

**NÁVRH**  
**STÁTNÍHO ZÁVĚREČNÉHO ÚČTU**  
**ČESKÉ REPUBLIKY**  
**ZA ROK 2004**

**E.**

**Zpráva o řízení státního dluhu**

# Obsah

	Strana
ÚVOD .....	1
1. VÝVOJ A STAV STÁTNÍHO DLUHU .....	2
1.1. Vývoj státního dluhu v letech 1993 až 2004 .....	2
1.2. Vývoj státního dluhu v roce 2004 .....	2
1.3. Stav státního dluhu .....	3
1.3.1. Měnová skladba .....	3
1.3.2. Skladba podle splatnosti .....	4
1.3.3. Skladba podle držitele .....	4
1.4. Výpůjčky .....	5
1.4.1. Státní pokladniční poukázky .....	5
1.4.2. Střednědobé a dlouhodobé dluhopisy na domácím trhu .....	6
1.4.3. Emise střednědobých a dlouhodobých dluhopisů na zahraničních trzích .....	8
1.4.4. Státní dluhopisy celkem .....	9
1.4.5. Půjčky od Evropské investiční banky .....	9
1.5. Vývoj úrokových sazeb .....	10
1.6. Splátky jistiny .....	11
2. NÁKLADY STÁTNÍHO DLUHU .....	13
2.1. Vývoj nákladů státního dluhu v letech 1993 až 2004 .....	13
2.2. Rozpočet kapitoly Státní dluh a jeho plnění .....	14
2.2.1. Mimořádné výdaje z titulu státního dluhu .....	16
2.2.2. Úpravy rozpočtu kapitoly Státní dluhu v roce 2004 .....	16
3. ŘÍZENÍ STÁTNÍHO DLUHU .....	18
3.1. Dluhová strategie a řízení rizik .....	18
3.2. Řízení likvidity státního rozpočtu a státní pokladny .....	24
3.2.1. Vývoj likvidity státního rozpočtu v roce 2004 .....	24
3.2.2. Řízení likvidity v souvislosti se zavedením souhrnného účtu státní pokladny .....	26
3.2.3. Efekty ze zapojení účtů finančních úřadů a státních finančních aktiv do financování salda státního rozpočtu .....	28

## TABULKY

Tabulka 1	Vývoj státního dluhu České republiky v roce 2004
Tabulka 2	Výdaje na státní dluh České republiky v roce 2004
Tabulka 3	Přehled emisí SPP v roce 2004

# ÚVOD

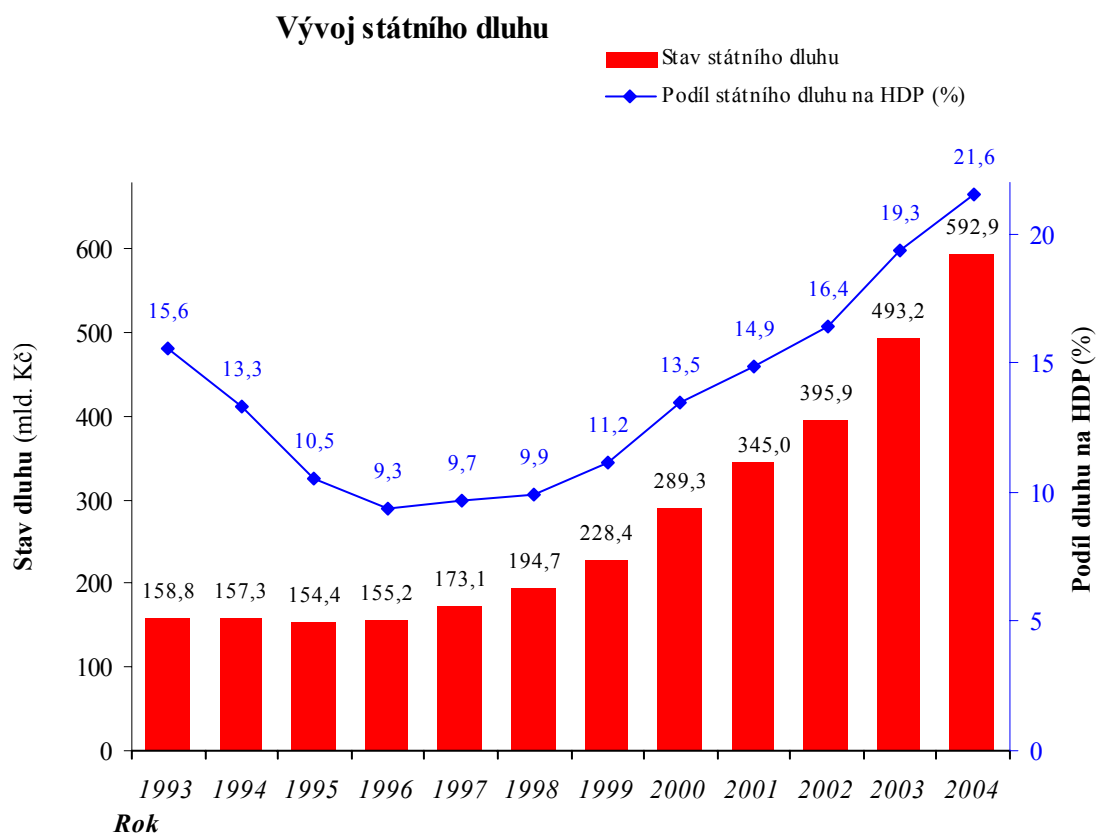
Rok 2004 byl v oblasti státního dluhu opět velmi významný. Zvýšení státního dluhu, které činilo 99,7 mld. Kč, bylo dosud nejvyšší v historii České republiky. Státní dluh se v důsledku toho zvýšil na 592,9 mld. Kč na konci roku 2004.

