

B. ŘÍZENÍ STÁTNÍHO DLHU

1. Vývoj státního dluhu

V 1.-3. čtvrtletí 2005 došlo ke zvýšení státního dluhu o 69,7 mld. Kč ze 592,9 mld. Kč na 662,6 mld. Kč. Znamená to, že v průběhu 1.-3. čtvrtletí 2005 se dluh zvýšil o 11,8%.

Tržní hodnota státního dluhu na konci 3. čtvrtletí roku 2005 činí 724,8 mld. Kč.

Při zvýšení státního dluhu ze 592,9 mld. Kč na 662,6 mld. Kč se vnitřní státní dluh zvýšil o 32,0 mld. Kč a vnější státní dluh se zvýšil o 37,7 mld. Kč.

Přehled o vývoji státního dluhu v 1.-3. čtvrtletí 2005 podává následující tabulka:

	Stav 1. 1. 2005	Výpůjčky (a)	Splátky (b)	Kurzové rozdíly (c)	Změna (a-b+c)	Stav 30. 9. 2005
STÁTNÍ DLUH celkem	592 900	313 463	243 747	8	69 724	662 624
Vnitřní dluh	522 557	275 685	243 648		32 037	554 594
Státní pokladniční poukázky	125 545	194 137	221 648		-27 511	98 034
Střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy	397 012	81 548	22 000		59 548	456 560
Vnější dluh	70 344	37 778	99	8	37 687	108 030
Eurobondy	48 824	30 058		-2	30 056	78 880
Půjčky od EIB	20 655	7 677			7 677	28 332
Směnky pro úhradu účasti u IBRD a EBRD	864	43	99	10	-46	818

Zvýšení státního dluhu (o 69,7 mld. Kč) při současném přebytku státního rozpočtu (+27,5 mld. Kč) **souvisí jednak s úhradou části ztráty České konsolidační agentury ve výši 25,0 mld. Kč mimo výdaje státního rozpočtu (zákon č. 5/2005 Sb.), jednak s druhou březnovou emisí eurobondů v objemu 30,1 mld. Kč (1 mld. EUR) a dále s čerpáním dalších tranší úvěrů od EIB ve výši 7,7 mld. Kč a se změnou časové struktury vnitřního státního dluhu (výměna krátkodobých státních pokladničních poukázek za střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy) v souladu s emisní politikou Ministerstva financí usilující o zvýšení průměrné splatnosti státního dluhu. Přebytké zdroje jsou reinvestovány zejména do poukázek ČNB a budou použity na úhradu celoročního schodku letošního roku.**

Státní výpůjčky v 1.-3. čtvrtletí 2005 spočívaly převážně v emisích státních dluhopisů. Bylo realizováno 26 emisí krátkodobých státních dluhopisů, a sice státních pokladničních poukázek (SPP). Všechny tyto emise SPP byly primárně určeny k financování dlouhodobého státního dluhu. Celkový objem výpůjček prodejem SPP dosáhl v uvedeném období objemu 194 137 mil. Kč.

V 1.-3. čtvrtletí 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. Dne 18. 7. 2005 byla vydána 1. tranše 45. emise 5letých státních dluhopisů v objemu 4 722 mil. Kč. Dne 12. 9. 2005 byla vydána 1. tranše 46. emise 15letých státních dluhopisů v objemu 8 370 mil. Kč. Dne 26. 9. 2005 byla vydána 1. tranše 47. emise 3letých státních dluhopisů v objemu 7 705 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 dvě znovuotevření 44. emise 10letých státních dluhopisů v objemu 14 699 mil. Kč. Celkově tak emise domácích střednědobých a dlouhodobých dluhopisů dosáhly v 1.-3. čtvrtletí 2005 výše 81 548 mil. Kč:

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
45, 1. tranše	18. 7. 2005	18.10. 2010	4 722,01	4 690,61	2,55	2,684
44, 3. tranše	29. 8. 2005	11. 4. 2015	6 991,90	7 237,28	3,80	3,365
46, 1. tranše	12. 9. 2005	12. 9. 2020	8 369,64	8 451,98	3,75	3,664
47, 1. tranše	26. 9. 2005	26. 9. 2008	7 705,01	7 707,06	2,30	2,290

Dne 18. března 2005 vydala Česká republika 2. emisi eurobondů v objemu 1 mld. EUR, s dobou splatnosti 15 let a s kupónovou sazbou 4,125% pa. Úrokové

rozpětí bylo stanoveno 10 basických bodů nad úroveň příslušné mid-swapové sazby. Čistý výnos emise činil 987,95 mil. EUR a byl v plné míře zajištěn swapy v korunové výši 29,7 mld. Kč proti devizovému riziku. Celkový výnos emise po započtení všech nákladů včetně zajištění je **4,225% pa.**

