alokace. Tím klesá i korunová hodnota alokace pro jednotlivé řídicí orgány, což v poslední době vyvolalo medializaci celého problému i úvahy o možném „zajištění“ budoucího přílivu prostředků z EU proti kurzovému riziku. Takovéto úvahy mají negativní důsledky, neboť:

- Případná realizace takovýchto „zajišťovacích“ operací by znamenala, že komerční finanční instituce vystupující v těchto operacích jako protistrana by s velkou pravděpodobností zajišťovaly svá kurzová rizika okamžitými operacemi na devizovém trhu a vyvolávaly tlak na posilování kurzu koruny.
- Již pouhé spekulace o realizaci takovýchto operací mohou mít psychologický dopad na účastníky devizového trhu a vyvolávat posilování kurzu. S ohledem na očekávaný vysoký příliv prostředků z EU do ČR přitom tento dopad může být výrazný.
- Případné výrazné posílení kurzu by mělo negativní dopady do hospodářského vývoje ČR. Mohlo by tak dojít k nežádoucí situaci, kdy by prostředky z programů a projektů EU určené k urychlení reálné konvergence české ekonomiky tuto konvergenci naopak brzdily. Zároveň by posilování kurzu dále snižovalo korunový ekvivalent budoucího přílivu prostředků z EU do ČR, a tím celý problém ještě prohlubovalo.
- Zajištění proti kurzovému vývoji mimo devizový trh (okamžitým nebo termínovaným) nákupem EUR do devizových rezerv ČNB by znamenalo pouze další přenos rizika potenciálních ztrát na centrální banku, který není vzhledem k fiskálnímu charakteru přílivu prostředků z EU odůvodněný.
- Platby konečným příjemcům prostředků v rámci programů a projektů EU v programovém období 2007-2013 probíhají v CZK.<sup>3</sup> Tyto subjekty tedy nejsou vystaveny přímému kurzovému riziku, proti němuž by se mohly zajišťovat.<sup>4</sup> Jakékoli „zajišťovací“ operace by proto pro tyto subjekty měly čistě spekulativní povahu, představující otevření krátké devizové pozice v měně EUR. Výsledkem by bylo přijímání kurzového rizika, které je z pohledu obezřetného hospodaření veřejných institucí nežádoucí.
- Řídicí orgány by se měly především soustředit na kvalitní logistickou přípravu čerpání prostředků z EU, tak aby došlo k maximálnímu využití alokace prostředků přidělených ČR. V situaci, kdy není plně zajištěno čerpání všech prostředků, představuje snižující se korunový ekvivalent eurové alokace prozatím do určité míry virtuální problém a snaha o jeho řešení by mohla odvádět pozornost od primárního problému přípravy a realizace kvalitních projektů.

Řešení uvedené problematiky je obsaženo v bodech 1 až 6 návrhu dohody vlády ČR a ČNB.

<sup>3</sup> Kromě plateb příjemcům u OP Přeshraniční spolupráce ČR – PR, které jsou hrazeny v eurech.

<sup>4</sup> Výjimkou mohou být žadatelé, kteří část výdajů na realizaci svých projektů budou uskutečňovat v eurech, ale prostředky jsou jim vypláceny v korunách. V těchto případech by připadalo v úvahu zajištění proti oslabování koruny, nikoli - v poslední době diskutované - zajištění proti apreciaci kurzu. Rozsah těchto případů je však obtížné odhadnout, neboť k tomu neexistují potřebná data.

### 3. Budoucí privatizační příjmy – popis problému

V současné době zbývá k privatizaci státního majetku již jen několik strategicky významných společností. V některých případech však potenciální příjmy dosahují vysokých částek v řádu miliard eur. Je proto důležité vědět, jak bude s těmito významnými finančními částkami naloženo z hlediska měnových konverzí, a s dostatečným předstihem o zvoleném řešení informovat trh.

Již Strategie z roku 2002 vycházela z předpokladu, že nejlepším řešením je ponechat privatizační příjmy (a jiné devizové příjmy vlády) v maximální možné míře na devizovém účtu u ČNB, a případně je použít na úhrady devizových závazků státu bez potřeby konverze do korun. U předchozích privatizací však nakonec ve velké míře došlo ke konverzím prostředků do korun na vrub devizových rezerv ČNB. Nyní je však situace výrazně odlišná. V současné fázi vývoje české ekonomiky již nevznikají významné transformační náklady, které by vláda musela hradit, a díky postupné konsolidaci veřejných financí se snižuje i potřeba financovat schodky běžného hospodaření státu. Do popředí se naopak dostává řešení dlouhodobé udržitelnosti veřejných financí, tj. mimo jiné provedení penzijní reformy. Nabízí se tedy možnost vytvářet z privatizačních příjmů fond k financování nákladů této reformy. Tento fond by přitom mohl držet devizová aktiva.<sup>5</sup> Možnost ponechání většiny privatizačních příjmů bez konverze do korun se tak jeví jako podstatně reálnější než v minulosti a je jí vhodné maximálně využít.

