

Nad rizikem svrchovaných expozic

*Nad'a Blahová**

Abstrakt:

Článek v obecné rovině charakterizuje svrchované riziko a riziko přílišné koncentrace svrchovaných expozic v bilancích bank a na základě analýzy vývoje tohoto jevu ve sledovaném období v ČR, resp. dalších vybraných státech, posuzuje míru účinnosti postoje centrální banky ČR k tomuto potenciálnímu zdroji finanční nestability. Vzájemná provázanost bankovního sektoru a státu je vnímána jako významná a potenciálně riziková. Důvody souvisejí s mnoha vzájemnými vazbami, které mohou při nepříznivých změnách negativně ovlivnit stabilitu jednoho či obou sektorů s přesahem do reálné ekonomiky. Článek poukazuje na hlavní oblasti vzájemných vazeb mezi státním a bankovním sektorem, snaží se o jejich objasnění. Identifikuje příslušné zdroje nestability, které diskutuje.

Klíčová slova: Svrcované riziko; Státní dluh; Veřejné finance; Finanční sektor; Bankovní sektor; Centrální banka; Riziko koncentrace.

JEL klasifikace: E58, E44, E60.

1 Úvod

Svrchované riziko (sovereign risk, suverénní riziko) je rizikem potenciální ztráty ze svrchované expozice způsobené selháním v platbě závazků protistrany nebo nedodržením jiných smluvních ujednání. Potenciální riziko je spojeno nejen s platbou závazku, resp. s aktuálním cash flow, ale i s tržní cenou dluhopisu emitovaného státem, resp. s volatilitou kapitálových ztrát/zisků spojených s jeho držbou. Hlavní součástí svrchovaného rizika je úvěrové riziko, lze identifikovat rizika tržní, riziko likvidity. Vždy jde svou podstatou o riziko systémové, resp. systémově významné. Pokud by došlo k materializaci svrchovaného rizika, nelze předpokládat, že by bankovní sektor fungovat bez poruch. Důležitá je ovšem míra intenzity svrchovaného rizika. V ČR lze riziko prozatím hodnotit jako nízké, v některých zemích zejména na jihu EU je svrchované riziko svou intenzitou velmi vysoké. Podle výkladu ČNB (2016) se jedná o riziko defaultu vlády, kdy vláda není schopná dostát svým závazkům, čímž dojde ke státnímu bankrotu či restrukturalizaci vládního dluhu. Tento přístup k výkladu bude diskutován pro jeho šíři a jistou nepřesnost. V tomto článku je default státu chápán jako velmi málo pravděpodobná událost s tím, že veškeré postupy bránící vzniku této krajní situace se soustředí na omezení možnosti nárůstu přílišné koncentrace svrchovaného rizika v bilancích bank při zhoršení ratingu státu, zhoršení stavu veřejných financí

* Nad'a Blahová; Vysoká škola ekonomická v Praze, Fakulta financí a účetnictví, katedra měnové teorie a politiky, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <blahova@vse.cz>.

Článek je zpracován jako výstup projektu *Makrofinanční stabilita a finanční cyklus v zemích s negativní čistou investiční pozicí* evidovaného Grantovou agenturou pod označením F1/18/2017.

daného státu, či vlivem jiného i exogenního faktoru, což je situace, která může nastat s významně vyšší pravděpodobností než hraniční případ selhání státu. Hlavním cílem článku je vymezení základních a souvisejících pojmů a objasnění vzájemných vazeb ve vztahu k riziku svrchovaných expozic. Na základě analýzy dat za ČR, státy EU a státy V4 potvrdit či vyvrátit hypotézu o vnímání rizika přílišné koncentrace svrchovaného rizika jako potenciálního zdroje finanční nestability. Vzhledem k faktu, že banky jsou chápány jako součást pojmu úvěrové instituce a že statistika ECB pracuje s finančním sektorem jako celkem, je v oblasti kvantitativní analýzy vycházeno z dat za finanční sektor.

1.1 Default státu jako specifická kategorie

Default v obecném pojetí je vnímán jako situace, kdy ekonomický subjekt selže a neplní své závazky vůči více věřitelům, jeho situaci lze označit jako insolvenční, úpadek, bankrot. Postupy insolvenčního práva používané vůči firmám ve smyslu korporací nelze aplikovat vůči státu. Zatímco u firem je možné uplatnit řešení pomocí reorganizace, konkurzu nebo oddlužení (primárně určeno pro fyzické osoby), ani mezinárodní právo neupravuje úpadek států ve smyslu vyřešení nároků věřitelů (věřiteli jsou také nerezidenti). Selhání suverenity může probíhat pouze ad hoc, právní postup není formulován. Přitom případné následky selhání státu jsou významné. Věřitelé, resp. ti, kteří ve svém majetku drží státní dluhopisy, do značné míry hodnotu tohoto majetku ztrácí tak jak se snižuje hodnota státních dluhopisů. Za předpokladu, že je bankovní sektor významným věřitelem státu, jehož rating významně klesá, resp. bankovní sektor drží ve svých portfoliích dluhové cenné papíry příslušného selhávajícího státu a má tedy vůči státu velkou expozici, může dluhová krize státu iniciovat krizi bankovní až finanční s negativním přesahem do reálné ekonomiky. Jak stát, tak bankovní sektor mají poté podstatně znesnadněný přístup k likviditě. Na finančním trhu dojde k růstu úrokové míry a rizikové prémie, což iniciuje růst úrokových nákladů pro stát a obsluha dluhu státu se stává neúnosnou. Nárůst rizikové prémie má vliv nejenom na úrokové náklady obsluhy dluhu, ale klíčový je vliv zejména na schopnost státu refinancovat své existující dluhy, kdy určitá výše rizikové prémie je spojena s faktickou neschopností státu refinancovat své dluhy. V krizovém scénáři lze poté situaci řešit pouze intervencí zvenčí, např. pomocí od MMF, protože materializace svrchovaného rizika může s vysokou pravděpodobností vyústit v materializaci systémového rizika projevující se nárůstem finanční nestability a významně negativními důsledky i pro reálnou ekonomiku.