Finanční prostředky získané prodejem jak emisí SPP, tak emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů sloužily ke splátkám jistin dlouhodobého státního dluhu, ke krytí schodků státního rozpočtu a k úhradě ztráty České konsolidační agentury. Ministerstvo financí emitovalo v průběhu 1.-3. čtvrtletí 2005 státní střednědobé a dlouhodobé dluhopisy a státní pokladniční poukázky podle zákona č.5/2005 Sb., o státním dluhopisovém programu na úhradu části ztráty České konsolidační agentury, vzniklé přebíráním nebonitních aktiv v letech 1991 až 2003. Tato úhrada činila za 1.-3. čtvrtletí 2005 celkem 25 mld. Kč, přičemž z této částky bylo 11 568 mil. Kč financováno z výnosu prodeje 1. tranše 44. emise státních dlouhodobých dluhopisů, 1 432 mil. Kč z výnosu prodeje 2. tranše 44. emise státních dlouhodobých dluhopisů, 4 722 mil. Kč z výnosu prodeje 1. tranše 45. emise státních střednědobých dluhopisů a 7 mld. Kč pak z výnosu prodeje 1. tranše 46. emise státních dlouhodobých dluhopisů. Zbylých 278 mil. Kč bylo financováno z výnosu prodeje SPP.

Prémie emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů dosáhly v 1.-3. čtvrtletí 2005 výše 1 995 mil. Kč. Suma diskontů střednědobých a dlouhodobých dluhopisů ve stejném období přitom činila - 167 mil. Kč. Tato příznivá skutečnost byla způsobena zejména pokračováním trendu poklesu úrokových sazeb na kapitálovém trhu z předchozího roku. Pro srovnání, v 1.-3. čtvrtletí 2004 dosáhly prémie výše 87 mil. Kč.

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

Objem státních dluhopisů v oběhu vzrostl v 1.-3. čtvrtletí 2005 o 62 093 mil. Kč (v nominálním vyjádření) z 571 381 mil. Kč na 633 474 mil. Kč. **Tento objem vzrostl v 1.-3. čtvrtletí 2005 na 110,9% v porovnání se začátkem roku.**

Kromě výpůjček emisemi státních dluhopisů se v 1.-3. čtvrtletí 2005 čerpaly půjčky od Evropské investiční banky (EIB) v celkové výši 7 677 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,

15. června 2005 první tranše půjčky na výstavbu dálnice B ve výši 1 913 mil. Kč,
15. července 2005 třetí tranše půjčky na výstavbu dálnice D8 ve výši 1 400 mil. Kč,
8. srpna 2005 čtvrtá tranše půjčky pro Masarykovu univerzitu ve výši 181 mil. Kč a
15. září 2005 druhá tranše půjčky na výstavbu dálnice B ve výši 587 mil. Kč.

Stav půjček od EIB se tak v průběhu 1.-3. čtvrtletí 2005 zvýšil z 20 655 mil. Kč. na 28 332 mil. Kč.

Vývoj úrokových sazeb

Zatímco v průběhu prvních dvou čtvrtletí roku 2005 měly výnosy v aukcích SPP jednoznačně klesající trend, a to především na delším konci příslušné výnosové křivky, tak ve 3. čtvrtletí roku 2005 dochází k mírnému nárůstu těchto výnosů. Zatímco koncem ledna činil průměrný výnos SPP s původní dobou do splatnosti 52 týdnů 2,70% pa, tak počátkem června poklesl na 1,68% pa; počátkem září však došlo k nárůstu na 1,83% pa. Průměrný výnos SPP s původní dobou do splatnosti 13 týdnů činil počátkem ledna 2,45% pa, v první polovině června poklesl na 1,67 % pa, avšak v první polovině září došlo k nepatrnému nárůstu na 1,69% pa.

Výnosy do splatnosti střednědobých a dlouhodobých dluhopisů v primárních aukcích měly v 1. pololetí jednoznačně klesající trend, zatímco ve 3. čtvrtletí se objevují tendence k růstu výnosů.

