

V. Zpráva o řízení státního dluhu

1. Vývoj a stav státního dluhu

1.1. Vývoj státního dluhu v 1. pololetí roku 2005

V 1. pololetí 2005 pokračovalo zvyšování státního dluhu, které jako dlouhodobý trend začalo v roce 1997. Státní dluh (dále často pouze „dluh“) se v průběhu 1. pololetí roku 2005 zvýšil z 592,9 mld. Kč na začátku roku na 643,6 mld. Kč na konci pololetí. Přírůstek dluhu za 1. pololetí roku 2005 je 50,7 mld. Kč. Ve srovnání s koncem roku 2004 se dluh zvýšil o 8,6%. Zvyšování dluhu v 1. pololetí 2005 bylo tlumeno vývojem rozpočtového hospodaření, neboť státní rozpočet ke konci pololetí skončil přebytkem ve výši 3,8 mld. Kč. Přírůstek dluhu tak byl generován vytvářením rezervy z výnosů emisí státních dluhopisů¹, přičemž podstatnou roli zde sehrála 2. emise eurobondů ze dne 18. března 2005 v objemu 1 mld. EUR (v korunovém ekvivalentu 30,1 mld. Kč).

Tržní hodnota státního dluhu se v 1. pololetí 2005 zvýšila z 629,8 mld. Kč na začátku roku na 706,6 mld. Kč na konci pololetí, tedy o 12,2%.

Při zvýšení celkového státního dluhu z 592,9 mld. Kč na 643,6 mld. Kč se vnitřní státní dluh zvýšil o 15,2 mld. Kč a vnější státní dluh se zvýšil o 35,5 mld. Kč.

Podíl objemu státních dluhopisů na státním dluhu se v průběhu 1. pololetí roku 2005 mírně snížil z 96,4% na 95,8%.

Přehled o vývoji státního dluhu v 1. pololetí roku 2005 podává následující tabulka:

v mil. Kč

	Stav k 1.1.2005	výpůjčky (a)	splátky (b)	kurzové rozdíly (c)	změna (a-b+c)	Stav k 30.6.2005
STÁTNÍ DLUH CELKEM	592 900	239 473	188 747	15	50 740	643 640
Vnitřní dluh	522 557	203 863	188 648		15 215	537 771
Státní pokladniční poukázky	125 545	150 103	166 648		-16 545	109 000
Střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy	397 012	53 760	22 000		31 760	428 771
Vnější dluh	70 344	35 610	99	15	35 525	105 869
Eurobondy	48 824	30 058		3	30 062	78 886
Půjčky od EIB	20 655	5 509			5 509	26 164
Směnky pro úhradu účasti v IBRD a EBRD	864	43	99	11	-45	819

¹ Zákon č. 218/2000 Sb. o rozpočtových pravidlech, §35, odst. 3.

Výpůjčky v 1. pololetí roku 2005 spočívaly převážně v emisích státních dluhopisů. Výnosy jak emisí SPP, tak emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů sloužily ke splátkám jistin dlouhodobého státního dluhu i k pokrytí schodků státního rozpočtu. Podrobnější údaje o vývoji státního dluhu České republiky v 1. pololetí roku 2005 jsou uvedeny v tabulce 1.

1.2. Stav státního dluhu

1.2.1. Měnová skladba

V průběhu 1. pololetí roku 2005 došlo k dalšímu snížení podílu české koruny v měnové skladbě státního dluhu (z 91,8% na počátku roku na 87,7 % na konci 1. pololetí), a to v důsledku druhé emise eurobondů, která se uskutečnila v březnu. Podíl české koruny v rámci měnové skladby však nadále zůstává dominantní, současně ale došlo k růstu podílu dluhových instrumentů denominovaných v euru z 8,2% na počátku roku na 12,3% na konci pololetí.

	1. 1. 2005		%	30. 6. 2005		%
	v mld. Kč			v mld. Kč		
CELKEM	592,900		100,00	643,640		100,00
Kč	543 994 176 110,26	543,994	91,75	564 663 226 290,26	564,663	87,73
EUR	1 500 000 000,00	48,824	8,23	2 500 000 000,00	78,886	12,26
USD	3 657 888,00	0,082	0,01	3 657 888,00	0,091	0,01

1.2.2. Skladba podle splatnosti

Z následující tabulky je patrné, že v průběhu 1. pololetí 2005 pokračovalo snižování podílu krátkodobého dluhu (reziduální splatnost do 1 roku), a to o více než 3 procentní body, což je pozitivní skutečnost, která je v souladu s dluhovou strategií. Podíl krátkodobého dluhu podle reziduální splatnosti tak klesl pod úroveň 22%. K poklesu podílu došlo také u kategorií reziduální splatnosti od 3 do 5 let a také od 5 do 7 let. K výraznému nárůstu podílu na celkovém dluhu došlo u kategorie reziduální splatnosti mezi 1 a 3 lety, kam se přesunula objemná 39. emise SDD, a zejména dlouhodobých kategorií mezi 7 a 10 lety a nad 10 let, a to především v důsledku preferencí dlouhodobých emisí dluhových instrumentů (domácí SDD, 2. emise eurobondů) a čerpání dlouhodobých půjček od EIB.

Reziduální splatnost	Stav v mil. Kč k 1.1.2005	%	Stav v mil. Kč k 30.6.2005	%
Do 1 roku	148 360	25,0	139 765	21,7
Nad 1 rok a do 3 let	97 761	16,5	117 856	18,3
Nad 3 roky a do 5 let	72 904	12,3	70 440	10,9
Nad 5 let a do 7 let	72 197	12,2	52 570	8,2
Nad 7 let a do 10 let	111 329	18,8	135 611	21,1
Nad 10 let	90 349	15,2	127 399	19,8
Celkem	592 900	100,0	643 640	100,0

1.2.3. Skladba podle držitele

Následující tabulka uvádí rozložení státního dluhu podle typu věřitele, kteří jsou klasifikováni podle systému národních účtů.

Typ držitele	Stav v mil. Kč k 1.1.2005	%	Stav v mil. Kč k 30.6.2005	%
Domácí nefinanční podniky	5 308	0,90	5 218	0,81
Finanční instituce a korporace ²	333 332	56,22	338 632	52,61
Pojišťovny	123 985	20,91	126 092	19,59
Vládní sektor	7 682	1,30	8 125	1,26
Soukromé neziskové instituce	140	0,02	133	0,02
Domácnosti	544	0,09	830	0,13
Zahraniční subjekty	121 909	20,56	164 610	25,57
Celkem	592 900	100,00	643 640	100,00

V průběhu 1. pololetí roku 2005 pokračoval významný nárůst podílu držby státního dluhu zahraničních subjektů, a to především v důsledku druhé emise eurobondů, kdy veškerý objem této emise skončil v rukou zahraničních investorů. Dále mírně vzrostl podíl domácností a prakticky se nezměnil podíl soukromých neziskových institucí, přičemž procentní zastoupení těchto sektorů na celkovém státním dluhu je nevýznamné. K růstu podílu zahraničních subjektů došlo na úkor poklesu podílu významných domácích sektorů, konkrétně finančních institucí a korporací a pojišťoven.