Lze se setkat s pojmy státní dluh, vládní dluh, dluh veřejný. Vládní dluh navozuje vazbu na obvyklou výměnu politických reprezentantů, na politické cykly. Veřejný dluh lze chápat jako celkový dluh ekonomických subjektů, které jsou součástí veřejných financí, které v ČR reprezentuje ministerstvo financí. V této stati je používán pojem státní dluh, a tedy i pojem státní cenné papíry, resp. státní

dluhopisy, tedy cenné papíry, které emituje stát, který jako emitent hrađí majiteli dluhopisu určené úroky a při splatnosti dluhopisu vrací také jistinu. Stát prostřednictvím dluhopisů pokrývá vlastní nedostatek peněžních prostředků. Emituje dluhopisy s různou dobou splatnosti. Při splatnosti do jednoho roku jde o krátkodobé dluhopisy (notes), do deseti let jde o střednědobé dluhopisy (bills) a dlouhodobé dluhopisy (bonds) disponují splatností nad deset let. Při prodeji dluhopisů se využívá aukční způsob. Pokud by se emitent dostal do prodlení, lze dluhopis chápat jako podklad pro vymáhání státního dluhu.

1.2 Svrchované riziko, riziko země a rating státu

Svrchované riziko je podle San-Martin-Albizurina a Rodríguez-Castellanose (2014) nutné odlišit od rizika země (country risk). Pojmy spolu souvisí, ale zatímco svrchované riziko je úvěrovým rizikem, kdy vláda státu neplní své finanční závazky, resp. nevrací finanční prostředky, které si pomocí emise a prodeje dluhopisů vypůjčila na financování svého deficitu, riziko země se jako součást úvěrového rizika vyjadřuje ve vazbě na soukromé ekonomické subjekty. Riziko země se primárně odvozuje od institucionální stability a stability politik dané země vůči ekonomickým subjektům.

Ekonomicky silně opodstatněné by bylo jemnější vnitřní členění, resp. vymezení svrchovaných expozic. Je třeba diferencovat mezi expozicemi vůči centrální vládě, vůči centrální bance, vůči jiným subjektům veřejného sektoru a analyzovat, jestli vůči subjektům veřejného sektoru má být uplatněno stejné zacházení s ohledem na úvěrové riziko, které reprezentují. Obecně centrální banky lze posuzovat jako zřetelně méně rizikové než centrální vlády.

Svrchované riziko je předmětem zájmu ratingových agentur, které pomocí svých kvantitativních i kvalitativních ratingových měření určují výsledné ratingové hodnocení daného státu. Neaplikují přitom zcela jednotné metodické postupy, přesto se podle Frenkena, Karmanna a Scholtense (2004) lze shodnout na základních faktorech, které jsou předmětem hodnocení. K těmto faktorům patří míra dluhové služby, míra importu, míra investic, variabilita výnosů z exportu a růst peněžní zásoby. Míru dluhové služby lze vyjádřit jako poměr nákladů na obsluhu dluhu s výnosy z exportu. Pokud výnosy z exportu zvládají pokrýt obsluhu dluhu, implikuje to předpoklad, že je svrchované riziko nízké. Je nesporné, že klíčovým předpokladem nízkého svrchovaného rizika jsou zdravé veřejné finance, solidní fiskální disciplína. Roli hraje také nominální míra výnosu státních dluhopisů, kterou investoři požadují a která se zvyšuje se snižujícím se ratingem státu. Zdravé veřejné finance však samy o sobě nezaručí nízkou míru svrchovaného rizika. Důležitá je také měna svrchované expozice. Pokud jde o domácí měnu, implikuje svrchovaná expozice nižší úvěrové riziko.

1.3 Přeshraniční nákaza jako exogenní faktor zvyšující svrchované riziko

Zkušenosti z dluhové krize v Evropě naznačují, že nelze vyloučit přenos negativních jevů ze zahraničí s tím, že pravděpodobnost se zvyšuje v případě malé otevřené ekonomiky a že tedy nelze zamezit následné negativní změně svrchovaného ratingu pouze stabilizací veřejných financí. Vždy existují exogenní faktory, které z pohledu daného státu nelze mít pod dokonalou kontrolou a které i za silného předpokladu efektivního hospodaření státu a kvalitního řízení státního dluhu mohou svrchované riziko zvýšit. Existuje možnost přeshraniční nákazy do kreditních premií financování státního dluhu, což se může projevit zvýšením nákladů obsluhy dluhu. Zkušenosti z období roku 2008 navíc ukazují v prostoru Evropy na paradoxní jev. Pokud šlo o rozlohou velké státy, byť významně zadlužené, nedopadl na ně ve vyšší míře tlak na růst požadovaných výnosů státních dluhopisů, což lze interpretovat jako důvěru investorů ve státní dluh v roli bezpečného aktiva. Naproti tomu menší státy disponující solidní ekonomickou kondicí zaznamenaly růst požadovaných výnosů ze státních dluhopisů. Svrchované riziko bylo ze strany investorů vnímáno „částečně izolovaně“ od hodnocení potřeby financování státního dluhu. Investoři v počátečním období příliš správně neidentifikovali rizika, k tomu došlo až v průběhu dluhové krize, kdy se české státní dluhopisy opět staly relativně bezpečným aktivem.

Výnosy na dluhopisovém trhu determinují podmínky financování reálné ekonomiky, mají vliv na ziskovost bankovního, resp. finančního sektoru, protože banky i nebankovní finanční instituce jsou významnými věřiteli státu. Je třeba vnímat fakt, že případné zvýšení dlouhodobých výnosů na dluhopisovém trhu by se manifestovalo ve zvýšené náročnosti obsluhy dluhu jak státního, tak i reálného sektoru. Souběžně by došlo ke snížení cen cenných papírů v majetku bank.