Výnos zářijové 1. tranše 47. emise 3letých dluhopisů (2,26% pa) byl o 31 bazických bodů nižší než výnos únorové 4. tranše 43. emise 3letých dluhopisů a o 93 bazických bodů nižší než výnos 3. tranše 43. emise z listopadu 2004. U pětiletých dluhopisů v rámci 42. emise poklesl výnos do splatnosti mezi 6. tranší vydanou v říjnu 2004 (výnos 4,01% pa) a březnovou 7. tranší (výnos 2,83% pa) o 118 bazických bodů, červnová 9. tranše se vyznačovala poklesem o dalších 46 bazických bodů vzhledem k březnu (výnos 2,37% pa). V červencové 1. tranši 45. emise státních dluhopisů pak dochází oproti červnu k nárůstu výnosu o 32 bazických bodů na 2,68% pa.

U 10letých dluhopisů v rámci 40. emise činil pokles výnosu do splatnosti 92 bazických bodů (výnos 8. tranše z listopadu 2004 činil 4,73 % pa, v následující tranši v lednu 2005 3,82% pa). V rámci následující 44. emise státních dluhopisů činil dubnový výnos 1. tranše 3,90 % pa, v červnové aukci 2. tranše poklesl o 58 bazických bodů na 3,32% pa, avšak výnos v srpnové aukci 3. tranše se zvýšil na 3,37 % pa (růst o 4 bazické body). U 15letých dluhopisů v rámci 41. emise poklesl výnos do splatnosti mezi 7. a 8. tranší o 69 bazických bodů (výnos v prosinci 2004 činil 4,57 %

pa, v následující únorové aukci pak byl 3,88% pa). Výnos 1. tranše nové 46. emise 15letých dluhopisů činil v zářijové aukci 3,66% pa a byl tedy o 22 bazických bodů nižší než výnos poslední, 8. tranše 41. emise.

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.-3. čtvrtletí 2005 podává následující tabulka.

v mil. Kč

Ukazatel	Skutečnost 1.-3. čtvrtletí 2004	Rozpočet 2005		Skutečnost 1.-3. čtvrtletí 2005	%	Index 2005/2004 (%)
		Schválený	vč. všech změn			
1	2	3	4	5	5:4	5:2
Výdaje kapitoly celkem	19 484	33 680	33 680	18 249	54,2	93,7
1. Úrokové výdaje celkem	19 436	33 380	33 380	18 203	54,5	93,7
Na vnitřní dluh	19 229	30 260	30 260	16 219	53,6	94,7
<i>Z toho:</i>						
na státní pokladniční poukázky	2 953	5 198	5 198	1 687	32,5	57,1
na středně- a dlouhodobé dluhopisy	16 276	25 061	25 061	14 532	58,0	89,3
Na vnější dluh	207	3 120	3 120	1 984	63,6	960,4
<i>Z toho:</i>						
na eurobondy	0	2 320	2 320	1 635	70,5	-
na půjčky od EIB	207	800	800	348	43,6	168,7
2. Poplatky	48	300	300	46	15,4	95,2

Tyto výsledky kapitoly v 1.-3. čtvrtletí 2005 znamenají, že přes zvýšení státního dluhu o 11,8% z 592,9 mld. Kč (konec roku 2004) na 662,6 mld. Kč na konci 3. čtvrtletí 2005 bylo dosaženo snížení jak celkových tak úrokových výdajů v 1.-3.čtvrtletí 2005 oproti stejnému období roku 2004. Výdaje kapitoly za 1.-3. čtvrtletí 2005 se snížily meziročně ve srovnání s 1.-3. čtvrtletím 2004 o 6,3 %, což činilo 1 235 mil. Kč. Výdaje kapitoly jsou ve srovnání se schváleným rozpočtem, který se shoduje s rozpočtem po změnách, o 20,8 procentních bodů pod alikvotou pro 1.-3. čtvrtletí 2005.

Celkové výdaje kapitoly v 1.-3. čtvrtletí 2005 dosáhly výše **18 249 mil. Kč**, což představuje 54,2% výdajů rozpočtovaných pro rok 2005. Úrokové výdaje činily 18 203 mil. Kč, poplatky 46 mil. Kč.

V úrokových výdajích stále dominují úrokové výdaje na vnitřní dluh (16 219 mil. Kč). Avšak v souvislosti se snižováním podílu vnitřního dluhu na státním dluhu se v porovnání s 1.-3. čtvrtletím 2004 snížil také podíl úrokových výdajů na vnitřní dluh o téměř 10 procentních bodů z 98,9% na 89,1%.

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.-3. čtvrtletí 2005 výše 1 687 mil. Kč oproti 2 953 mil. Kč ve stejném období roku 2004. Součástí úrokových výdajů na státní pokladniční poukázky jsou také výdaje z titulu příslušných úrokových swapů.⁴ V 1.-3. čtvrtletí 2005 činily tyto výdaje 90 mil. Kč oproti 93 mil. Kč ve stejném období roku 2004. Úrokové výdaje na střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy dosáhly v 1.-3. čtvrtletí 2005 výše 14 532 mil. Kč oproti 16 276 mil. Kč ve stejném období roku 2004.