Pokud jde o proces řízení státního dluhu, Ministerstvo financí zveřejnilo v prosinci 2003 dluhovou strategii státu, která obsahovala rovněž konkretizaci strategických cílů pro rok 2004. Je skutečností, že v průběhu roku 2004 byly všechny strategické cíle splněny. Těchto výsledků se podařilo dosáhnout zejména díky aktivnímu tržnímu přístupu k řízení dluhového portfolia. Klíčovou roli při plnění cílů, a to zejména v oblasti stabilizace refinančního a likviditního rizika, sehrála přitom první emise eurobondů České republiky v červnu 2004, která měla značný ohlas na mezinárodním finančním trhu. Tento ohlas byl potvrzen mimo jiné také oceněním uvedené emise jako nejúspěšnější státní emise eurobondů roku 2004, které zveřejnil dne 4. února 2005 prestižní zahraniční časopis „The Banker“ patřící do skupiny Financial Times.

# 1. VÝVOJ A STAV STÁTNÍHO DLUHU

## 1.1. Vývoj státního dluhu v letech 1993 až 2004

V období let 1993 až 1996 bylo dosaženo poklesu státního dluhu a významného snížení jeho podílu na hrubém domácím produktu (HDP). Počínaje rokem 1997 nastává růst státního dluhu, který je způsoben především rozpočtovými schodky. Důsledkem je také meziroční nárůst podílu státního dluhu na HDP v letech 1997 až 2004:



## 1.2. Vývoj státního dluhu v roce 2004

V roce 2004 pokračovalo zvyšování státního dluhu, které jako dlouhodobý trend začalo v roce 1997. Státní dluh (dále často pouze „dluh“) se v roce 2004 zvýšil ze 493,2 mld. Kč na začátku roku na 592,9 mld. Kč na konci roku. Přírůstek dluhu za rok 2004 je 99,7 mld. Kč. Tento meziroční přírůstek dluhu je nejvyšší v období 1993 až 2004. Ve srovnání s koncem roku 2003 se dluh zvýšil o 20,2%. Zvýšení

dluhu v roce 2004 bylo způsobeno vývojem rozpočtového hospodaření, přičemž schodek státního rozpočtu za rok 2004 činil -93,5 mld. Kč.

Tržní hodnota státního dluhu se v roce 2004 zvýšila z 518,8 mld. Kč na začátku roku na 629,8 mld. Kč na konci roku, tedy o 21,4%.

Při zvýšení celkového státního dluhu ze 493,2 mld. Kč na 592,9 mld. Kč se vnitřní státní dluh zvýšil o 42,7 mld. Kč a vnější státní dluh se zvýšil o 57,0 mld. Kč.

Podíl objemu státních dluhopisů na státním dluhu se v průběhu roku 2004 snížil z 97,3% na počátku roku na 96,4% na jeho konci. Tento pokles byl způsoben čerpáním půjček od Evropské investiční banky.

Přehled o vývoji státního dluhu v roce 2004 podává následující tabulka:

v mil. Kč

	Stav k 1.1.2004	výpůjčky (a)	splátky (b)	kurzové rozdíly (c)	změna (a-b+c)	Stav k 31.12.2004
<b>STÁTNÍ DLUH CELKEM</b>	<b>493 185</b>	<b>450 541</b>	<b>350 810</b>	<b>-15</b>	<b>99 716</b>	<b>592 900</b>
<b>Vnitřní dluh</b>	<b>479 854</b>	<b>392 741</b>	<b>350 039</b>		<b>42 702</b>	<b>522 557</b>
Státní pokladniční poukázky	160 582	276 002	311 039		-35 037	125 545
Střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy	319 272	116 739	39 000		77 739	397 012
<b>Vnější dluh</b>	<b>13 330</b>	<b>57 799</b>	<b>771</b>	<b>-15</b>	<b>57 013</b>	<b>70 344</b>
Eurobondy	0	48 824			48 824	48 824
Půjčky od EIB	11 730	8 925			8 925	20 655
Směnky pro úhradu účasti v IBRD a EBRD	1 601	49	771	-15	-736	864

Výpůjčky v roce 2004 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 roce 2004 jsou uvedeny v tabulce 1.