1.3. Výpůjčky

Státní výpůjčky v průběhu 1. pololetí 2005 činily **239 473 mil. Kč**. Z toho 150 103 mil. Kč bylo vypůjčeno prodejem státních pokladničních poukázek, 53 760 mil. Kč bylo vypůjčeno prodejem střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím trhu, 30 058 mil. Kč bylo vypůjčeno formou 2. emise

² Kromě pojišťovacích společností a penzijních fondů, které jsou zahrnuty v sektoru Pojišťovny.

eurobondů na zahraničním trhu, 5 509 mil. Kč představovalo přijetí nových půjček od Evropské investiční banky a konečně 43 mil. Kč činilo vydání další dolarové směnky pro dílčí úhradu účasti České republiky v Evropské bance pro obnovu a rozvoj (EBRD).

1.3.1. Státní pokladniční poukázky

Bylo realizováno 17 emisí krátkodobých státních dluhopisů, a sice státních pokladničních poukázek (SPP). Splatnosti emisí SPP byly standardní: 13, 26, 39 a 52 týdnů. Ve srovnání s rokem 2004 nedošlo k významnější změně struktury vydávaných SPP.

Celkové výpůjčky prostřednictvím prodeje SPP (vč. obchodů na sekundárním trhu) činily **150 103 mil. Kč**, z toho 105 000 mil. Kč činil objem primárních prodeje SPP a 45 103 mil. Kč objem prodeje SPP z portfolia MF. **Celkový objem splátek** činil **166 648 mil. Kč**. **Celkový objem SPP v oběhu** se tak proti počátku roku 2005 snížil ze **125 545 mil. Kč** na **109 000 mil. Kč**, tedy o **16 545 mil. Kč**.

Objem prodeje SPP na účet operací na finančním trhu (OFT) činil v 1. pololetí roku 2005 celkem 45 103 mil. Kč. Všechny tyto prodeje byly prodeji SPP z portfolia MF. Objem odkupů SPP z účtu OFT (zpět do portfolia MF) činil rovněž 45 103 mil. Kč. Na konci pololetí tak bylo saldo SPP na účtu OFT stejné jako na jeho počátku a činilo -6 514 mil. Kč.

Objem prodeje SPP na umořovací účet činil 105 000 mil. Kč, přičemž se jednalo výhradně o primární prodeje. Objem odkupů SPP z umořovacího účtu dosáhl výše 121 545 mil. Kč.

Pro zajištění rozpočtové likvidity byly prováděny krátkodobé operace s SPP. V souvislosti se zavedením Souhrnného účtu státní pokladny v roce 2001 mělo MF v průběhu pololetí k dispozici finanční prostředky na účtech v ČNB (netermínované vklady státních finančních aktiv a nerozdělené prostředky na účtech finančních úřadů) k financování deficitu státního rozpočtu. Volné zdroje v rámci přebytku Souhrnného účtu státní pokladny byly investovány na peněžním trhu.

Přehled všech emisí SPP v 1. pololetí roku 2005 je uveden v tabulce 3.

1.3.2. Emise střednědobých a dlouhodobých dluhopisů na domácím trhu

Česká republika zastoupená Ministerstvem financí vydávala střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy na domácím kapitálovém trhu. Bylo realizováno 8 tranší, celkem byly emitovány kapitálové dluhopisy v objemu **53 760 mil. Kč**. Celkový objem splátek jistiny střednědobých státních dluhopisů činil **22 000 mil. Kč**. **Celkový objem** střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v oběhu se **zvýšil** z **397 012 mil. Kč** na počátku roku 2005 o 31 760 mil. Kč na **428 771 mil. Kč** na konci 1. pololetí roku 2005.

Všechny tranše byly prodány v amerických výnosových aukcích:

Číslo emise a tranše	Datum tranše (emise)	Datum splatnosti	Nominální objem tranše (mil. Kč)	Částka získaná primární aukcí (mil. Kč)	Roční kupón (%)	Výnos do splatnosti (% pa)
40, 9. tranše	24. 1. 2005	16. 6. 2013	4 896,79	4 856,34	3,70	3,815
43, 4. tranše	7. 2. 2005	2. 8. 2007	4 982,74	5 142,27	3,95	2,599
41, 8. tranše	21. 2. 2005	18. 8. 2018	2 982,81	3 203,60	4,60	3,883
42, 7. tranše	21. 3. 2005	22. 3. 2009	3 400,00	3 523,06	3,80	2,831
44, 1. tranše	11. 4. 2005	11. 4. 2015	12 168,23	12 072,87	3,80	3,896
42, 8. tranše	16. 5. 2005	22. 3. 2009	9 668,25	10 121,89	3,80	2,505
44, 2. tranše	13. 6. 2005	11. 4. 2015	7 707,20	8 011,71	3,80	3,321
42, 9. tranše	20. 6. 2005	22. 3. 2009	7 953,50	8 357,28	3,80	2,368

V 1. pololetí roku 2005 pokračovalo MF ve vydávání kapitálových dluhopisů podle emisního plánu v souladu s emisní politikou nastoupenou od začátku roku 2000. Dne 11. 4. 2005 byla vydána 1. tranše 44. emise 10letých státních dluhopisů v objemu 12 168 mil. Kč. Dále se uskutečnilo znovuotevření 40. emise 10letých státních dluhopisů v objemu 4 897 mil. Kč, znovuotevření 41. emise 15letých státních dluhopisů v objemu 2 983 mil. Kč, tři znovuotevření 42. emise 5letých státních dluhopisů v celkovém objemu 21 022 mil. Kč, znovuotevření 43. emise 3letých státních dluhopisů v celkovém objemu 4 983 mil. Kč a znovuotevření 44. emise 10letých státních dluhopisů v objemu 7 707 mil. Kč.

V oběhu ke konci pololetí zůstávají emise s dobami splatnosti 3, 5, 7, 10 a 15 let.

Z 8 aukcí domácích střednědobých a dlouhodobých dluhopisů, které se uskutečnily v průběhu 1. pololetí 2005, byly v 6 případech výsledkem prémie, zatímco ve zbývajících 2 případech diskont. Tento vývoj je důsledkem poklesu úrokových sazeb na kapitálovém trhu ve srovnání s minulým rokem, kdy u všech emisí zahájených v předchozích letech s výjimkou 40. emise jsou výnosy do splatnosti

v 1. pololetí roku 2005 vyšší než příslušné kupónové sazby. Nejvyšším diskontem ve výši 95 mil. Kč skončila dubnová aukce 1. tranše 44. emise, diskont byl dále zaznamenán v lednové aukci 9. tranše 40. emise.

Prémie emisí kapitálových dluhopisů

Prémie emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů vydaných na domácím trhu dosáhly v 1. pololetí 2005 výše 1 665 mil. Kč, což je výrazný nárůst proti 1. pololetí 2004, kdy činily 81 mil. Kč. Nejvyšší prémie bylo dosaženo v květnové aukci 8. tranše 42. emise, a to 454 mil. Kč. U této tranše byl také vzhledem k velkému zájmu investorů a výhodným podmínkám na trhu prodán vyšší objem dluhopisů než původně nabízený. Prémie bylo dále dosaženo v únorové aukci 4. tranše 43. emise, v únorové aukci 8. tranše 41. emise, v březnové aukci 7. tranše 42. emise, v červnové aukci 2. tranše 44. emise a v červnové aukci 9. tranše 42. emise.

Prémie emisí státních dluhopisů jsou příjmem státního rozpočtu, a sice kapitoly Všeobecná pokladní správa.