Úrokové výdaje na vnější (zahraniční) dluh ve výši 1 984 mil. Kč oproti 207 mil. Kč v 1.-3. čtvrtletí 2004 tvořily úroky půjček od Evropské investiční banky ve výši 348 mil. Kč a úroky dvou emisí eurobondů České republiky ve výši 1 635 mil. Kč. Tato částka zahrnuje také dopad úrokových swapů pro zajištění této emise proti devizovému riziku.

Na úrokové výdaje působily dva zásadní a protisměrné faktory: za prvé, dlouhodobý růst státního dluhu, a za druhé, pokles úrokových sazeb v 1.-3. čtvrtletí 2005 na historická minima. Ve výsledku byl pokles úrokových sazeb silnější než růst dluhu.

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. Ve 3. čtvrtletí však již začal vzestup úrokových sazeb emisí SPP. Vývoj úrokových sazeb na kapitálovém trhu byl obdobný jako na peněžním trhu. V důsledku celkově nižších úrokových sazeb na kapitálovém trhu v porovnání s minulostí byly střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy prodávány obvykle s premiemi. Tyto

⁴ 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.

prémie dosáhly výše 1 995 mil. Kč, zatímco diskonty z prodeje střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů činily -167 mil. Kč.

Úrokové výdaje z titulu půjček od Evropské investiční banky (EIB) se v porovnání s předchozím obdobím zvýšily 1,7 krát zejména v důsledku výrazného navyšování těchto půjček.

V 1.-3. čtvrtletí 2005 činily poplatky spojené s obsluhou státního dluhu 46 mil. Kč, což je 15,4% rozpočtované částky. Ve srovnání s 1.-3. čtvrtletím 2004 dosáhly poplatky výše 95,2%.

3. Dluhová strategie a řízení rizik

Ministerstvo financí dne 6. prosince 2004 zveřejnilo svou Strategii financování a řízení státního dluhu pro rok 2005, která konkretizuje roční program financování potřeb centrální vlády a kvantifikuje strategické cíle, které se bude ministerstvo usilovat dosáhnout svým aktivním přístupem k řízení dluhového portfolia a operacemi na sekundárním trhu.

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

UKAZATEL	Vyhlášený cíl pro rok 2005	Stav k 30. 9. 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	81,5 mld. Kč	
Čistá emise SPP	-24,0 až - 50,0 mld. Kč	- 27,5 mld. Kč	
Půjčky od EIB	11,78 mld. Kč	+ 7,7 mld. Kč	
Krátkodobý dluh	24% a méně	Státní dluh	19,44%
		vč. Státních záruk	20,44%
Průměrná doba do splatnosti	5,5 až 6,5 let	Státní dluh	5,85 let
		vč. Státních záruk	5,60 let
Modifikovaná durace	3,8 ± 0,4 let	Státní dluh	3,86 let
		vč. Státních záruk	3,67 let

Poznámky: SDD – domácí středně a dlouhodobé státní dluhopisy; SPP – státní pokladniční poukázky.
Zdroj: MF ČR, Bloomberg.

V oblasti zahraničního financování došlo v průběhu třetího čtvrtletí roku k dalšímu čerpání vládních půjček od Evropské investiční banky v objemu 2,2 mld. Kč, takže celkový načerpaný objem od počátku roku dosáhl 7,7 mld. Kč, což činí cca

65,4% plánovaného ročního objemu. Co se týče působení na zahraničním dluhopisovém trhu, do konce roku 2005 lze předpokládat, že ministr financí nerozhodne o dalších operacích navazujících na úspěšnou březnovou emisi eurobondu v objemu 1 mld. euro.