## 1.3. Stav státního dluhu

### 1.3.1. Měnová skladba

V roce 2004 zůstala dominantní měnou v měnové skladbě státního dluhu česká koruna, i když došlo k poklesu jejího procentního podílu z téměř 100% na počátku roku na necelých 92% na jeho konci. Ke snížení podílu české koruny a odpovídajícímu nárůstu podílu eura v měnové skladbě došlo v důsledku první emise

eurobondů v červnu 2004 v hodnotě 1,5 mld.EUR. Zanedbatelný je podíl amerického dolaru, ve kterém jsou denominovány bezúročné směnky pro úhradu účasti v EBRD.

	<i>1. 1. 2004</i>		<i>%</i>	<i>31. 12. 2004</i>		<i>%</i>
	<i>v mld. Kč</i>			<i>v mld. Kč</i>		
<b>CELKEM</b>	<b>493,185</b>		<b>100,00</b>	<b>592,900</b>		<b>100,00</b>
Kč	493 090 857 496,26	493,091	99,98	543 994 176 110,26	543,994	91,75
EUR				1 500 000 000,00	48,824	8,23
USD	3 657 888,00	0,094	0,02	3 657 888,00	0,082	0,01

### 1.3.2. Skladba podle splatnosti

Následující tabulka ukazuje, že ve skladbě státního dluhu podle splatnosti došlo v průběhu roku 2004 k velmi výraznému poklesu podílu krátkodobého dluhu (reziduální splatnost do 1 roku), a to o 15,8 procentního bodu, což je pozitivní vývoj. Podíl krátkodobého dluhu podle reziduální splatnosti tak klesl na 25%. K nárůstu podílu na celkovém dluhu došlo u všech ostatních kategorií podle reziduální splatnosti, a to zejména u skupiny s reziduální splatností mezi 5 a 7 lety, kam se přesunul vysoký objem 36. emise SDD. Značný růst byl zaznamenán také u kategorie mezi 7 a 10 lety zejména v důsledku první emise eurobondů a také u kategorie nad 10 let v důsledku emitování dluhopisů s původní splatností 15 let a v důsledku přijetí nových půjček a nových tranší stávajících půjček od EIB.

<b>Reziduální splatnost</b>	<i>Stav v mil. Kč k 31.12.2003</i>	<i>%</i>	<i>Stav v mil. Kč k 31.12.2004</i>	<i>%</i>
do 1 roku	201 126	40,8	148 360	25,0
nad 1 rok a do 3 let	76 047	15,4	96 041	16,2
nad 3 roky a do 5 let	54 009	11,0	68 628	11,6
nad 5 let a do 7 let	21 000	4,3	71 272	12,0
nad 7 let a do 10 let	79 272	16,1	108 891	18,4
nad 10 let	61 730	12,5	99 707	16,8
<b>Celkem</b>	<b>493 185</b>	<b>100,0</b>	<b>592 900</b>	<b>100,0</b>

### 1.3.3. 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 31.12.2003	%	Stav v mil. Kč k 31.12.2004	%
Domácí nefinanční podniky	5 415	1,10	5 308	0,90
Finanční instituce a korporace <sup>1</sup>	351 466	71,26	333 332	56,22
Pojišťovny	89 935	18,24	123 985	20,91
Vládní sektor	6 628	1,34	7 682	1,30
Soukromé neziskové instituce	123	0,03	140	0,02
Domácnosti	297	0,06	544	0,09
Zahraniční subjekty	39 320	7,97	121 909	20,56
<b>Celkem</b>	<b>493 185</b>	<b>100,00</b>	<b>592 900</b>	<b>100,00</b>

V průběhu roku 2004 se velmi výrazně zvýšil podíl držby státního dluhu zahraničními subjekty. Tento vývoj je důsledkem především první emise eurobondů, kdy velká většina cenných papírů vydaných v této emisi skončila v rukou zahraničních investorů, a také květnového vstupu ČR do EU. Dále vzrostly podíly sektoru pojišťoven a sektoru domácností. Naopak velmi výrazně poklesl podíl sektoru finančních institucí a korporací. Dále poklesl podíl domácích nefinančních podniků, vládního sektoru a soukromých neziskových institucí.

## 1.4. Výpůjčky

Státní výpůjčky v roce 2004 činily **450 541 mil. Kč**. Z toho 276 002 mil. Kč bylo vypůjčeno prodejem státních pokladničních poukázek, 116 739 mil. Kč bylo vypůjčeno prodejem střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím trhu, 48 824 mil. Kč bylo vypůjčeno prodejem 1. emise eurobondů na zahraničním trhu, 8 925 mil. Kč bylo vypůjčeno od Evropské investiční banky a konečně 49 mil. Kč činilo vydání další dolarové směny pro dílčí úhradu účasti České republiky v Evropské bance pro obnovu a rozvoj (EBRD).