1.3.3. Emise střednědobých a dlouhodobých dluhopisů na zahraničních trzích

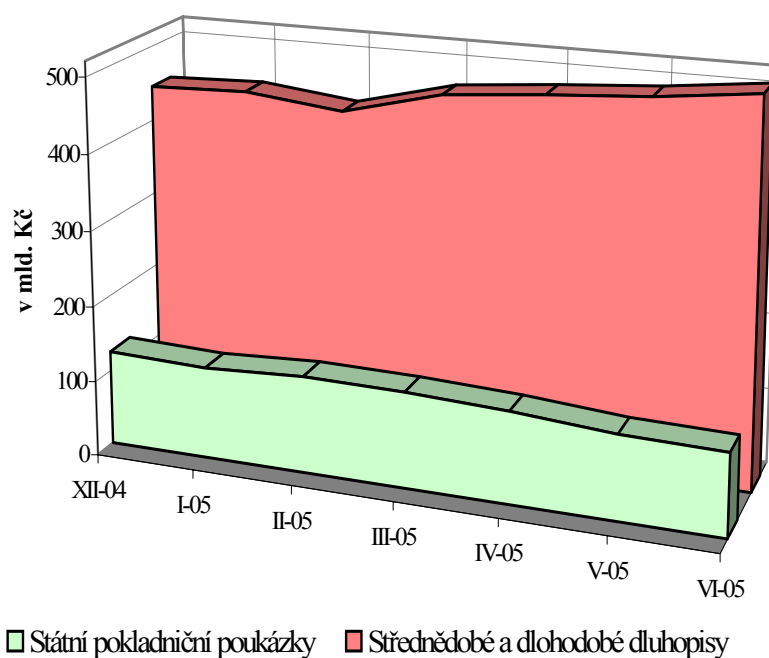
Dne 18. března 2005 vydalo MF 2. emisi eurobondů v objemu 1 mld. EUR s kupónovou sazbou 4,125%, s dobou splatnosti 15 let a s výnosem činícím 4,225%. Úrokové rozpětí bylo stanoveno 10 bazických bodů nad úroveň příslušné mid-swapové sazby. Čistý výnos emise činil 987,95 mil. EUR a byl v plné míře zajištěn úrokovými swapy v korunové výši 29,7 mld. Kč.

1.3.4. Státní dluhopisy celkem

Objem státních dluhopisů v oběhu stoupl během 1. pololetí roku 2005 o 45 276 mil. Kč (v nominálním vyjádření) z 571 381 mil. Kč na 616 658 mil. Kč. Znamená to, že **objem státních dluhopisů v oběhu vzrostl ke konci 1. pololetí 2005 na 107,9% jejich stavu na začátku roku.**

Podíl SPP na celkovém státním dluhu se snížil z 21,2% na počátku roku 2005 na 16,9% na konci 1. pololetí, zatímco podíl střednědobých a dlouhodobých dluhopisů (včetně eurobondů) se zvýšil z 75,2% k 1. 1. 2005 na 78,9% k 30. 6. 2005. Tento vývoj struktury státních dluhopisů znázorňuje následující graf:

Objem státních dluhopisů v oběhu



1.3.5. Půjčky od Evropské investiční banky

Kromě výpůjček emisemi státních dluhopisů se v 1. pololetí 2005 uskutečnilo čerpání půjček od Evropské investiční banky (EIB) v celkové výši 5 509 mil. Kč: 25. dubna 2005 druhá tranše půjčky na výstavbu dálnice D8 ve výši 2 000 mil. Kč, 25. dubna 2005 sedmá tranše půjčky na obchvat Plzně ve výši 239 mil. Kč, 25. dubna 2005 čtvrtá tranše půjčky na prevenci povodní ve výši 300 mil. Kč, 2. května 2005 sedmá tranše půjčky na odstraňování povodňových škod ve výši 1 056 mil. Kč a 15. června 2005 první tranše půjčky na výstavbu dálnice B ve výši 1 913 mil. Kč.

Celkem se objem půjček od EIB v průběhu 1. pololetí 2005 zvýšil z 20 655 mil. Kč na 26 164 mil. Kč.

1.4. Vývoj úrokových sazeb

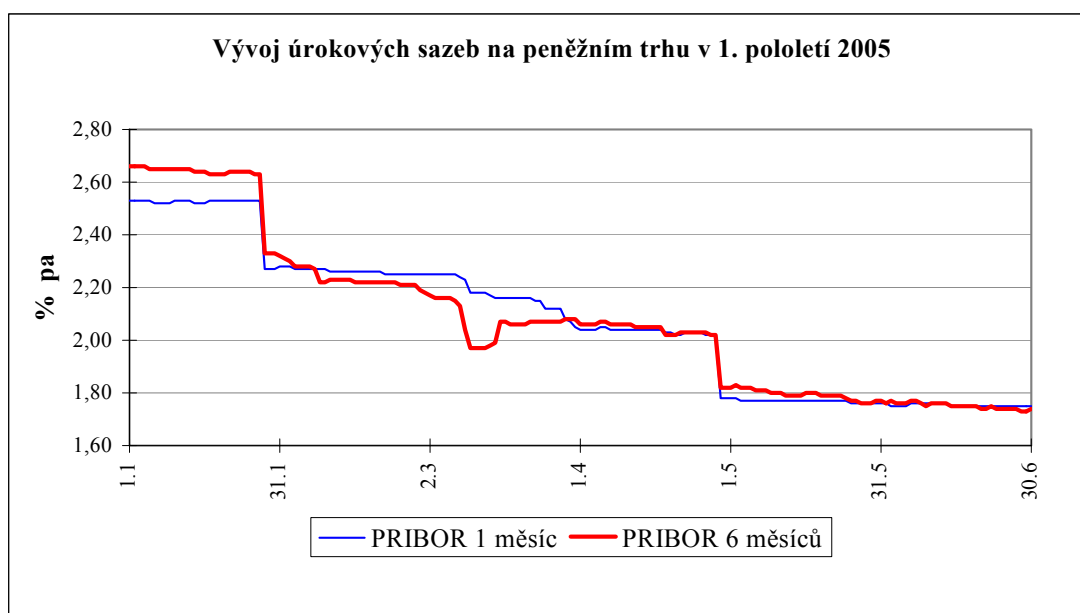
Výnosy jak státních pokladničních poukázek, tak i střednědobých a dlouhodobých dluhopisů vykazovaly v 1. pololetí 2005 v zásadě výrazně klesající trend.

Vývoj výnosů nových emisí státních dluhopisů v daném pololetí zásadním způsobem ovlivňuje i úrokové náklady na emise státních dluhopisů v tomto pololetí.

Výnosy 13týdenních emisí SPP činily na počátku roku 2,45% pa, v polovině března poklesly na 1,92% pa a na počátku června dosáhly 1,67% pa. Podobný vývoj zaznamenaly i úrokové sazby 52týdenních emisí SPP, které klesaly z úrovně 2,70% pa v druhé polovině ledna přes 1,99% pa v polovině dubna na úroveň 1,68% pa na počátku června. Z těchto skutečností vyplývá, že pokles výnosů na delším konci výnosové křivky je výraznější.

Vývoj výnosů emisí SPP byl do značné míry ovlivněn změnou nastavení měnově politických nástrojů ČNB. V průběhu 1. pololetí 2005 došlo třikrát ke skokovému snížení základních úrokových sazeb, a to na konci ledna, na počátku dubna a na konci dubna, a to vždy o čtvrtinu procentního bodu. Tato snížení pak přispěla i k podstatnému poklesu úrokových sazeb na peněžním trhu.