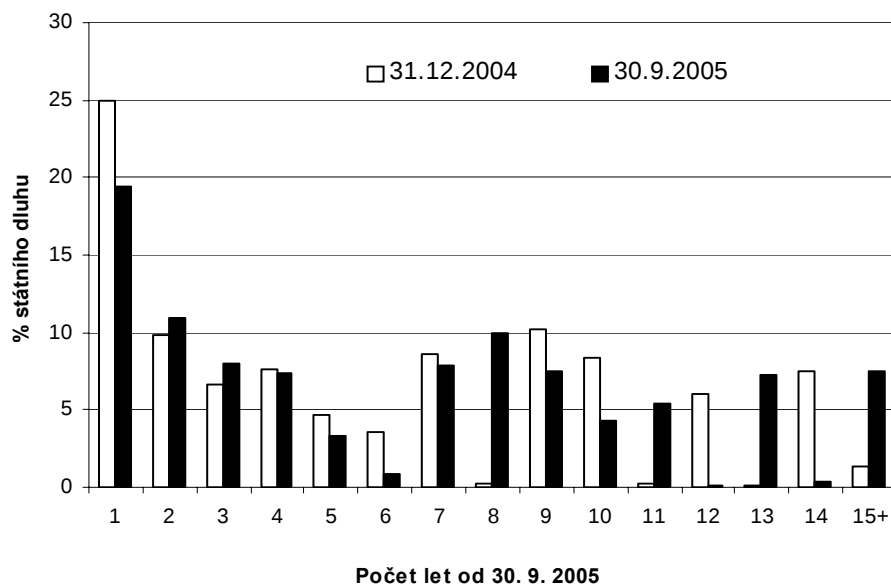
V oblasti domácí emisní činnosti došlo ve třetím čtvrtletí k čisté emisi SDD o hodnotě 27,8 mld. Kč. Celková hodnota hrubé emise SDD za první tři čtvrtletí 2005 tak dosáhla 81,5 mld. Kč, tj. 60% maximální vyhlášené cílové hodnoty. Objem SPP v oběhu poklesl oproti prvnímu čtvrtletí o 11 mld. Kč. Celková dis-emise SPP od počátku roku činí 27,5 mld. Kč, čímž byl splněn minimální plánovaný pokles SPP v oběhu o 24 mld. Kč dle zveřejněného finančního programu. Do konce roku lze očekávat další snižování podílu tohoto instrumentu na financování státního dluhu a přiblížení úrovně ukazatele čisté emise SPP směrem k hranici - 50 mld. Kč mimo jiné také jako důsledek příznivého hospodaření státního rozpočtu.

Refinanční riziko

Stabilizace refinančního rizika zůstává i nadále v centru pozornosti při koncipování emisní strategie ministerstva. Klíčovým ukazatelem, který v této souvislosti ministerstvo cíluje počínaje rokem 2004 je **krátkodobý státní dluh** (tj. dluh splatný do jednoho roku). Ministerstvo v prvním pololetí roku 2004 vyhlásilo v souvislosti s rozhodnutím ministra financí zahájit pravidelnou emisní činnost na zahraničním trhu pozvolnou tříletou trajektorií poklesu tohoto ukazatele v této podobě: 2004 – 25,0 až 30,0 %, 2005 – 22,5 až 27,5 %, 2006 – 20,0 až 25,0 %. Ke konci roku 2004 byla dosažena hodnota přesně na úrovni dolní hranice vyhlášeného koridoru 25,0%, mimo jiné též jako důsledek úspěšného zavedení zahraničního financování v červnu 2004, což umožnilo redefinovat strategii směrem k dalšímu urychlení tohoto redukčního programu. Pro rok 2005 byl vyhlášen cíl 24% a méně a počínaje koncem roku 2006 cíl 20% a méně. Ke konci třetího čtvrtletí poklesl krátkodobý dluh na úroveň 19,4%, čímž byl dosažen konečný limitní cíl 20% a méně platný pro konec roku 2006. Do konce roku tento ukazatel pravděpodobně překročí opět hranici 20% vzhledem ke splátce 37. emise státního dluhopisu v objemu 28 mld. Kč v říjnu 2006.

Novým strategickým cílem počínaje rokem 2005 v oblasti řízení refinančního rizika je také průměrná splatnost státního dluhu. Ta zůstala stabilizována také ve třetím čtvrtletí na úrovni 5,8 roku, tj. blízko ke středové hodnotě vyhlášeného cílového koridoru 5,5 – 6,5 let. Do konce roku 2005 neočekáváme výraznější růst této hodnoty a vyhlášený cíl bude dle plánu splněn.

Klíčovým ukazatelem refinančního rizika je **stabilizace profilu splácení státního dluhu**. Stav tohoto profilu ke konci třetího čtvrtletí roku 2005 zachycuje graf.