2 Bankovní, resp. finanční a vládní sektor ve vzájemných vazbách

Provázanost finančního, resp. bankovního sektoru a státu je mnohvrstevná. Lze se soustředit na klíčové oblasti, které lze zároveň chápat jako potenciální zdroje finanční nestability. Pro zjednodušení je v textu soustředěna pozornost na banky, které v podmínkách ČR drží okolo 80 % veškerých aktiv finančního sektoru. Banky jsou v roli věřitelů státu, se státním dluhem obchodují, vybrané banky hrají roli primárních dealerů. Mezi hlavní důvody poptávky bank po státních dluhopisech patří regulační požadavky, které musí banky respektovat. V neposlední řadě banky využívají státní dluhopisy jako kolaterál, a to jak v operacích s centrální bankou, tak i v dalších repo obchodech. Vazba bank a státu ve smyslu realizace pomoci problémovým bankám z veřejných peněz se v průběhu dluhové krize v Evropě ukázala natolik neúnosnou, že dochází k realizaci kroků, které mají v budoucnu použití veřejných zdrojů na záchranu bank vyloučit.

2.1 Banky jako věřitelé, obchodníci, tvůrci trhu

Banky jsou významnými věřiteli státního sektoru (spolu s dalšími subjekty finančního trhu jako investiční fondy, penzijní fondy, pojišťovny). Banky ve svých aktivech drží jak krátkodobé pokladniční poukázky, tak také střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy. Pokud trh začne vnímat zhoršení kvality státního dluhu nebo vyhodnotí, že banka, resp. banky drží neúměrně velkou část státního dluhu ve svých portfoliích, omezí těmto bankám přístup ke zdrojům financování, resp. zdroje se stanou pro banky cenově méně výhodné.

Banky jsou ve vztahu ke státním dluhopisům nejen v postavení významného věřitele. Vybrané banky mají také klíčové postavení na primárním trhu státních dluhopisů v roli *primárních dealerů*. Jsou v roli obchodníka a tvůrce trhu. V situaci nerovnováhy na trhu se státními dluhopisy působí svými transakcemi ve směru k rovnováze. Při větších nerovnováhách ve smyslu vyšší nabídky státního dluhu nad poptávkou po státním dluhu mohou reagovat rozšířením spreadů, což by nepřispělo ke stabilizaci trhu. Ke stabilizaci trhu a nízké výši spreadů (cenových rozpětí bid-offer) přispívá pravidlo, že povinné rozpětí cen je postaveno na relativní bázi vůči tržnímu průměru všech primárních dealerů. To umožňuje potřebnou adaptaci na obtížně predikovatelné tržní prostředí.

2.2 Motivace k držbě státního dluhu z důvodu regulace

Banky mají silnou motivaci k držbě státních dluhopisů. Ta je dlouhodobě spojena především s regulačními pravidly. Již od první verze konceptu *kapitálové přiměřenosti* z konce osmdesátých let, dnes označované jako Basel I (1988), byly pohledávky za státem nebo pohledávky jištěné státem tzv. zóny A, což byly členské země OECD, hodnoceny rizikovou vahou 0 %. To znamenalo, že banky vůči tomuto typu aktiv nemusely držet kapitál. Regulační opatření bylo z dnešního pohledu velmi zjednodušené a rizikové váhy byly aktivům přiřazovány pouze podle typu protistrany, nezohledňovala se schopnost splácet, pravděpodobnost selhání. Byla založena disproporce, která v principu přetrvává dodnes. Banky jsou motivovány k preferování financování státního dluhu před financováním soukromého sektoru, který měl jako protistrana v Basel I přiřazenu převážně rizikovou váhu 100 %. Tento přístup se v principu přenesl i do regulačního postupu Basel II (2004) a jeho podstatné prvky přetrvávají až do současnosti, kdy se postupně realizuje Basel III (2010). V současné regulační situaci mohou banky při propočtu kapitálového požadavku vůči úvěrovému riziku využívat standardizovaný přístup založený na externím ratingu, anebo přístup interních ratingů (IRB přístup), který bankám umožňuje v základní verzi samostatně odhadovat parametr pravděpodobnosti selhání a v pokročilé verzi samostatně odhadovat kromě pravděpodobnosti selhání i expozici v úvěrovém selhání a míru ztráty při selhání.

Pokud banka používá pro dílčí portfolia IRB přístup, v případě svrchovaných expozic si může podržet i nadále přístup standardizovaný. IRB přístup svrchované

expozice oproti expozicím za korporacemi zvýhodňuje úpravou parametru pravděpodobnosti selhání. Na optimální regulační řešení v oblasti regulace kapitálového poměru se stále čeká. Jde o ekonomicky i politicky citlivou problematiku především vzhledem k rozšířenému deficitnímu financování států a k postavení bank jako jejich významného věřitele. Selhání států je na modelování nadměrně náročné, protože chybí potřebný rozsah dat, resp. selhání států. To podporuje preferování standardizovaného přístupu, mimo jiné i pro jeho vyšší transparentnost.

Další regulační pravidlo se týká angažovanosti, resp. rizika koncentrace. Banky musí svá portfolia dostatečně diverzifikovat a tím bránit riziku přílišné koncentrace portfolia. Základní limit angažovanosti je stanoven ve výši 25 % regulačního kapitálu banky vůči jedné protistraně nebo ekonomicky spjaté skupině. Na aktiva bank, která představují pohledávku za centrální vládou, se ale tento limit nevztahuje. Svrchované expozice jsou z limitů pro velké expozice vyjmuty.

Motivaci bank k preferování držby státního dluhu nově výrazně podporuje Basel III (2013) v oblasti regulace likvidity, když zavádí kvantitativní požadavek Liquidity Coverage Ratio (LCR). Ve své finální podobě je LCR v principu zátěžovým testem krátkodobé likvidity, který banky musejí respektovat průběžně. U ukazatele LCR je vyžadována držba vysoce likvidních aktiv, na která jsou kladeny náročné požadavky: nízká rizikovost, jistá a transparentní ocenění, nízká korelace s rizikovými aktivy, akceptovatelnost centrální bankou v rámci facilit. Parametrům odpovídají státní dluhopisy, které jsou zařazeny do nejkvalitnější skupiny aktiv s označením Level 1 Assets. V rámci zásoby uznatelných aktiv, která se dělí do dvou kategorií, resp. tří podkategorií, (Level, Level 2A, Level 2B) se do Level 1 řadí aktiva nejvyšší kvality z pohledu ratingu a typu emitenta. V oblasti likvidity lze nalézt další potvrzení preferování státního dluhu, a to v souvislosti s kalibrací 2 základních ukazatelů k ověřování finančního zdraví bank. Ukazatel likvidní aktiva k aktivům celkem i ukazatel likvidní aktiva ke krátkodobým závazkům zahrnuje dluhopisy emitované vládními institucemi mezi preferenční likvidní aktiva. Aby tedy banky dodržovaly regulační pravidla, musí držet státní dluhopisy.