Zatímco na počátku roku měla výnosová křivka na peněžním trhu pozitivní sklon, uprostřed období se více prosazoval inverzní charakter a ke konci období byla tato křivka víceméně plochá.



Pokles výnosů střednědobých a dlouhodobých dluhopisů lze demonstrovat na příkladu 5tileté 42. emise státních střednědobých dluhopisů. Zatímco na konci října roku 2004 činil výnos 6. tranše této emise 4,01% pa, tak ve druhé polovině března se projevil výrazný pokles příslušného výnosu 7. tranše, a to na 2,83% pa. Pokles pokračoval i v dalším období, kdy výnos 8. tranše emitované v polovině května byl 2,51% pa a výnos 9. tranše z druhé poloviny června dosáhl 2,37% pa. Celkově tak v období od října 2004 do června 2005 u 42. emise SDD došlo k poklesu celkem o 164 bazických bodů. Obdobný trend byl zaznamenán i u dalších emisí SDD.

1.5. Splátky jistiny

Celkový úmor (splátky jistiny) státního dluhu v 1. pololetí 2005 činil **188 693 mil. Kč**. Převážnou část úmoru činily splátky emisí SPP v celkové výši 166 648 mil. Kč. Úmor střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů činil 22 000 mil. Kč.

V rámci úmoru střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů byla dne 18. února 2005 uhrazena částkou 22 000 mil. Kč při své splatnosti celá jistina 31. emise 5letých státních dluhopisů z roku 2000.

Úmor zahraničního dluhu činil 45 mil. Kč. Tento úmor představovaly dílčí splátky směnek pro úhradu účasti u EBRD, které byly financovány ze státního rozpočtu (kapitola VPS).

Částka 188 693 mil. Kč na úmor tak byla financována ze dvou zdrojů:

- i) 188 648 mil. Kč z výnosů emisí státních dluhopisů;
- ii) 45 mil. Kč ze státního rozpočtu.

Celkový čistý úmor činil 22 045 mil. Kč.³

³ Tento celkový čistý úmor nezahrnuje splátky jistiny státních pokladničních poukázek, jejichž emise jsou stále obnovovány.

2. Výdaje kapitoly státní dluh

Podle zákona č. 218/2000 Sb. o rozpočtových pravidlech a o změně některých souvisejících zákonů (rozpočtová pravidla), § 10, odstavec 4, tvoří od roku 2001 příjmy a výdaje státního rozpočtu spojené s obsluhou a s umořováním státního dluhu kapitolu Státní dluh. Příjmy kapitoly Státní dluh (dále kapitola) byly rozpočtovány v nulové výši, přičemž skutečné příjmy kapitoly byly rovněž nulové.

Přehled rozpočtových výdajů kapitoly Státní dluh v 1. pololetí roku 2005 podává následující tabulka.⁴

v mil. Kč

U k a z a t e l	Skutečnost 1. pololetí 2004	Rozpočet 2005		Skutečnost 1. pololetí 2005	% Plnění	Index 2005/2004 (%)
		Schválený	vč. všech změn			
1	2	3	4	5	5:4	5:2
Výdaje kapitoly celkem	14 172	33 680	33 680	14 806	44,0	104,5
1. Úrokové výdaje celkem	14 138	33 380	33 380	14 776	44,3	104,5
Na vnitřní dluh	14 015	30 260	30 260	13 224	43,7	94,4
<i>Z toho:</i>						
na státní pokladniční poukázky	2 108	5 198	5 198	1 432	27,6	67,9
na středně- a dlouhodobé dluhopisy	11 907	25 061	25 061	11 792	47,1	99,0
Na vnější dluh	123	3 120	3 120	1 552	49,7	1 258,0
<i>Z toho:</i>						
na eurobondy	-	2 320	2 320	1 319	56,8	-
na půjčky od EIB	123	800	800	233	29,2	189,0
2. Poplatky	34	300	300	30	10,1	76,0

Tyto výsledky kapitoly v 1. pololetí 2005 znamenají, že zvýšení státního dluhu o 8,6% z 592,9 mld. Kč (konec roku 2004) na 643,7 mld. Kč na konci 1. pololetí 2005 bylo spojeno s růstem jak celkových tak úrokových výdajů v 1. pololetí 2005 oproti stejnému pololetí 2004. Výdaje kapitoly za 1. pololetí 2005 vzrostly meziročně ve srovnání s 1. pololetím 2004 o 4,5%, což činilo 634 mil. Kč. Výdaje kapitoly jsou ve srovnání se schváleným rozpočtem, který se shoduje s rozpočtem po změnách, o 6 procentních bodů pod alikvotou pro 1. pololetí roku 2005.

Celkové výdaje kapitoly v 1. pololetí 2005 dosáhly výše **14 806 mil. Kč**, což představuje 44% výdajů rozpočtovaných pro rok 2005. Úrokové výdaje činily 14 776 mil. Kč, poplatky 30 mil. Kč.

⁴ Detailní údaje o výdajích kapitoly jsou uvedeny v tabulce 2.

V úrokových výdajích stále dominují úrokové výdaje na vnitřní dluh (13 224 mil. Kč). Avšak v souvislosti se snižováním podílu vnitřního dluhu na státním dluhu se v porovnání s 1. pololetím 2004 snížil také podíl úrokových výdajů na vnitřní dluh o téměř 10 procentních bodů z 99,1% na 89,5%.

Úrokové výdaje na vnitřní (domácí) dluh jsou složeny z úrokových výdajů na státní pokladniční poukázky a z úrokových výdajů na střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy. Úrokové výdaje na státní pokladniční poukázky dosáhly v 1. pololetí 2005 výše 1 432 mil. Kč oproti 2 108 mil. Kč ve stejném pololetí roku 2004. Součástí úrokových výdajů na státní pokladniční poukázky jsou také výdaje z titulu příslušných úrokových swapů.⁵ V 1. pololetí 2005 činily tyto výdaje 293 mil. Kč oproti 266 mil. Kč ve stejném pololetí roku 2004. Úrokové výdaje na střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy dosáhly v 1. pololetí 2005 výše 11 792 mil. Kč oproti 11 907 mil. Kč ve stejném pololetí roku 2004.

Úrokové výdaje na vnější (zahraniční) dluh ve výši 1 552 mil. Kč oproti 123 mil. Kč v 1. pololetí 2004 tvořily úroky půjček od Evropské investiční banky ve výši 233 mil. Kč a úroky první emise eurobondů České republiky ve výši 1 319 mil. Kč. Tato částka zahrnuje také dopad úrokových swapů pro zajištění této emise proti devizovému riziku, který v 1. pololetí 2005 znamenal snížení úrokových výdajů první emise eurobondů o 749 mil. Kč.

Na úrokové výdaje působily dva zásadní a protisměrné faktory: za prvé, dlouhodobý růst státního dluhu, a za druhé, pokles úrokových sazeb v 1. pololetí 2005 na historická minima.

Na peněžním trhu byla úroková sazba 6měsíční emise SPP 2,10% pa v únoru. Poté sazby na peněžním trhu klesaly, přičemž v květnu dosáhla tato sazba 1,67% pa. Vývoj úrokových sazeb na kapitálovém trhu byl obdobný jako na peněžním trhu, což znamenalo pokles úrokových sazeb. V důsledku celkově nižších úrokových sazeb na kapitálovém trhu v porovnání s minulostí byly střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy prodávány obvykle s prémii. Tyto premie dosáhly výše 1 665 mil. Kč, zatímco diskonty z prodeje střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů činily - 136 mil. Kč.