Úrokové riziko

Úrokové riziko zůstává nejdůležitějším tržním rizikem řízení státního dluhu. V souvislosti se zahájením řízení úrokového rizika prostřednictvím finančních derivátů zahájilo ministerstvo v roce 2002 roční cílování modifikované durace státního dluhu. Nově definovaný cíl modifikované durace státního dluhu včetně efektu finančních derivátů má pro rok 2005 podobu $3,8 \pm 0,4$ let. Oproti roku 2004 (cíl 3,3 až 4,3 let) došlo tedy k zachování středové cílové hodnoty durace při současném celkovém zúžení pásma o 0,2 roku. Ministerstvo také ve střednědobém výhledu již neplánuje další výraznější zvyšování modifikované durace, ale stejně jako v roce 2005 bude usilovat o její stabilizaci v užším pásmu. Tento nový cíl pro duraci je konzistentní s doposud provedenými kvantitativními analýzami a simulacemi v desetiletém horizontu, ze kterých mimo jiné plyne předběžný závěr, že zvyšování úrokové expozice dluhového portfolia do 1 roku přináší v průměru rychlejší pokles očekávaných úrokových nákladů než je růst jejich variability.

Současná expozice změně úrokových sazeb do 1 roku generovaná strukturou státního dluhu z hlediska úročení dluhových nástrojů (po zahrnutí derivátových operací), tzv. úrokový refixing do 1 roku, se přitom od konce třetího čtvrtletí 2004 stabilizovala pod hranicí 30 %.

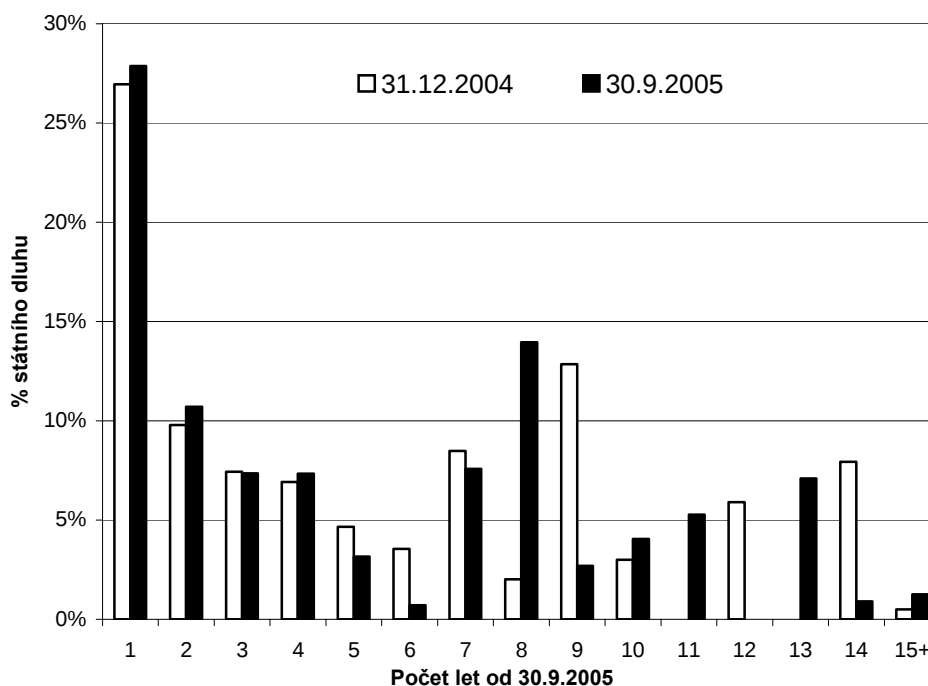
Státní dluh z hlediska úročení (stav na konci období)

		Podíl (%)				
		2001	2002	2003	2004	III.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	80,8
z toho:	splatný do 1 roku	4,6	7,2	7,9	3,7	4,5
Státní pokladniční poukázky		54,1	41,4	32,6	21,2	14,8
Variabilně úročený dlouhodobý dluh		0,7	1,1	2,4	3,5	4,3
Dluh s úrokovou refixací do 1 roku		59,7	50,5	43,2	28,5	28,3
	Po zahrnutí efektu úrokových swapů	59,7	47,4	36,8	27,0	27,9

Modifikovaná durace státního dluhu k 30. 9. 2005 poklesla na 3,9 roku, čímž došlo oproti konci minulého čtvrtletí k návratu do cílového pásma pro rok 2005. Pokles o cca 0,4 roku byl dán jednak poklesem durace portfolia střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů a dalším čerpáním půjček od EIB a jednak vlivem restrukturalizace části derivátového portfolia. Tento pokles je v souladu s oznámeným záměrem stabilizovat duraci v užším pásmu, nikoliv pokračovat v jejím zvyšování. Durace státního dluhu k témuž datu bez úrokových swapů by byla o cca 180 dní nižší.

Obchodovatelný státní dluh měl duraci včetně úrokových swapů 4,0 roku. Durace obchodovatelného státního dluhu k témuž datu bez úrokových swapů by byla o cca 185 dní nižší.