2.3 Státní dluh v roli kolaterálu a další motivace bank

Významné je, že státní dluh hraje roli kolaterálu. Banky drží ve svých bilancích státní dluhopisy také pro potřeby zajištění svých operací. Používají těchto dluhopisů k refinančním operacím, při realizaci repo obchodů. Pokud by došlo ke zvýšení svrchovaného rizika, promítlo by se to do snížení způsobilosti zajištění. Pokud je na trhu nadbytek likvidity, není tento faktor potenciálně příliš rizikový, ale jeho význam narůstá s poklesem likvidity trhu.

Banky mají další důvody, pro které drží státní dluhopisy. Kromě role státních dluhopisů v roli kolaterálu, market making, je pro ně významná také možnost uložení peněz na delší splatnost (zrovna na korunovém trhu moc jiných bezpečných

investičních příležitostí není), zajištění proti úrokovému riziku. Pokud dojde k poklesu úrokových sazeb, pak bankám klesne úrokový zisk, ale profitují z přecenění dluhopisového portfolia). Vedle toho, banky samotné by i bez regulatorních požadavků musely řídit likviditu, a to ve svém zájmu.

2.4 Pomoc problémovým bankám ze strany státu

Před vypuknutím globální finanční krize a v jejích počátečních fázích se stále předpokládalo, že v případě problémů banky, především té, na kterou se vztahovalo pravidlo „too big too fail“, bude domácí vláda místem, které poskytne pomoc v podobě záruk nebo rekapitalizací z veřejných prostředků. Výchozím předpokladem relativně bezproblémového zvládnutí takového postupu je dostatečně vysoký rozpočtový příjem v poměru k velikosti bankovního sektoru, resp. ohrožené skupiny bank. Pokud jde například o relativně malý stát s poměrně velkým bankovním sektorem, nelze v případě potíží velké části bankovního sektoru zasaženého materializací systémového rizika vzhledem k velikosti veřejného rozpočtu poskytnout adekvátní pomoc, aniž by to znamenalo zhroucení veřejných financí. Řešením pak může být jen pomoc na nadnárodní úrovni. V podstatě lze konstatovat, že rozpočet státu není nikdy dostatečně velký na záchranu bankovního sektoru. V této souvislosti je vhodné sledovat tzv. „fiskální prostor/fiscal space“ – jak moc se může stát ještě zadlužit pro záchranu bank, aniž by ho finanční trhy začaly tvrdě postihovat zvýšenými rizikovými premii z jím emitovaných dluhopisů. Například Irsko se muselo silně zadlužit, aby dokázalo sanovat problémové banky.

V reakci na dluhovou krizi v Evropě se hledal mechanismus, který by v případě potřeby pomohl řešit ohrožené banky jiným způsobem než doposud převažujícím, kdy záchrana bank byla financována z veřejných prostředků. Souviselo to s typickou modelovou situací té doby, kdy státy nedisponovaly dostatkem finančních prostředků, které by mohly využít na ozdravení selhávající bankovního sektoru. To bylo významným impulsem ke změně přístupu k využívání veřejných prostředků.

Evropští představitelé se na zasedání ECOFIN v říjnu 2008 dohodli, že rozhodování o veřejné intervenci bude realizováno koordinovaně. Veřejné prostředky měly být určeny k rekapitalizaci systémově významných bank. Členské státy měly respektovat zájmy daňových poplatníků. V roce 2013 došlo k významné revizi pravidel pro poskytování veřejné podpory, prosadilo se rozsáhlejší sdílení nákladů ze strany soukromého sektoru. Bylo zřejmé, že poskytování veřejné podpory může vyvolat krizi státního dluhu. Výsledkem snah o uvolnění vazby mezi státem a bankovním sektorem je vytvoření fondu pro řešení krize (resolution fund), do kterého banky přispívají a který má v budoucnu financovat případné řešení problémů bank. Zřízení fondu nahrazuje institut věřitele poslední instance. Jisté rozdíly lze spatřovat v přístupu členských států bankovní unie a ostatních členských států EU, ale základní princip je totožný. V praxi ČR funguje na podporu finanční

stability Garanční systém finančního trhu, který vznikl k lednu 2016 a vnitřně se člení na Fond pojištění vkladů a Fond pro řešení krize. Činnost Garančního systému finančního trhu je v oblasti řešení krize upravena zákonem č. 374/2015 Sb., o ozdravných postupech. Vazba mezi státem a bankovním sektorem z titulu pomoci ohroženým bankám by měla být v budoucnu přerušena, protože posláním garančního systému je eliminovat použití veřejných prostředků.

3 Postoj České národní banky k riziku nadměrné koncentrace svrchovaných expozic

Česká národní banka (ČNB) je dohledovou autoritou nad finančním trhem v ČR a odpovídá za makroobezřetnostní politiku. To jí přináší velkou odpovědnost v oblasti dohledu nad dodržováním regulačních pravidel a v oblasti péče o finanční stabilitu (jde o vzájemně se ovlivňující oblasti). ČNB si je vědoma významu rizika nadměrné koncentrace svrchovaných expozic a potenciálních důsledků, ale musí respektovat platná regulační pravidla, která mají nadnárodní charakter a soustřeďují se v oblasti kapitálové přiměřenosti do pilíře 1. Prostor, ve kterém se tedy centrální banka může pohybovat, je limitován. ČNB našla řešení ve využití dohledového nástroje, který spadá do tzv. pilíře 2. v rámci respektování CRD IV/CRR (EK, 2013) zároveň uplatnila doporučení ESRB/2013/1 Evropské rady pro systémová rizika (ESRB, 2013) týkající se omezení koncentrace expozic a snaží se v souladu s těmito doporučeními a požadavky postupovat.