Úrokové výdaje z titulu půjček od Evropské investiční banky (EIB) se v porovnání s předchozím obdobím téměř zdvojnásobily zejména v důsledku výrazného navyšování těchto půjček.

⁵ Důvodem pro zahrnutí výdajů z titulu úrokových swapů do úrokových výdajů na státní pokladniční poukázky je skutečnost, že provedené swapové operace zajišťují úrokové riziko části objemu státních pokladničních poukázek.

V 1. pololetí 2005 činily poplatky spojené s obsluhou státního dluhu 30 mil. Kč, což je 10,1% rozpočtované částky. Ve srovnání s 1. pololetím 2004 dosáhly poplatky výše 76%. Podrobnější údaje o výdajích státního dluhu České republiky v 1. pololetí roku 2005 jsou uvedeny v tabulce2.

Skutečnost dosažená v rámci ukazatele „**financování - vydané státní dluhopisy**“ v kapitole Státní dluh činila **45 273 008 tis. Kč**, což znamená 62% rozpočtovaného objemu.

3. Dluhová strategie a řízení rizik

Ministerstvo financí pokračovalo během 1. pololetí ve sledování strategických cílů v oblasti dluhového portfolia v souladu se zveřejněnou Strategií financování a řízení státního dluhu pro rok 2005. V tomto dokumentu se Ministerstvo financí mimo jiné zavázalo k realizaci kroků vedoucích k modernějšímu a efektivnějšímu řízení státního dluhu. V první řadě se jednalo o zahájení monitorování integrovaného portfolia státního dluhu a poskytnutých rizikových státních záruk. Integrované řízení se v prvních šesti měsících své implementace jednoznačně osvědčuje a mělo by postupem času vést k dalšímu rozšiřování směrem k propojení struktury celkových vládních závazků také s portfoliem vládních finančních aktiv. Organizační předpoklady tomuto zefektivnění řízení vládní finanční bilance budou k tomuto dalšímu rozvoji vytvořeny také po implementaci závěrů auditu v podobě integrace řízení státního dluhu a finančního majetku státu do jedné odboru.

Ministerstvo financí se také v prosincové Strategii zavázalo dokončit první verzi nového **ukazatele řízení tržních rizik, tzv. CaR (Cost-at-Risk)** založeného na postupném zpřesňování úrokových modelů a na vývoji simulačního rámce portfoliových strategií pro řízení státního dluhu. Předběžné výstupy těchto intenzivních prací byly zveřejněny 8. července 2005 na internetových stránkách ministerstva ve **Čtvrtletní informaci o řízení dluhového portfolia** s tím, že na dalším vývoji a detailnějším rozpracování budeme pokračovat ve 2. pololetí roku 2005 a s mezivýstupy budeme postupně veřejnost a účastníky finančního trhu seznamovat.

Přehled plnění strategických cílů pro rok 2005

Vývoj v oblasti průběžného hodnocení směřování struktury dluhového portfolia k vyhlášeným cílům a v plnění ročního programu financování ke konci prvního čtvrtletí 2005 shrnuje následující přehled.

UKAZATEL	Vyhlášený cíl pro rok 2005	Stav k 30. 6. 2005	
Zahraniční financování	Max. 40% hrubých ročních požadavků vlády na financování	22%	
	28,6 až 54,6 mld Kč	30,1 mld Kč	
Hrubá emise SDD	94,0 až 120,0 mld Kč	+ 53,8 mld Kč	
Čistá emise SPP	-24,0 až - 50,0 mld Kč	- 16,5 mld Kč	
Půjčky od EIB	11,78 mld Kč	+ 5,5 mld Kč	
Krátkodobý dluh	24% a méně	Státní dluh	21,72 %
		vč. Státních záruk	24,13 %
Průměrná doba do splatnosti	5,5 až 6,5 let	Státní dluh	5,81 let
		vč. Státních záruk	5,56 let
Modifikovaná durace	3,8 ± 0,4 let	Státní dluh	4,27 let
		vč. Státních záruk	4,04 let

Poznámky: SDD – domácí středně a dlouhodobé státní dluhopisy; SPP – státní pokladniční poukázky.

Zdroj: MF ČR, Bloomberg.

V oblasti **zahraničního financování** došlo v průběhu druhého čtvrtletí k čerpání vládních půjček od Evropské investiční banky v celkovém objemu 5,5 mld Kč, což činí cca 46,4 % plánovaného ročního objemu. Co se týče působení na zahraničním dluhopisovém trhu, ministr financí prozatím nerozhodl o dalších operacích navazujících na úspěšnou březnovou emisi eurobondu v objemu 1 mld. EUR.

V oblasti **domácí emisní činnosti** došlo ve druhém čtvrtletí k čisté emisi SDD v hodnotě 37,5 mld Kč. Celková hodnota hrubé emise SDD za první pololetí 2005 tak dosáhla 53,8 mld Kč, tj. cca **44,8% maximální vyhlášené cílové hodnoty**. Objem SPP v oběhu poklesl oproti prvnímu čtvrtletí o 16,5 mld. Kč, což je v souladu s naplňováním vyhlášeného redukčního programu pro krátkodobý státní dluh.

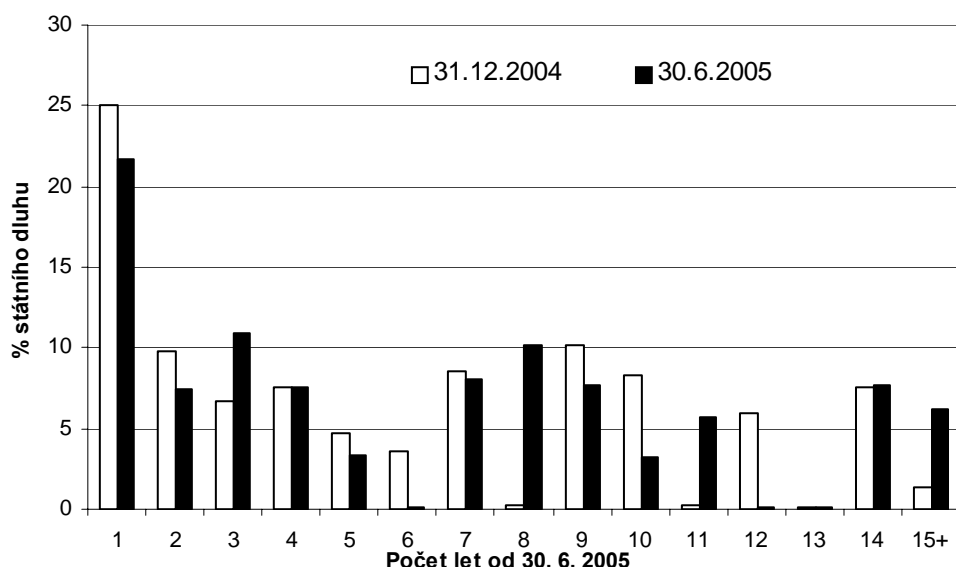
Refinanční riziko

Refinanční riziko je hlavním rizikem, jehož minimalizace a stabilizace směrem k akceptovatelným úrovním běžným v zemích eurozóny hraje klíčovou roli při řízení státního dluhu a koncipování jeho strategie ve střednědobém horizontu.