### 1.4.1. Státní pokladniční poukázky

Bylo realizováno 35 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 2003 nedošlo k žádné změně ve struktuře vydávaných SPP.

**Celkové výpůjčky prostřednictvím prodejů SPP** (vč. obchodů na sekundárním trhu) činily **276 002 mil. Kč**, z toho 266 328 mil. Kč činil objem primárních prodejů SPP a 9 674 mil. Kč objem prodejů SPP z portfolia MF. **Celkový**

<sup>1</sup> Kromě pojišťovacích společností a penzijních fondů, které jsou zahrnuty v sektoru Pojišťovny.

**objem splátek činil 311 039 mil. Kč. Celkový objem SPP v oběhu se tak proti roku 2003 snížil ze 160 582 mil. Kč na 125 545 mil. Kč, tedy o 35 037 mil. Kč.**

Objem prodejů SPP na účet operací na finančním trhu (OFT) činil v roce 2004 celkem 2 021 mil. Kč. Všechny tyto prodeje byly prodeji SPP z portfolia MF. Objem odkupů SPP z účtu OFT (zpět do portfolia MF) činil rovněž 2 021 mil. Kč. Na konci roku 2004 tak bylo saldo SPP na účtu OFT stejné jako na jeho počátku a činilo -6 514 mil. Kč.

Objem prodejů SPP na umořovací účet činil 273 981 mil. Kč. Z toho objem primárních prodejů SPP činil 266 328 mil. Kč a objem prodejů SPP z portfolia MF činil 7 653 mil. Kč. Objem odkupů SPP z umořovacího účtu dosáhl výše 309 018 mil. Kč.

Pro zajišťování rozpočtové likvidity byly prováděny krátkodobé operace s SPP. V souvislosti se zavedením Souhrnného účtu státní pokladny v roce 2001 mělo MF v průběhu roku 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 roce 2004 je uveden v tabulce 3.

#### **1.4.2. Střednědobé a dlouhodobé dluhopisy na domácím trhu**

Česká republika zastoupená Ministerstvem financí vydávala střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy především na domácím kapitálovém trhu. Bylo realizováno 23 emisí a znovuotevření stávajících emisí, celkem byly emitovány tyto dluhopisy v objemu **116 739 mil. Kč**. Celkový objem splátek jistiny střednědobých státních dluhopisů činil **39 000 mil. Kč**. **Celkový objem** střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v oběhu se **zvýšil z 319 272 mil. Kč** na konci roku 2003 o 77 739 mil. Kč na **397 012 mil. Kč** na konci roku 2004.

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, 3. tranše	12. 1. 2004	16. 6. 2013	6 984,94	6 390,73	3,70	4,84
38, 4. tranše	26. 1. 2004	20. 1. 2006	4 000,00	4 012,66	3,00	2,83
41, 2. tranše	9. 2. 2004	18. 8. 2018	5 601,38	5 252,88	4,60	5,22
39, 4. tranše	23. 2. 2004	17. 3. 2008	7 000,00	6 786,83	2,90	3,72
40, 4. tranše	8. 3. 2004	16. 6. 2013	6 000,00	5 521,32	3,70	4,78
42, 1. tranše	22. 3. 2004	22. 3. 2009	8 000,00	8 042,40	3,80	3,68
41, 3. tranše	5. 4. 2004	18. 8. 2018	6 000,00	5 761,64	4,60	4,99
42, 2. tranše	19. 4. 2004	22. 3. 2009	5 000,00	5 025,61	3,80	3,68
40, 5. tranše	10. 5. 2004	16. 6. 2013	6 000,00	5 504,99	3,70	4,84
42, 3. tranše	24. 5. 2004	22. 3. 2009	4 000,00	3 947,24	3,80	3,95
41, 4. tranše	7. 6. 2004	18. 8. 2018	2 893,32	2 675,95	4,60	4,98
42, 4. tranše	21. 6. 2004	22. 3. 2009	5 000,00	4 908,42	3,80	4,01
40, 6. tranše	19. 7. 2004	16. 6. 2013	5 000,00	4 478,12	3,70	5,19
43, 1. tranše	2. 8. 2004	2. 8. 2007	8 000,00	7 993,85	3,95	3,98
42, 5. tranše	16. 8. 2004	22. 3. 2009	2 000,00	1 964,45	3,80	4,23
41, 5. tranše	30. 8. 2004	18. 8. 2018	4 000,00	3 684,87	4,60	5,42
40, 7. tranše	13. 9. 2004	16. 6. 2013	4 081,96	3 659,93	3,70	5,20
43, 2. tranše	27. 9. 2004	2. 8. 2007	7 000,00	7 006,17	3,95	3,912
41, 6. tranše	11.10. 2004	18. 8. 2018	6 352,96	5 923,53	4,60	5,300
42, 6. tranše	25.10. 2004	22. 3. 2009	3 619,96	3 589,07	3,80	4,010
40, 8. tranše	8.11. 2004	16. 6. 2013	3 000,00	2 784,82	3,70	4,731
43, 3. tranše	29.11. 2004	2. 8. 2007	3 000,00	3 054,92	3,95	3,220
41, 7. tranše	13.12. 2004	18. 8. 2018	4 204,97	4 215,50	4,60	4,573