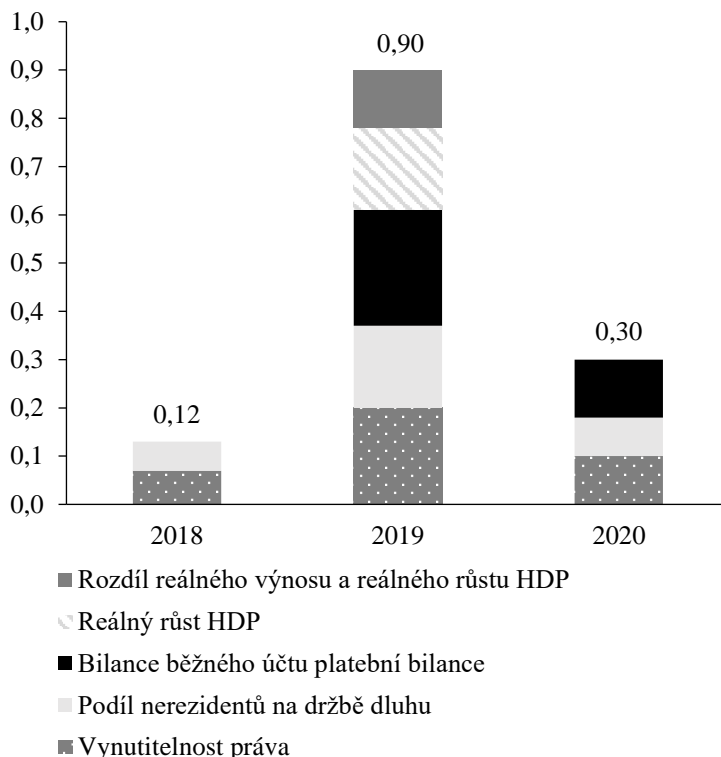
ČNB vytvořila nástroj, kterým kontroluje rizika systémové koncentrace vůči významným domácím svrchovaným expozicím. Opírá se přitom o směrnici a nařízení CRD IV/CRR, příslušné pokyny Evropského výboru pro bankovníctví a Doporučení ESRB/2013/1.

3.1 Indikátor svrchovaného rizika jako výstup zátěžového testu veřejných financí

Východiskem postupu je zátěžový test veřejných financí, který ČNB od roku 2015 začala provádět na horizontu tří let. Výstupem je odhadnutá hodnota indikátoru svrchovaného rizika (ISR), která se může pohybovat v rozmezí 0 % - 100 %. ISR vystupuje v roli parametru pravděpodobnosti defaultu, který v případě státu nabývá podoby odepsání části expozice, restrukturalizace státního dluhu, pomoci nadnárodní instituce. ISR je kalibrován na základě statistické analýzy historických pozorování dluhových krizí a vybraných proměnných, u kterých je nastavena kritická mez. Přehled vysvětlujících proměnných pro zátěžový test veřejných financí včetně aktuálních hodnot zveřejňuje každoročně centrální banka ve Zprávě o finanční stabilitě. Zátěžový scénář využívá několik propojených simulačních modelů, které reprezentují ekonomické sektory a jejich vliv na hospodaření státního sektoru a vývoj jeho dluhu.

Scénář je nadefinován na tříleté období a obsahuje nepříznivý vývoj klíčových makroekonomických veličin a materializaci souvisejících rizik včetně rizik tržních. Působení těchto negativních jevů se promítá do zhoršených podmínek obsluhy státního dluhu. Do stresového testu vstupují odhady HDP, inflace, mezd. Jeden z modelů simuluje trh práce. Využívá demografické projekce ČSÚ, na které aplikuje legislativně formulované parametry a předpokládaný vývoj v ekonomické aktivitě sektoru domácností. Hospodaření státního sektoru se simuluje v souladu se složkami jeho příjmů a výdajů. Do testu vstupuje i model finančních trhů, kde jsou nastaveny nepříznivé tržní podmínky pro emisi nového státního dluhu v tříletém časovém horizontu. Zapojen je model simulující výnosnost z nového dluhu, kam jako vysvětlující proměnné vstupují: dolarová výnosová křivka, celkové státní zadlužení, úrokové sazby peněžního trhu, očekávaná inflace. Zátěžový test pracuje s možnou reakcí emitenta dluhu na případně se zvyšující náklady obsluhy dluhu. Výchozím prvkem je celkový objem svrchované expozice v bilancích bank. Pomocí ISR v roli parametru pravděpodobnosti selhání se rozděluje expozice na část limitní a nadlimitní. Pokud ISR roste, dochází k poklesu limitu svrchované expozice, což zároveň vyvolává růst nadlimitní části této expozice. Banky se k limitní části expozice mají i nadále chovat podle platné regulace neboli nevztahuje se na ni limit angažovanosti a její riziková váha je hodnocena nulou. K nadlimitní části si musí banka vytvořit dodatečný kapitál, aby pokryla nadměrné riziko koncentrace, ovšem pouze za předpokladu, že výhled ISR na tři roky bude vyšší než nastavený limit. ČNB pracuje se dvěma limitními hodnotami. Tzv. měkký limit má stanovenou výši 5 % a jeho překročení indikuje tvorbu dodatečného kapitálového požadavku za předpokladu, že tento požadavek potvrdí výsledky expertní analýzy. Pokud se indikátor dostane nad hodnotu 8 %, tvorba dodatečného kapitálového požadavku je nepodmíněná. Obrázek 1, který je převzatý ze zátěžového testu veřejných financí, který provedla ČNB ukazuje, že z proměnných zahrnutých v ISR překročily v roce 2019 kritickou mez kromě ukazatele vynutitelnosti práva a podílu zahraničních držitelů státního dluhu i reálný růst HDP, bilance běžného účtu platební bilance a rozdíl mezi reálným výnosem státních dluhopisů a tempem růstu HDP. Kombinace poklesu domácí ekonomiky a nárůstu výnosových měr státních dluhopisů vedla v roce 2019 ke kulminaci odhadu ISR na úrovni 0,9 %. Zmírnění poklesu HDP v roce 2020 na -1 % ale znamenalo návrat odhadu tohoto ukazatele i ukazatele rozdílu výnosu a HDP pod kritickou mez.