Hlavním kritériem, které ministerstvo používá pro měření tohoto rizika je **krátkodobý státní dluh**. Ten se dařilo meziročně snižovat z úrovně 69% v roce 2000 na úroveň 25% ne konci roku 2004. Během prvního čtvrtletí 2005 došlo k mírnému růstu krátkodobého dluhu na 25,45%. Do konce druhého pololetí 2005 poklesl krátkodobý státní dluh na úroveň **21,7%**, čímž byl ke konci prvního pololetí **dosážen vyhlášený cíl 24% a méně**. Ve druhém pololetí 2005 tak bude MF usilovat o udržení tohoto parametru pod cílovou úrovní. Po zohlednění rizikových státních záruk je nicméně tento parametr na úrovni 24,1%, což je dáno zejména plánovaným přesunem předsplacení záruky za ČNB ve zbývajících výši 22 mld Kč z roku 2007 do druhé poloviny roku 2005, resp. první poloviny roku 2006. O tomto předsplacení rozhodla ke konci června 2005 vláda a z pohledu řízení vládních závazků má samozřejmě významné dopady do strategie financování ve zbytku roku 2005. Konečný způsob úhrady a její časování závisí nyní zejména na schválení speciálního zákonného povolení Parlamentem, které teprve umožní profinancování tohoto vládního závazku z roku 1997 mimo státní rozpočet podobně jako je tomu nyní u financování ztráty ČKA. Alternativně může být tato záruka profinancována v rámci běžného deficitu státního rozpočtu za rok 2005.

Novým strategickým cílem počínaje rokem 2005 v oblasti řízení refinančního rizika je také **průměrná splatnost státního dluhu**. Ta dále vzrostla na úroveň 5,8 roku, čímž se přiblížila ke středové hodnotě vyhlášeného cílového koridoru 5,5-6,5 let pro konec roku 2005.

Klíčovým ukazatelem refinančního rizika je **stabilizace profilu splácení státního dluhu**. Příznivý vývoj tohoto profilu za první pololetí roku 2005 zachycuje graf.



Úrokové riziko

Struktura státního dluhu z hlediska úročení dluhových instrumentů zůstala v celém prvním pololetí stabilizována pod úrovní 30%, tj. na úrovních poprvé dosažených ve třetím čtvrtletí roku 2004.

Státní dluh z hlediska úročení (stav na konci období)

	Podíl (%)				
	2001	2002	2003	2004	II.2005
Bezúročný dluh	0,4	0,4	0,3	0,1	0,1
Fixně úročený dlouhodobý dluh	44,8	57,1	64,7	75,2	78,9
z toho: splatný do 1 roku	4,6	7,2	7,9	3,7	4,7
Státní pokladniční poukázky	54,1	41,4	32,6	21,2	16,9
Variabilně úročený dlouhodobý dluh	0,7	1,1	2,4	3,5	4,1
Dluh s úrokovou refixací do 1 roku	59,7	50,5	43,2	28,5	28,8
Po zahrnutí efektu úrokových swapů	59,7	47,4	36,8	27,0	27,3

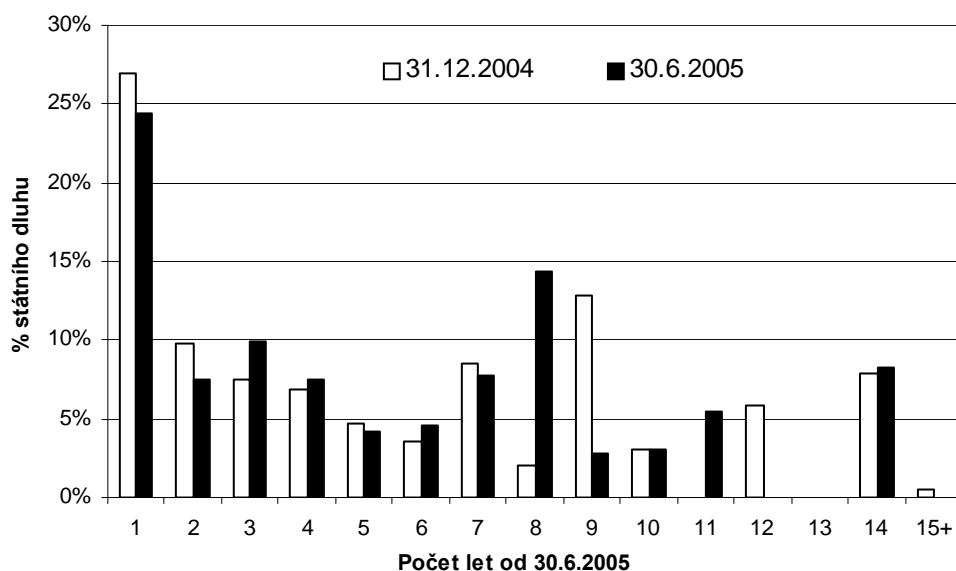
Modifikovaná durace státního dluhu dosáhla hodnoty 4,27 roku, čímž došlo k překročení horní hranice vyhlášeného cílového pásma pro rok 2005. Mezi hlavní příčinu tohoto růstu, která je výsledkem rozhodnutí MF, patří zejména přebytkové hospodaření státního rozpočtu ve výši 3,8 mld Kč ke konci prvního pololetí, které umožnilo razantnější než původně naplánovaný pokles objemu SPP v oběhu v daném

období. Autonomní příčinou mimo kontrolu MF je potom neočekávaný trendový pokles úrokových sazeb, který oproti konci prvního čtvrtletí činil cca 50 bazických bodů podél celé výnosové křivky. Takovýto pokles sazeb nebyl při stanovování duračního pásma ke konci roku 2004 indikován žádnými simulačními modely, které mělo MF k dispozici.

Právě na tento neočekávaný pokles sazeb se MF rozhodlo při řízení tržních rizik bezprostředně nereagovat a ponechalo duraci státního dluhu překročit horní hranici vyhlášeného pásma. Při tomto rozhodnutí hrál důležitou roli také nově zavedený integrovaný pohled na portfolio státního dluhu a rizikových státních záruk. Vzhledem k relativně vyšší úrokové expozici portfolio rizikových záruk vykazuje integrované portfolio modifikovanou duraci na úrovni cca 4 roky, což je významným argumentem pro podporu dosavadního rozhodnutí MF v oblasti řízení úrokové expozice vládních závazků, které bude ve druhé polovině roku předmětem důsledných tržních analýz.

Obchodovatelný státní dluh měl duraci včetně úrokových swapů 4,4 roku. Durace obchodovatelného státního dluhu k témuž datu bez úrokových swapů by byla o 0,5 roku nižší.

Při řízení úrokové citlivosti nákladů dluhové služby je vedle agregátního ukazatele modifikované durace nutné monitorovat také časový profil rozložení refinování kupónů instrumentů nominálního dluhového portfolio.



Integrované portfolio státního dluhu a rizikových státních záruk k 30. 6. 2005

Z pohledu řízení finančních rizik výdajové strany státního rozpočtu není relevantní pouze struktura státního dluhu, ale také struktura portfolio poskytnutých rizikových státních záruk, u nichž státní rozpočet hradí splátky jistiny, úrokové platby a kurzové rozdíly. Tyto rizikové záruky byly již reklasifikovány dle metodiky ESA95 do dluhu a deficitu vládního sektoru v rámci národních účtů, nicméně nejsou součástí vykazovaného státního dluhu. Řízení státního dluhu proto zahájilo na základě datové základny, pravidelně poskytované odborem státního rozpočtu ministerstva a Českomoravskou záruční a rozvojovou bankou, automatizaci pravidelného monitorování také tohoto portfolio ve vazbě na strategické cíle dluhové politiky státu a řízení rizik ministerstva.