V roce 2004 pokračovalo MF ve vydávání střednědobých a dlouhodobých dluhopisů podle emisního plánu v souladu s emisní politikou nastoupenou od začátku roku 2000. Dne 22. 3. 2004 byla vydána 1. tranše 42. emise 5letých státních dluhopisů v objemu 8 mld. Kč. Dne 2. 8. 2004 byla vydána 1. tranše 43. emise 3letých státních dluhopisů v objemu 8 mld. Kč. Dále se uskutečnilo zновуotevření 38. emise 3letých státních dluhopisů v objemu 4 mld. Kč, zновуotevření 39. emise 5letých státních dluhopisů v objemu 7 mld. Kč, šest zновуotevření 40. emise 10letých státních dluhopisů v celkovém objemu 31 066,90 mil. Kč, šest zновуotevření 41. emise 15letých státních dluhopisů v celkovém objemu 29 052,63 mil. Kč, pět zновуotevření 42. emise 5letých státních dluhopisů v objemu 19 619,96 mil. Kč a dvě zновуotevření 43. emise 3letých státních dluhopisů v objemu 10 mld. Kč. V oběhu zůstávají emise s dobami splatnosti 3, 5, 7, 10 a 15 let.

Z 23 aukcí domácích střednědobých a dlouhodobých dluhopisů, které se uskutečnily v průběhu roku 2004, byly pouze v 6 případech výsledkem prémie, zatímco ve zbývajících 17 případech diskont. Tento vývoj navazuje na trend z 2. pololetí roku 2003. Suma diskontů střednědobých a dlouhodobých dluhopisů v roce 2004 činila -4 708 mil. Kč. Nejvyšší diskont (-594,2 mil. Kč) byl zaznamenán

v lednové aukci 3. tranše 40. emise, k vysokému diskontu (-521,9 mil. Kč) došlo také v červencové aukci 6. tranše 40. emise. Situace, kdy poptávaný objem dluhopisů ze strany investorů byl nižší než nabízený, a proto nemohl být prodán celý plánovaný objem tranše, nastala u lednové aukce 3. tranše 40. emise, dále u červnové aukce 4. tranše 41. emise a u zářijové aukce 7. tranše 40. emise. Naopak vyšší objem dluhopisů než původně nabízený byl prodán v únorové aukci 2. tranše 41. emise, v říjnové aukci 6. tranše 41. emise, v říjnové aukci 6. tranše 42. emise a konečně v prosincové aukci 7. tranše 41. emise.

### **Prémie emisí střednědobých a dlouhodobých dluhopisů**

Prémie emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů dosáhly v roce 2004 výše 152 mil. Kč, což je výrazný pokles proti roku 2003, kdy činily 4 404 mil. Kč. To je způsobeno zejména skutečností, že kupóny většiny emisí prodávaných v roce 2004 byly stanoveny v období historických minim úrokových sazeb na kapitálovém trhu, avšak výnosy do splatnosti tranší prodávaných v roce 2004 byly určeny trhem již v situaci růstu těchto sazeb. Prémie bylo dosaženo u 4. tranše 38. emise, u 7. tranše 41. emise, u 1. a 2. tranše 42. emise a konečně u 2. a 3. tranše 43. emise. Ani v jednom z těchto případů však prémie nebyly příliš výrazné, nejvyšší hodnoty bylo dosaženo v listopadové aukci 3. tranše 43. emise s kupónovou sazbou 3,95%, a to 55 mil. Kč. U této tranše byl dosažen průměrný výnos 3,22% pa.