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



Determinace optimální hodnoty krátkodobé úrokové expozice státního dluhu pokračovala během roku 2005 a počínaje rokem 2006 je plánováno zveřejňovat cílovou hodnotu také pro tento parametr dluhové struktury. Důležité je, že plánované mírné zvyšování úrokové expozice za účelem konečného snížení průměrných úrokových nákladů státního dluhu neohrožuje výše definované cíle v oblasti stabilizace a snižování refinančního rizika. K flexibilnímu řízení úrokové expozice bude totiž ministerstvo i nadále aktivně využívat příslušné derivátové operace.

Úroková citlivost dluhového portfolia včetně derivátových operací vyjádřená pomocí modifikované durace je očekávána ke konci roku 2005 v rozmezí 3,9 až 4,0 roku a pohybuje se tak ve vyhlášeném cílovém pásmu. Z výše státního dluhu a jeho struktury z hlediska úročení lze odvodit, že zvýšení úrokových sazeb o jeden procentní bod by při zohlednění efektu derivátových operací v horizontu jednoho roku zvýšilo úrokové platby o cca 1,8 mld. Kč (0,1% HDP).

Integrované portfolio státního dluhu a rizikových státních záruk k 30. 9. 2005

Řízení státního dluhu pokračovalo i ve třetím čtvrtletí 2005 v integrovaném přístupu k pohledu na portfolio vládních závazků.

Parametry integrovaného portfolia státního dluhu a rizikových státních záruk

	Nominální objem (mld. Kč)	Tržní hodnota (mld. Kč)	Cizoměnové závazky (%)	Podíl variabilně úročených závazků (%)	Závazky splatné do 1 roku (%)	Úrokový refixing do 1 roku (%)	Průměrná splatnost (roky)	Modifikovaná durace (roky)
Státní dluh	662,6	724,8	0,1	4,3	19,4	27,9	5,9	3,9
Analyzované státní záruky	95,6	96,7	27,9	23,1	27,4	30,3	3,9	2,3
Celkem portfolio	758,2	821,5	3,6	6,7	20,4	28,5	5,6	3,7

Poznámka: Uvedené parametry jsou včetně vlivu derivátových operací MF a ČMZRB a bez portfolia ČKA.

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

Stejně jako ke konci prvního pololetí přetrvává nejistota ohledně záměrů vlády, Ministerstva financí a centrální banky v oblasti předsplacení záruky ve prospěch ČNB ve výši 22 mld. Kč. Při řízení rizik prozatím stále předpokládáme, že cca 2/3 hodnoty bude předsplaceno do konce roku 2005 a 1/3 v první polovině roku 2006.

4. Řízení likvidity státní pokladny

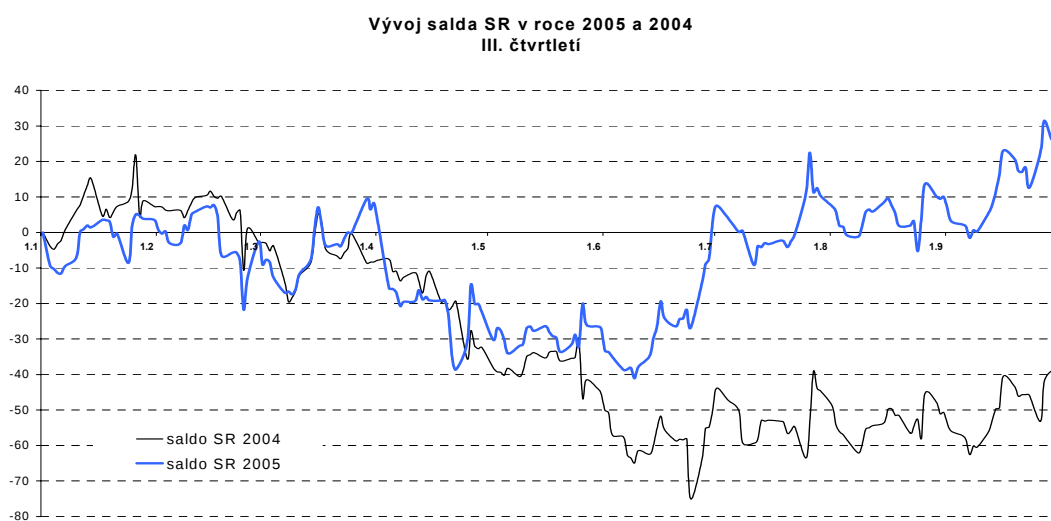
V rámci řízení likvidity Souhrnného účtu státní pokladny byly do konce 3. čtvrtletí 2005 provedeny krátkodobé investice do poukázek ČNB v objemu 1 413 623 mil. Kč, splátky přitom dosáhly do konce 3. čtvrtletí 1 315 297 mil. Kč. K 30. 9. 2005 tak byly na majetkovém účtu MF evidovány poukázky ČNB v nominální hodnotě 98 326 mil. Kč. Celkový výnos těchto investic činil 494,58 mil. Kč. Současně byly do konce 3. čtvrtletí 2005 provedeny krátkodobé výpůjčky do SPP v objemu 45 103 mil. Kč a odkupy přitom dosáhly objemu 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 ve 3. čtvrtletí 2005 se stejným obdobím předchozího roku:

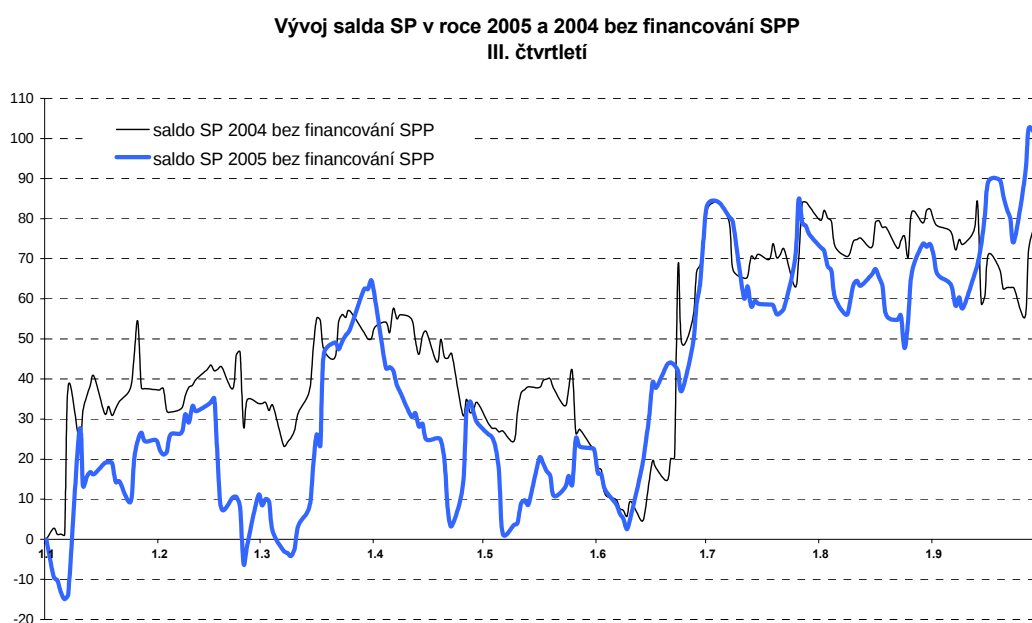
	mil. Kč		
	3. čtvrtletí 2004	3. čtvrtletí 2005	2005/2004 (%)
Výnosy z operací při řízení likvidity s PČNB	751,58	494,58	65,80
Úrokové náklady na SPP pro řízení likvidity	0,00	-8,40	-
Celkem	751,58	486,18	64,69

Z tabulky je zřejmé, že zatímco v 1.-3. čtvrtletí 2005 úspory převýšily náklady celkem o 486,18 mil. Kč, ve stejném období roku 2004 úspory převýšily náklady o 751,58 mil. Kč. Operacemi na krytí schodku státní pokladny včetně operací s přebytkem finančních zdrojů bylo dosaženo v 1.-3. čtvrtletí letošního roku o 265,40 mil. Kč nižšího výnosu než v 1.-3. čtvrtletí minulého roku.

Vývoj salda státního rozpočtu v 1.-3. čtvrtletí 2005 a 2004 znázorňuje následující graf:



Vývoj salda státní pokladny v 1.-3. čtvrtletí 2005 a 2004 znázorňuje následující graf:



Nižší výnos z investování prostředků souhrnného účtu státní pokladny v 1.-3.čtvrtletí 2005 ve srovnání se stejným obdobím předchozího roku, a to i přes skutečnost, že saldo státního rozpočtu se vyvíjelo daleko příznivěji, byl způsoben především nižšími úrokovými sazbami než před rokem. Emisní plány státních pokladničních poukázek a kapitálových státních dluhopisů byly vyrovnanější a pružněji reagovaly na potřeby dluhové služby. Investice do poukázek ČNB byly v 1.-3. čtvrtletí letošního roku nižší ve srovnání se stejným obdobím předchozího roku a byl jimi neutralizován dopad nadměrného stavu státních pokladničních poukázek na saldo státního rozpočtu.