Bude-li přesto nutné část privatizačních příjmů konvertovat do korun, je žádoucí, aby i nadále tyto konverze probíhaly způsobem neovlivňujícím kurzový vývoj. Případné konverze privatizačních příjmů do korun na vrub devizových rezerv ČNB by však mohly být – stejně jako v minulosti – spojeny s očekávanými ztrátami pro centrální banku, plynoucími zejména z posilování kurzu koruny.<sup>6</sup> Vzhledem k vysokému stávajícímu objemu devizových rezerv a související vysoké kumulované ztrátě v bilanci ČNB, pocházející ze zhodnocování nominálního kurzu koruny, i vzhledem k budoucí dodatečné zátěži ČNB v důsledku akumulace devizových rezerv odkupem čistého toku prostředků mezi ČR a orgány EU je prostor ČNB pro přijímání dalších ztrát minimální. Proto je třeba najít, podobně jako ve Strategii z roku 2002, takový mechanismus, který by ČNB očekávané budoucí ztráty z velké míry kompenzoval, případně je zcela ponechal na bedrech vlády ČR.

Ve Strategii z roku 2002 byl použit mechanismus konverzního poplatku, jehož výše výrazně přesahovala na trhu obvyklou velikost a sloužila jako kompenzace ČNB za očekávané budoucí ztráty spojené s navýšením devizových rezerv. Poplatek byl nastaven tak, aby motivoval k co nejpozdějším konverzím privatizačních příjmů do korun, když postupně klesal z 9 % v roce 2002 až na 0 % v roce 2007 (v očekávání, že v té době se již bude blížit přijetí eura). S výhodou zpětného pohledu se však tento mechanismus nejeví jako optimální. Jeho hlavním úskalím je nutnost dopředu vyjednat výši poplatku přijatelnou pro obě strany. Poplatek, který se může zdát být na jednu stranu pro vládu ČR příliš velký, se může na druhou stranu později ukázat jako nedostačující z pohledu kompenzace ztráty ČNB (na níž je přeneseno veškeré riziko). Taková je i zkušenost s aplikací Strategie z roku 2002, u níž je ve zpětném pohledu zřejmé, že stanovený poplatek kompenzoval ČNB budoucí ztráty jen částečně, když zejména zhodnocení kurzu koruny systematicky překonávalo původní předpoklady (a došlo k odkladu přijetí eura za původně uvažovaný horizont).

<sup>5</sup> Podobně jako fondy vytvářené v některých zemích inkasujících výrazné devizové příjmy z exportu energetických surovin.

<sup>6</sup> Respektive obecněji ztráty plynou ze skutečnosti, že náklady sterilizace devizových rezerv v podobě dvoutýdenní repo-sazby převyšují v dlouhodobějším pohledu korunové výnosy ČNB z devizových rezerv. Při podobné výši domácích i zahraničních úrokových sazeb se však ztráta v podstatě redukuje na kurzové rozdíly.

Proto se navrhuje použít do budoucna nový mechanismus založený na devizovém swapu. Tento finanční derivát je pro vládu ČR výhodný z toho pohledu, že jí umožňuje vyhnout se fakticky devizové konverzi a ponechat prostředky v cizí měně, ale zároveň používat koruny přepočtené aktuálním kurzem v den zobchodování swapu. Nejedná se tedy o konverzi v pravém smyslu slova, protože ve výsledku je tato varianta řešení ekvivalentní ponechání privatizačních příjmů v eurech, ale o mechanismus případného využití těchto prostředků k pokrytí krátkodobějších korunových likviditních potřeb vlády ČR. MF ČR předpokládá, že tyto devizové operace bude v případě potřeby realizovat za tržních podmínek s protistranami finančního trhu, se kterými má uzavřenu ISDA dokumentaci. Možná je však i varianta, že by protistranou vlády byla centrální banka, neboť devizový swap je pro ni kurzově neutrální, takže by nedošlo k převodu kurzového rizika na ČNB. Jediné riziko se swapem spojené je riziko změny úrokového diferenciálu mezi EUR a CZK, které je však symetrické pro obě zúčastněné protistrany. Použití swapu by tak systematicky nezhoršovalo výhled hospodaření ČNB a nebylo by třeba ho doprovázet žádným kompenzačním mechanismem, jehož výši by bylo nutno předem dohodnout s vládou ČR. Devizový swap může být prodlužován (rolován) po libovolnou dobu, ideálně do přijetí eura v ČR.

Navržená opatření k řešení budoucích privatizačních příjmů vlády ČR jsou shrnuta pod body 7-9 v návrhu dohody vlády ČR a ČNB.

#### **4. Další související otázky**

V rámci Strategie z roku 2002 se vláda zavázala, že v témže roce nebude MF ČR emitovat v cizí měně. Toto přispělo ke zklidnění situace na devizovém trhu. V následujících letech sice k emisím několika obligací denominovaných v cizích měnách došlo, ve většině případů však byly tyto emise po dohodě MF ČR a ČNB zajištěny proti kurzovému riziku tak, aby neměly výrazné implikace pro vývoj měnového kurzu.<sup>7</sup> V této praxi je nutno pokračovat. Jakkoli je pro efektivní řízení státního dluhu vhodné neuzavírat si možnost emise obligací na zahraničních trzích, emise s kurzotvornými dopady by byly v konečném důsledku nevýhodné pro vládu ČR i ČNB z důvodu svých makroekonomických implikací i nepříznivých dopadů do korunové hodnoty alokace EU programů a devizových rezerv ČNB. Proto jsou v návrhu dohody vlády ČR a ČNB uvedena opatření pod bodem 10.

---

<sup>7</sup> Výjimkou byla emise obligací denominovaných v japonských jenech v lednu 2006.