Parametry integrovaného portfolio státního dluhu a rizikových státních záruk

	Nominální objem (mld Kč)	Tržní hodnota (mld Kč)	Podíl cizoměno- vých závazků (%)	Podíl variabilně úročených závazků (%)	Závazky splatné do 1 roku (%)	Úrokový refixing do 1 roku (%)	Průměrná splatnost (roky)	Modifiko- vaná durace (roky)
Státní dluh	643,6	706,6	0,1	4,1	21,7	24,5	5,8	4,3
Analyzované státní záruky	97,7	98,4	27,8	24,0	40,1	51,5	3,9	2,4
Celkem portfolio	741,4	805,0	3,7	6,7	24,1	28,1	5,6	4,0

Poznámka: Uvedené parametry jsou včetně vlivu měnových a úrokových derivátů MF a ČMZRB.

Zdroj: MF ČR, Českomoravská záruční a rozvojová banka, Bloomberg.

Na sledované parametry portfolio státních záruk měl oproti konci roku 2004 vliv zejména vládou odsouhlasené předsplacení záruky za ČNB již v roce 2005, resp. 2006 oproti původní splatnosti v roce 2007. Došlo tak k růstu krátkodobých refinančních potřeb a k poklesu průměrné splatnosti a durace. I po těchto změnách nedošlo k výraznějšímu negativnímu dopadu na sledované strategické cíle. Naopak se projevil výrazný korekční dopad v případě durace, který umožnil výše diskutované překročení horní hranice duračního pásma u portfolio vykazovaného státního dluhu. Bez integrovaného přístupu k řízení, vyhlášeného předem v prosinci 2004, by bylo toto rozhodnutí mnohem diskutabilnější a obtížněji komunikovatelné s finančním trhem.

4. Řízení likvidity státní pokladny

V rámci řízení likvidity Souhrnného účtu státní pokladny byly v 1. pololetí roku 2005 provedeny krátkodobé investice do poukázek ČNB v objemu 814 677 mil. Kč, splátky přitom dosáhly do konce 1. pololetí 740 918 mil. Kč. K 30. 6. 2005 tak byly na majetkovém účtu MF evidovány poukázky ČNB v nominální hodnotě 73 759 mil. Kč. Celkový výnos těchto investic činil 213,98 mil. Kč. Současně byly v 1. pololetí roku 2005 provedeny krátkodobé výpůjčky prostřednictvím prodejů SPP v objemu 45 103 mil. Kč a odkupy SPP dosáhly objemu rovněž 45 103 mil. Kč. Úrokové náklady na SPP pro řízení likvidity činily 8,4 mil. Kč.

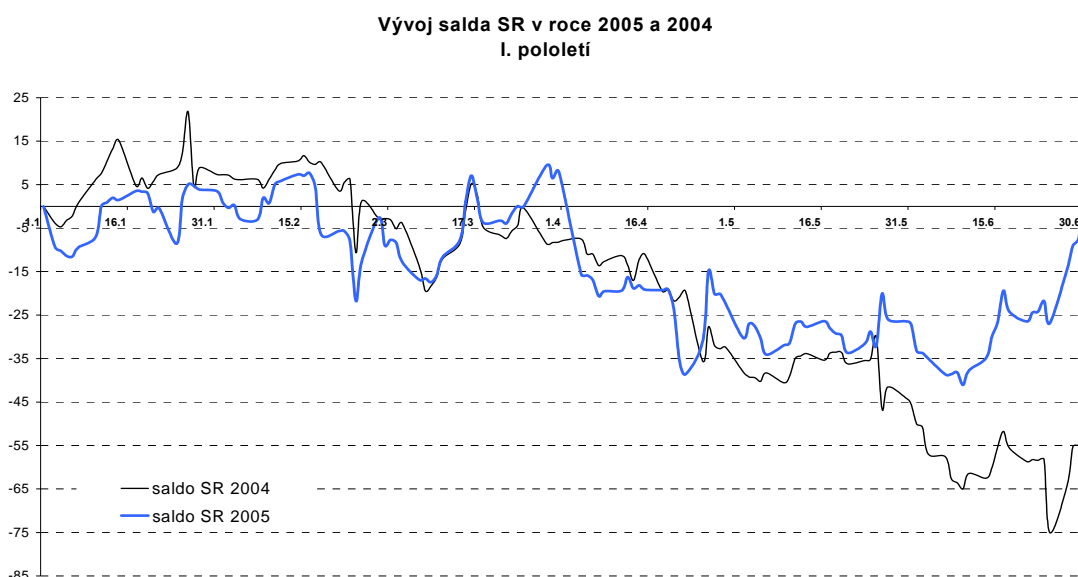
Následující tabulka porovnává výnosy a náklady dosažené při řízení likvidity v 1. pololetí roku 2005 se stejným pololetím předchozího roku:

	1. pololetí 2004	1. pololetí 2005	2005/2004 (%)
Výnosy z operací při řízení likvidity s P ČNB	332,31	213,98	64,39
Úrokové náklady na SPP pro řízení likvidity	0,00	- 8,40	-
Celkem	332,31	205,58	61,86

mil. Kč

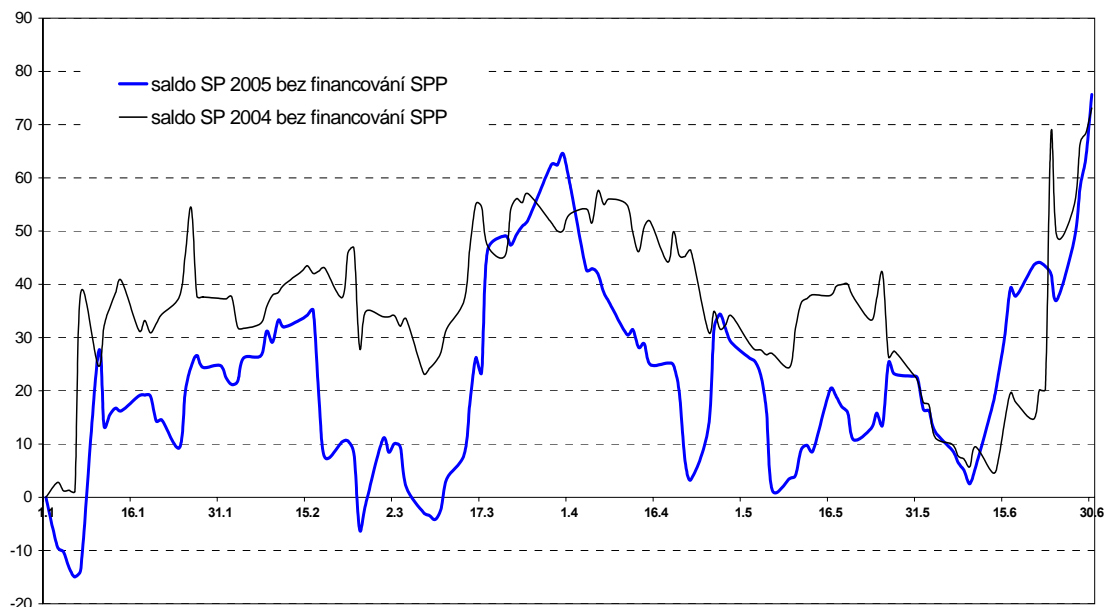
Z tabulky je zřejmé, že zatímco v 1. pololetí roku 2005 saldo výnosů a nákladů dosáhlo výše 205,6 mil. Kč, ve stejném období roku 2004 činilo toto saldo 332,3 mil. Kč. Operacemi na krytí schodku státní pokladny včetně operací s přebytkem finančních zdrojů bylo dosaženo v 1. pololetí letošního roku o 126,7 mil. Kč nižšího výnosu než v 1. pololetí minulého roku.