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

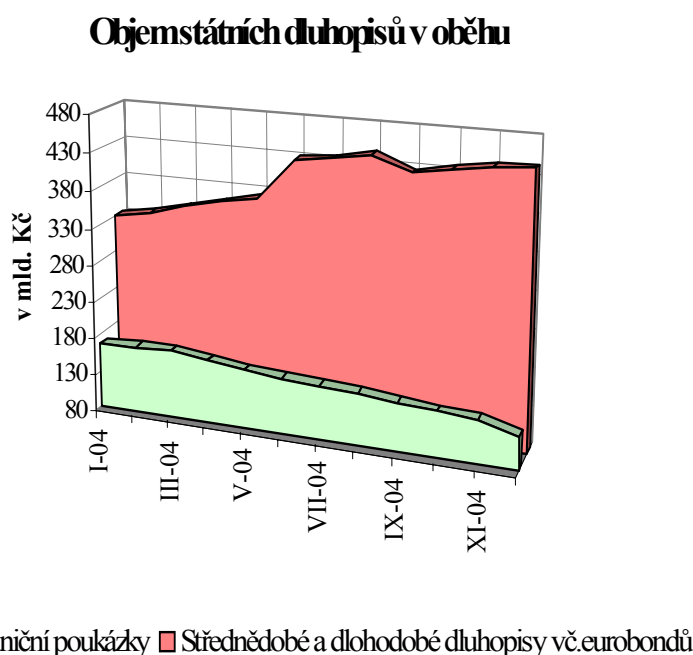
### **1.4.3. Emise střednědobých a dlouhodobých dluhopisů na zahraničních trzích**

Dne 23. června 2004 vydala Česká republika 1. emisi eurobondů v objemu 1,5 mld. EUR s kupónovou sazbou 4,625% a s dobou splatnosti 10 let.. Výnos emise činil 4,654%, což představuje výrazně nižší hodnotu než byl aktuální výnos korunových státních dluhopisů na domácím trhu. Úrokové rozpětí bylo stanoveno 12 bazických bodů nad úrokovou sazbou swap, což je lepší výsledek než u ostatních nově přistupujících zemí EU v důsledku nižšího ohodnocení rizika než u těchto zemí. Celá vydaná jistina eurobondů byla zajištěna úrokovými swapy v korunové výši 48 824,4 mil. Kč.

#### 1.4.4. Státní dluhopisy celkem

Objem státních dluhopisů v oběhu stoupl během roku 2004 o 91 527 mil. Kč (v nominálním vyjádření) ze 479 854 mil. Kč na 571 381 mil. Kč. Znamená to, že **objem státních dluhopisů v oběhu vzrostl v roce 2004 na 119,1% jejich stavu na začátku roku.**

Podíl SPP na celkovém státním dluhu se snížil ze 32,6% na počátku roku 2004 na 21,2% na jeho konci, zatímco podíl střednědobých a dlouhodobých dluhopisů (včetně eurobondů) se zvýšil z 64,7% k 1. 1. 2004 na 75,2% k 31. 12. 2004. Tento vývoj struktury státních dluhopisů znázorňuje následující graf:



#### 1.4.5. Půjčky od Evropské investiční banky

Kromě výpůjček emisemi státních dluhopisů se v roce 2004 uskutečnilo čerpání půjček od Evropské investiční banky (EIB) v celkové výši 8 925 mil. Kč: 15. ledna 2004 druhá tranše půjčky pro Masarykovu univerzitu ve výši 97 mil. Kč, 15. března 2004 čtvrtá tranše půjčky na odstraňování povodňových škod ve výši 1 000 mil. Kč, 15. března 2004 čtvrtá tranše půjčky na obchvat Plzně ve výši 778 mil. Kč, 15. června 2004 pátá tranše půjčky na obchvat Plzně ve výši 758 mil. Kč., 15. července 2004 pátá tranše půjčky na odstraňování povodňových škod ve výši 1 000 mil. Kč, 10. srpna 2004 třetí tranše půjčky na prevenci povodní ve výši 300 mil. Kč, 15. září 2004 šestá tranše půjčky na obchvat Plzně ve výši 350 mil. Kč, 15. září 2004 třetí tranše půjčky pro Masarykovu univerzitu ve výši 191 mil. Kč, 8. října 2004 šestá

tranše půjčky na odstraňování povodňových škod ve výši 850 mil. Kč a 8. listopadu první tranše půjčky na výstavbu dálnice D8 ve výši 3 600 mil. Kč.

Celkem se objem půjček od EIB v průběhu roku 2004 zvýšil z 11 730 mil. Kč na 20 655 mil. Kč.