Obr. 1 Dekompozice ISR v Nepříznivém scénáři ČNB



Zdroj: ČNB (2018).

4 Analýza vývoje rizika přílišné koncentrace svrchovaných expozic v ČR

Již v počátečním sledovaném období (od roku 2003), který je v článku výchozí pro kvantitativní analýzu, lze vysledovat negativní tendence ve vztahu bankovního a státního sektoru. Banky byly hlavními věřiteli státu, to se projevovalo v silném zastoupení státních dluhopisů v portfoliích bank. Podílový ukazatel tzv. rychle likvidních aktiv, která byla tvořena převážně státními dluhopisy, k celkovým aktivům, se pohyboval okolo 35 % (rok 2003) až 39 % (2 roky bezprostředně následující), což lze hodnotit jako nadbytečné likviditní opatření s negativním dopadem do rentability bank, které ve svém portfoliu držely téměř 70 % celkové emise státních dluhopisů. Šlo o významné potenciální riziko, a to i vzhledem k velikosti státních rozpočtových schodků a nedůvěře v jejich budoucí snižování. Je vhodné poznamenat, že tento stav pomohl ovlivnit hodnotu kapitálové přiměřenosti s ohledem na rizikovou váhu 0 pro pohledávky za státem. Jde o projev nevhodného nastavení regulačních pravidel preferujících financování státu před financováním soukromého sektoru bez snahy regulátorů dovést důsledky takto nastavených

pravidel a přistoupit k revizi regulatorních požadavků. V tomto období si ČNB již byla vědoma rizikového vývoje a upozorňovala na možnost nárůstu rizikové prémie a zvýšení nákladů na financování státu.

Přestože jsou banky spolu s dalšími nebankovními finančními institucemi významnými věřiteli státního sektoru ČR, je třeba upozornit na podíl státních dluhopisů ČR v držbě nerezidentů. Údaje za období od roku 2007 až do roku 2018 jsou uvedeny v tabulce 1. Státní dluh ČR a jeho významní věřitelé (za rok 2018 jsou k dispozici údaje pouze k 30.6.). Časová řada od roku 2007 po současnost poskytuje srovnání s předkrizovým obdobím a dále reflektuje vývoj přes období kurzového závazku (7. 11. 2013 – 6. 4. 2017) až po současnost. Vzhledem ke změně metodiky vykazování, která je popsána v poznámce pod tabulkou 1, podíly do konce roku 2010 zahrnují jak část dluhu denominovanou v CZK, tak část dluhu denominovanou v cizích měnách. V podílech od roku 2011 už není započten dluh denominovaný v zahraničních měnách, ten se od tohoto roku ve skladbě dluhu vykazuje v samostatné položce. Z těchto důvodů obrázek 2, Významní držitelé státního dluhu ČR, vychází až z údajů od roku 2011.

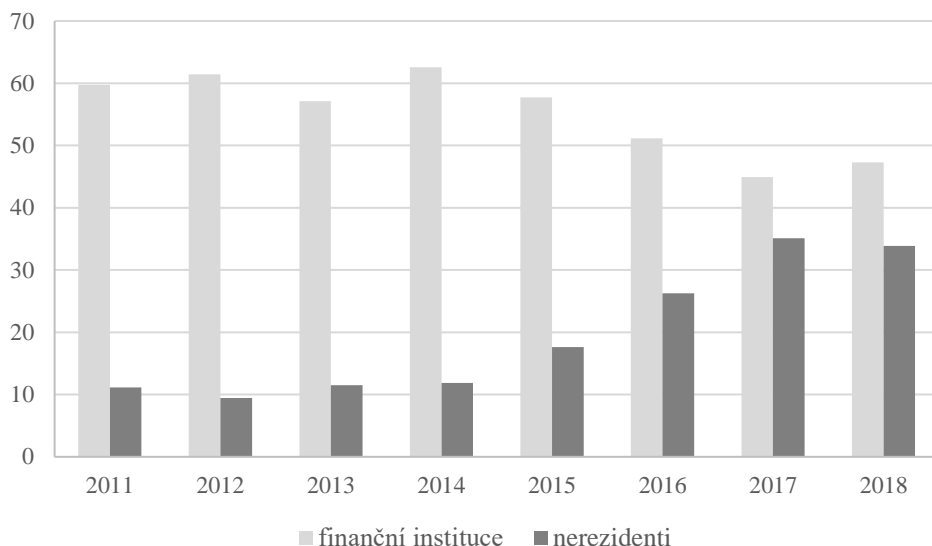
Tab. 1 Státní dluh ČR a jeho významní držitelé

Rok	Celkový státní dluh (k 31.12., mld. CZK)	Podíl v držbě domácích finančních institucí (v %)	Podíl v držbě nerezidentů (v %)
2007	892,3	70,53	27,26
2008	999,8	67,76	27,81
2009	1178,2	66,19	29,53
2010	1344,1	61,78	32,80
2011	1499,4	59,71	11,17
2012	1667,6	61,44	9,43
2013	1683,3	57,09	11,48
2014	1663,7	62,58	11,86
2015	1673,0	57,72	17,63
2016	1613,4	51,15	26,28
2017	1624,7	44,95	35,13
2018	1713,5	47,27	33,88

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat MF ČR (2018).

Pozn.: V roce 2011 došlo ke změně ve vykazování. Začal se zvlášť vykazovat dluh denominovaný v zahraničních měnách a dále „jiný“ dluh zahrnující půjčky od Evropské investiční banky, krátkodobé půjčky a směnky.

Obr. 2 Významní držitelé státního dluhu ČR (v %)



Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat MF ČR (2018).