Vývoj salda státního rozpočtu za 1. pololetí roku 2005 a 2004 znázorňuje následující graf:



Vývoj salda státní pokladny v 1. pololetí roku 2005 a 2004 znázorňuje následující graf:

Vývoj salda SP v roce 2005 a 2004 bez financování SPP
I. pololetí



Nižší výnos z investování prostředků souhrnného účtu státní pokladny v 1. pololetí roku 2005 ve srovnání se stejným obdobím předchozího roku, a to i přes skutečnost, že saldo státního rozpočtu se vyvíjelo velmi příznivě, byl způsoben nižšími úrokovými sazbami než před rokem a především emisní plány státních pokladničních poukázek a kapitálových státních dluhopisů byly vyrovnanější a pružněji reagovaly na potřeby státní pokladny. Přestože investice do poukázek ČNB byly v 1. pololetí letošního roku nižší ve srovnání se stejným obdobím předchozího roku, byl jimi neutralizován dopad nadměrného stavu státních pokladničních poukázek na zůstatky Souhrnného účtu státní pokladny.

Tabulka 1

Vývoj státního dluhu České republiky v 1. pololetí roku 2005

v mil. Kč

	Stav k 1. 1. 2005	Výpůjčky (a)	Splátky (b)	Kurzové rozdíly (c)	Celková změna (a - b + c)	Stav k 30. 6. 2005
STÁTNÍ DLUH CELKEM	592 900	239 473	188 747	15	50 740	643 640
Vnitřní dluh	522 557	203 863	188 648		15 215	537 771
SPP na účtu OFT	-6 514	45 103	45 103		0	-6 514
SPP na umořovacím účtu	132 059	105 000	121 545		-16 545	115 514
31. emise střednědobých dluhopisů (2000)	22 000		22 000		-22 000	0
32. emise střednědobých dluhopisů (2000)	20 000				0	20 000
33. emise dlouhodobých dluhopisů (2000)	21 000				0	21 000
34. emise dlouhodobých dluhopisů (2001)	35 000				0	35 000
36. emise dlouhodobých dluhopisů (2001)	50 272				0	50 272
37. emise střednědobých dluhopisů (2001)	28 000				0	28 000
38. emise střednědobých dluhopisů (2003)	30 000				0	30 000
39. emise střednědobých dluhopisů (2003)	41 000				0	41 000
40. emise dlouhodobých dluhopisů (2003)	60 067	4 897			4 897	64 964
41. emise dlouhodobých dluhopisů (2003)	44 053	2 983			2 983	47 035
42. emise střednědobých dluhopisů (2004)	27 620	21 022			21 022	48 642
43. emise střednědobých dluhopisů (2005)	18 000	4 983			4 983	22 983
44. emise dlouhodobých dluhopisů (2005)	0	19 875			19 875	19 875
Vnější dluh	70 344	35 610	99	15	35 525	105 869
1. emise eurobondů (2005)	48 824				0	48 824
2. emise eurobondů (2005)	0	30 058		3	30 062	30 062
Půjčky od EIB	20 655	5 509			5 509	26 164
Půjčky pro úhradu účasti u EBRD	82	43	45	11	9	91
Půjčky pro úhradu účasti u IBRD	782		54		-54	728

Tabulka 2

Výdaje na státní dluh České republiky v 1. pololetí roku 2005

v tis. Kč

	Čistý úmor	Úrok	Poplatky dluhové služby	Celkové výdaje
CELKEM	22 045 006,654	14 776 115,124	30 278,934	36 851 400,712
Vnitřní státní dluh	22 000 000,000	13 224 112,921	30 278,754	35 145 465,018
Státní pokladniční poukázky		1 432 368,684		1 432 368,684
31. emise střednědobých dluhopisů (2000)	22 000 000,000	1 485 000,000	175,812	23 485 175,812
32. emise dlouhodobých dluhopisů (2000)		1 260 000,000	166,353	1 260 166,353
33. emise dlouhodobých dluhopisů (2000)		1 344 000,000	166,367	1 344 166,367
34. emise dlouhodobých dluhopisů (2001)		2 432 500,000	188,816	2 432 688,816
36. emise dlouhodobých dluhopisů (2001)			163,756	163,756
37. emise střednědobých dluhopisů (2001)			163,725	163,725
38. emise střednědobých dluhopisů (2003)		898 000,000	167,644	898 167,644
39. emise střednědobých dluhopisů (2003)		1 189 000,000	166,965	1 189 166,965
40. emise dlouhodobých dluhopisů (2003)		2 237 148,524	2 745,188	2 239 893,711
41. emise dlouhodobých dluhopisů (2003)			2 552,822	2 552,822
42. emise střednědobých dluhopisů (2004)		850 735,319	3 950,693	854 686,012
43. emise střednědobých dluhopisů (2004)			1 944,270	
44. emise dlouhodobých dluhopisů (2005)		95 360,394	11 621,993	
Ostatní			6 104,350	6 104,350
Vnější státní dluh	45 006,654	1 552 002,203	0,180	1 597 009,037
Eurobondy		1 318 787,331		1 318 787,331
Půjčky od EIB		233 214,873	0,180	233 215,053
Směnky pro úhradu účasti u IBRD a EBRD	45 006,654			45 006,654

Tabulka 3

Přehled emisí SPP v 1. pololetí roku 2005

Číslo emise	Datum emise	Datum splatnosti	Objem v mil. Kč			Životnost ve dnech	Výnos v % pa
				prodáno	do portfolia MF		
445	7. 1. 2005	8. 4. 2005	13 000	7 000	6 000	91	2,45
446	21. 1. 2005	20. 1. 2006	7 000	7 000		364	2,70
447	28. 1. 2005	27.10. 2005	7 000	7 000		272	2,63
448	4. 2. 2005	6. 5. 2005	18 000	8 000	10 000	91	2,21
449	11. 2. 2005	12. 8. 2005	6 000	6 000		182	2,10
450	18. 2. 2005	20. 5. 2005	18 000	8 000	10 000	91	2,11
451	4. 3. 2005	3. 3. 2006	5 000	5 000		364	2,06
452	11. 3. 2005	10. 6. 2005	17 000	7 000	10 000	91	1,92
453	1. 4. 2005	30. 9. 2005	5 000	5 000		182	2,00
454	8. 4. 2005	8. 7. 2005	18 000	8 000	10 000	91	1,98
455	15. 4. 2005	14. 4. 2006	5 000	5 000		364	1,99
456	6. 5. 2005	3. 2. 2006	5 000	5 000		273	1,70
457	20. 5. 2005	19. 8. 2005	18 000	8 000	10 000	91	1,71
458	27. 5. 2005	25.11. 2005	5 000	5 000		182	1,67
459	3. 6. 2005	2. 6. 2006	5 000	5 000		364	1,68
460	10. 6. 2005	9. 9. 2005	17 000	7 000	10 000	91	1,67
461	17. 6. 2005	17. 3. 2006	5 000	5 000		273	1,65