## 1.5. Vývoj úrokových sazeb

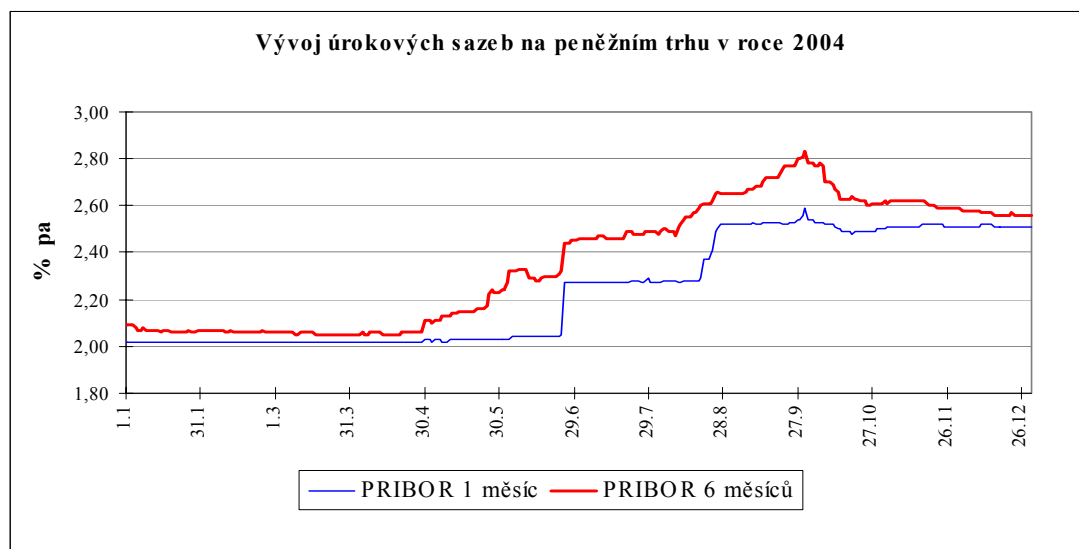
V roce 2004 se odrazily úrokové sazby nových emisí státních dluhopisů ze svých historických minim a zejména v prvních třech čtvrtletích reagovaly na růst očekávané inflace spojené především se vstupem České republiky do EU.

Výnosy SPP v 1. čtvrtletí 2004 byly spíše konstantní či mírně klesající, zatímco ve 2. a 3. čtvrtletí 2004 výrazně rostly. V posledním čtvrtletí roku 2004 naopak vlivem snižujících se inflačních očekávání dochází k poklesu výnosů SPP. V průběhu roku 2004 přitom měla výnosová křivka pozitivní sklon. Ke skokovému zvýšení úrokových sazeb na peněžním trhu (na kratším i delším konci výnosové křivky) na konci června a na konci srpna přispělo zvýšení základních úrokových sazeb ČNB vždy o čtvrtinu procentního bodu. Obdobný vývoj jako výnosy SPP zaznamenaly v roce 2004 i výnosy střednědobých a dlouhodobých dluhopisů.

Vývoj výnosů nových emisí státních dluhopisů v daném roce zásadním způsobem ovlivňuje i úrokové náklady na emise státních dluhopisů v tomto roce. Výnosy 6měsíčních emisí SPP nejprve mírně klesaly z úrovně 2,17% pa na počátku ledna na úroveň 2,05% pa na počátku dubna. Poté dochází k jejich poměrně výraznému růstu až na úroveň 2,96% pa na počátku října. Ke konci listopadu však tyto sazby klesají na úroveň 2,60% pa. Úrokové sazby 52týdenních emisí SPP mírně klesaly z úrovně 2,30% pa na konci ledna na 2,23% pa v polovině dubna. Poté rostly na úroveň 2,94% pa v polovině října, aby opět poklesly na úroveň 2,80% pa na začátku prosince.

Výnos nové 5leté 42. emise činil v ke konci března 3,68% pa, v polovině srpna vystoupil výnos 5. tranše této emise na 4,23% pa, ke konci října pak výnos 6. tranše poklesl na 4,01% pa. Výnos nové 43. emise byl počátkem srpna 3,98% pa, ale ke konci listopadu došlo u 3. tranše této emise k poklesu na 3,22% pa, tedy o 76 bazických bodů. Výnos 3. tranše benchmarkové 10leté 40. emise byl v polovině ledna 4,84% pa, v polovině září dosahoval výnos 7. tranše této emise 5,20%. Počátkem listopadu však u 8. tranše této emise poklesl na 4,73% pa. Výnos 2. tranše 15leté 41. emise činil počátkem února 5,22% pa, v polovině června pak výnos 4. tranše této emise poklesl na 4,98% pa. Koncem srpna se u 5. tranše této emise zvýšil

výnos na 5,42% pa, avšak v polovině prosince poklesl výnos 7. tranše této emise na 4,57% pa, tedy o 85 bazických bodů.



## 1.6. Splátky jistiny

**Celkový úmor** (splátky jistiny) státního dluhu v roce 2004 činil **350 086 mil. Kč**. Převážnou část úmoru činily splátky emisí SPP v celkové výši 311 039 mil. Kč. Úmor střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů činil 39 000 mil. Kč.

V rámci úmoru střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů byla dne 5. února 2004 uhrazena částkou 5 mil. Kč při své splatnosti celá jistina 26. emise 5letých státních dluhopisů z roku 1999 a ve stejný den byla uhrazena částkou 4 995 mil. Kč při své splatnosti celá jistina emise 26A 4letých státních dluhopisů z roku 2000. Dne 6. srpna 2004 byla uhrazena částkou 5 000 mil. Kč při své splatnosti celá jistina 28. emise 5letých státních dluhopisů z roku 1999. Konečně dne 14. září 2004 byla uhrazena částkou 28 930 mil. Kč při své splatnosti zbylá jistina 35. emise 3letých státních dluhopisů z roku 2001.