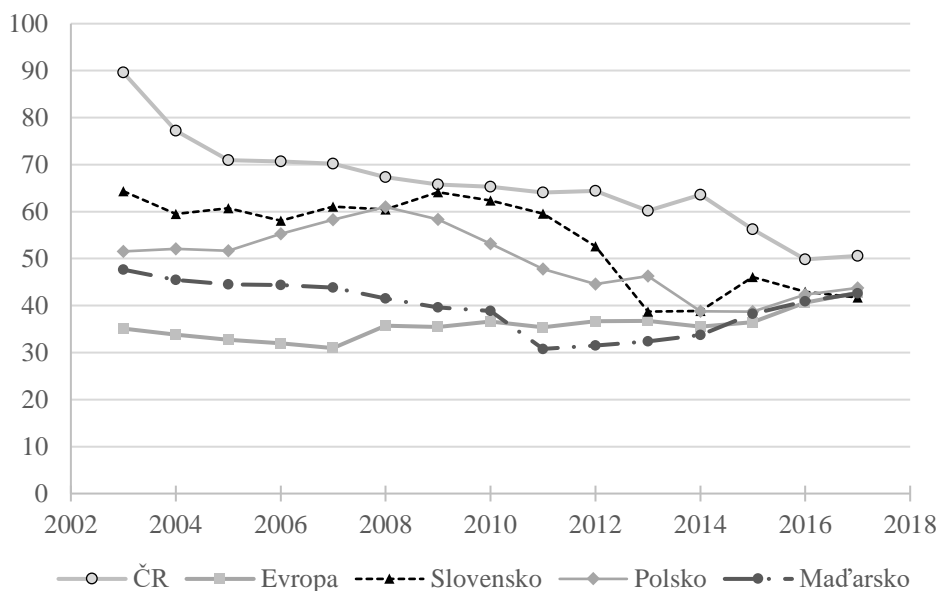
Z hlediska transparentnosti by bylo vhodné, aby se při vykazování vyloučily expozice vůči centrální bance, protože velký objem těchto expozic je výsledkem měnové politiky.

Obrázek 2 potvrzuje na datech za období 12/11 až 06/18, že finanční instituce jsou největšími institucionálními investory v ČR a v rámci svých investičních aktiv drží poměrně velkou část ve státních dluhopisech. Z obrázku lze odvodit, že v druhé polovině sledovaného období nabírá na významu držba nerezidentů a od roku 2017 je podíl finančních institucí na držbě státního dluhu ČR pod 50 %. Jde patrně o souběh dvou hlavních událostí s tím, že jedna se projevila „jednorázově“ v podobě kurzového závazku, zatímco vliv druhé události v podobě postoje ČNB je dlouhodobý. Projevuje se reakce na nekompromisní zásah ČNB, která jasně nastavila pravidla pro riziko nadměrné koncentrace svrchovaného rizika a zřejmě se také na přechodnou dobu projevil vliv kurzového závazku. Finanční instituce, resp. banky jsou tak vystaveny riziku přecenění rizikových premií. Konkrétním důvodem rizika přecenění za sledované období je především významný podíl nerezidentů na držbě státních dluhopisů. Jistým paradoxem je, že ČNB svým kurzovým závazkem vyvolala přesun státních cenných papírů do rukou nerezidentů, banky využily této krátké ziskové příležitosti a centrální banka je za to začala penalizovat tím, že držba státních cenných papírů je z důvodu vysokého podílu nerezidentů na emitovaných státních cenných papírech více riziková pro domácí finanční instituce. V souvislosti s držbou dluhopisů nerezidenty lze s vyšší pravděpodobností očekávat rychlou

likvidaci pozic, resp. rychlý prodej státních dluhopisů s dopadem na jejich cenu. Pokud by došlo ke zhoršení tržního sentimentu ohledně ČR, resp. emerging markets, lze očekávat tendenci k masivnímu výprodeji vzhledem k předpokladu krátkodobé ziskové orientace velké části zahraničních držitelů.

Situaci v ČR ve sledovaných parametrech lze pro větší názornost srovnat s průměrem Evropy (EU) a se situací ve státech tzv. Visegrádské čtyřky (V4). Na obrázku 3 lze sledovat vývoj podílu finančních institucí na držbě státních dluhopisů jak v ČR, tak také v EU, na Slovensku, v Polsku a v Maďarsku. Počátek sledovaného časového intervalu, rok 2003, jasně ukazuje nejvyšší podíl finančních institucí na držbě státního dluhu právě v ČR. Ale právě ČR také zaznamenala ve sledovaném období největší změnu, resp. pokles držby finančními institucemi. Nejstabilnější, bez výrazného trendu jsou hodnoty za EU, k nim se v podstatě dotáhla úroveň všech sledovaných států V4 až na ČR, která se nachází mírně nad průměrem EU.

Obr. 3 Podíly finančních institucí na držbě státních dluhopisů (v %)

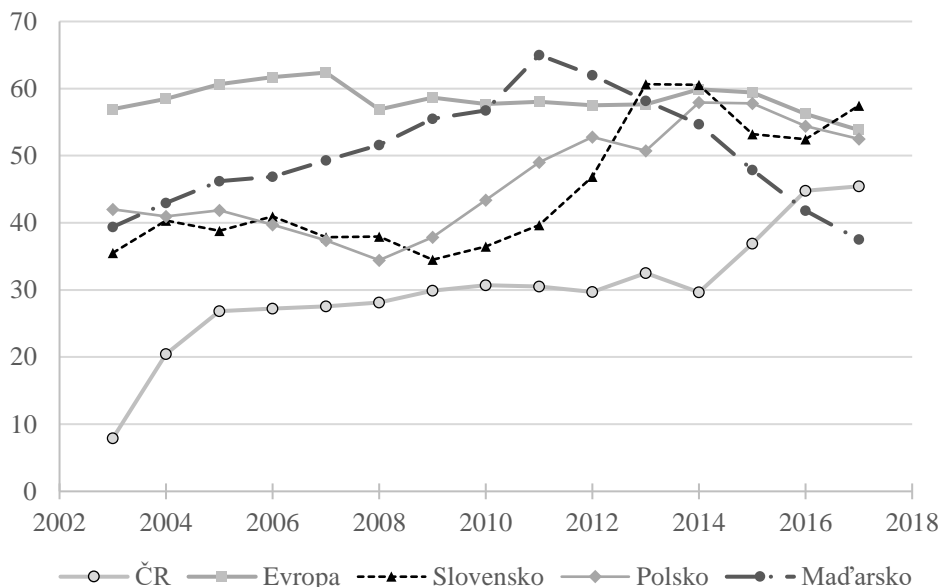


Zdroj: Vlastní zpracování na základě vymezení a dat ECB (2018).

Když se zahrnou do hodnocení údaje z obou sledovaných obrázků (Obr. 3 a 4), u ČR je znatelné, že v obou případech konverguje k hodnotám za EU, které jsou v obou případech bez výrazného trendu. U ČR je patrný velký nárůst v podílu nerezidentů v období od vstupu do EU a dále v období držení kurzového závazku. V případě Slovenska je výrazná konvergence k průměrným hodnotám za EU od roku 2009, kdy se stalo členem EMU a přijalo euro. Pro Maďarsko je zajímavý zlom

v podílu drženém nerezidenty k roku 2011, kdy vrcholila dluhová krize spojená s nadměrným zahraničním zadlužením Maďarska a výrazným oslabením forintu.

Obr. 4 Podíly nerezidentů na držbě státních dluhopisů (v %)



Zdroj: Vlastní zpracování na základě vymezení a dat ECB (2018).

U zemí mimo ČR je vysoký podíl nerezidentů třeba dát do souvislosti s jejich významně vyšším podílem veřejného dluhu na HDP a nedostatečným objemem soukromých úspor v těchto ekonomikách.

5 Závěr

Na základě provedené analýzy lze potvrdit, že mezi zdroje finanční nestability je oprávněné řadit mimo jiná rizika také riziko přílišné koncentrace svrchovaných expozic, které na základě těsných vazeb mezi finančním a státním sektorem může iniciovat materializaci systémového rizika. Čím je těsnost vazeb silnější, resp. čím je riziko přílišné koncentrace projevující se významným zastoupením státních dluhopisů v portfoliích finančního sektoru vyšší, tím je materializace rizika spočívající v následném uvolnění vazeb se všemi důsledky v oblasti likvidity významnější, a to s dopadem do celé ekonomiky státu. V případě České republiky se především díky postoji centrální banky podařilo dostat situaci pod kontrolu. Centrální banka má přitom náročnou pozici ve vztahu k nadnárodně platné regulaci finančních institucí i ke státu hospodařícímu s nevyrovnaným rozpočtem. Musí respektovat platná regulatorní pravidla ukotvená v CRD IV, která vnímají

svrchované expozice jako speciální a v rámci tzv. 1. pilíře jsou z regulace vyjmuty. Regulační pravidla naopak motivují finanční instituce k držbě státních dluhopisů. ČNB se za této limitující situace primárně opírá o příslušné cíle makroobezřetnostní politiky ESRB, které doporučují omezit koncentraci expozic a využívá také prostor v rámci 2. pilíře CRD IV. Výsledky analýzy potvrzují pozitivní dopad postoje centrální banky, která mezi řádky deklaruje, že neexistuje bezrizikové aktivum.

Literatura

BASEL I [Basel Committee on Banking Supervision], 1988. *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*. Basel: Bank for International Settlements.

BASEL II [Basel Committee on Banking Supervision], 2004. *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards a Revised Framework*, Basel: Bank for International Settlements.

BASEL III [Basel Committee on Banking Supervision], 2010. *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*. Basel: Bank for International Settlements.

BASEL III [Basel Committee on Banking Supervision], 2013. *Basel III: Liquidity*. Basel: Bank for International Settlements.

ČNB, 2016. *Interní metodika ČNB určená pro účely přezkumu a vyhodnocování rizika koncentrace svrchovaných expozic* [online]. [vid. 27. 11. 2018]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zatezove_testy/download/InterniMetodik_a_SvrchovaneExpozice.pdf>.

ČNB, 2018. *Zprávy o finanční stabilitě* [online]. [vid. 13. 12. 2018]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/zpravy_fs/>.

ECB, 2018. *Government finance. Gross government debt (consolidated)* [online]. Datový soubor. [vid. 19. 12. 2018]. Dostupné z: <<https://sdw.ecb.europa.eu/browse>>.

EK [Evropská komise], 2013. *Regulatory technical standards supplementing regulation (EU) 575/2013 (CRR) and Directive 2013/36/EU (CRD)*.

ESRB [Evropská rada pro systémová rizika], 2013. *Doporučení Evropské rady pro systémová rizika ze dne 4. dubna 2013 o průběžných cílech a nástrojích makroobezřetnostní politiky*. ESRB/2013/1, 2013/C 170/01.

FRENKEL, M., KARMANN, A., SCHOLTENS, B., 2004. *Sovereign Risk and Financial Crises*. New York: Springer-Verlag.

Blahová, N.: *Nad rizikem svrchovaných expozic*.

MF ČR, 2018. *Statistika vládního sektoru* [online]. [vid. 19. 12. 2018]. Dostupné z: <<https://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/statistika-vladniho-sektoru>>.

SAN-MARTÍN-ALBIZURI, N., RODRÍGUEZ-CASTELLANOS, A., 2014. Country risk index and sovereign ratings: do they foresee financial crises? *The Journal of Risk Model Validation*. Roč. 9, č. 1, s. 33–55. doi: 10.21314/JRMV.2015.133.

On the risk of sovereign exposures

Nad'a Blahová

Abstract:

The article, in general terms, describes the sovereign risk and the risk of excessive concentration of sovereign exposures within the balance sheets of the banks. Based on an analysis focused on the development of this phenomenon within the given period, both in the Czech Republic and in other selected countries, the rate of effectiveness of the Czech central bank's position towards this potential source of financial instability was assessed. Mutual interconnection of the banking sector and the state is perceived as significant and potentially risky. The reasons are related to many interconnections that may adversely affect the stability of one or both sectors, in case of adverse changes, with an overlap into the real economy. The article highlights the main sections of mutual relationships between the state and the banking sector, trying to clarify them. Further, identifies the relevant sources of instability, that are being discussed.

Keywords: Sovereign risk; Sovereign debt; Public finance; Financial sector; Banking sector; Central bank; Concentration risk.

JEL Classification: E58, E44, E60.