Počínaje rokem 2004 začalo MF pořádat reverzní aukce státních střednědobých a dlouhodobých dluhopisů, kdy jsou do portfolia MF z trhu zpětně odkupovány tyto dluhopisy s krátkou dobou zbývajících do splatnosti (kratší než 1 rok). V průběhu roku 2004 proběhlo 5 reverzních aukcí. Zatím jediná aukce, při které došlo ke zpětnému odkupu, se uskutečnila dne 21. 1. 2004, kdy byly odkoupeny dluhopisy z původně 3leté 35. emise ve výši 70 mil. Kč. Od června 2004 MF z důvodu nepříznivé situace na domácím i zahraničním trhu dluhopisů program reverzních aukcí dočasně přerušilo.

Úmor zahraničního dluhu činil 47 mil. Kč. Tento úmor představovaly dílčí splátky směnek pro úhradu účasti v EBRD, které byly financovány ze státního rozpočtu (kapitola VPS).

Částka 350 086 mil. Kč na úmor byla financována ze dvou zdrojů:

- i) 350 039 mil. Kč z výnosů emisí státních dluhopisů;
- ii) 47 mil. Kč ze státního rozpočtu.

Celkový čistý úmor činil 39 047 mil. Kč.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Tento celkový čistý úmor nezahrnuje splátky jistiny státních pokladničních poukázek, jejichž emise jsou stále obnovovány.

## 2. NÁKLADY STÁTNÍHO DLUHU

### 2.1. Vývoj nákladů státního dluhu v letech 1993 až 2004

Výdaje na státní dluh v období let 1993 až 1995 klesaly, což bylo způsobeno zejména poklesem úrokových sazeb (při mírném poklesu státního dluhu). Od roku 1996 je patrný vzestupný trend těchto výdajů. Dominantní příčinou tohoto růstu je dynamický růst státního dluhu. Akcelerace růstu výdajů v letech 1997 a 1998 byla způsobena prudkým vzestupem úrokových sazeb v roce 1997. Naopak celkově mírný růst výdajů přes silný růst dluhu byl způsoben poklesem úrokových sazeb v posledních letech až k jejich historickým minimům, která byla dosažena v roce 2003.

Podíl úrokových plateb na HDP ukazuje, že **dosavadní** růst státního dluhu neohrožoval stabilitu státního rozpočtu, neboť tento podíl je v mezinárodním srovnání nízký a v letech 1999-2003 nepřekročil hodnoty dosažené v letech 1993-1998. Na druhé straně růst dluhu v roce 2004 a dalších letech již vede k významnému zvyšování příslušných nákladů.

<i>Rok</i>	<i>1993</i>	<i>1994</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>	<i>1997</i>	<i>1998</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>
<b>Výdaje na státní dluh (mil. Kč)</b>	15 141	13 716	13 330	14 069	17 652	19 253	16 549	17 924	17 650	18 945	21 629	26 834
<i>z toho: úroky</i>	15 066	13 681	13 268	14 042	17 591	18 545	16 105	17 378	16 989	18 629	21 328	26 765
<b>Podíl úroků na HDP (%)</b>	1,48	1,16	0,96	0,85	0,99	0,94	0,79	0,81	0,73	0,77	0,84	0,97

Výdaje v předchozí tabulce jsou vyjádřeny na hotovostní bázi. V následující tabulce jsou uvedeny aktuální úroky státního dluhu, které adekvátně odrážejí ekonomické náklady státního dluhu.

<i>Rok</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>
<b>Aktuální úroky státního dluhu (mil. Kč)</b>	16 804	16 099	17 983	20 435	19 337	23 233
<b>Podíl aktuálních úroků na HDP (%)</b>	0,82	0,75	0,78	0,85	0,76	0,84

## 2.2. Rozpočet kapitoly Státní dluh a jeho plnění

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 roce 2004 podává následující tabulka.<sup>3</sup>

U k a z a t e l	Skutečnost	Rozpočet 2004		Skutečnost	%	Index 2004/2003 (%)
	2003	schválený	vč. všech změn	2004	Plnění	
1	2	3	4	5	5:4	5:2
<b>1. Úrokové výdaje celkem</b>	<b>21 328</b>	<b>26 729</b>	<b>26 889</b>	<b>26 765</b>	<b>99,5</b>	<b>125,5</b>
<b>Na vnitřní dluh</b>	<b>20 922</b>	<b>26 150</b>	<b>26 194</b>	<b>26 073</b>	<b>99,5</b>	<b>124,6</b>
<i>z toho:</i>						
na státní pokladniční poukázky	4 085	4 200	4 244	4 232	99,7	103,6
na střednědobé a dlouhodobé dluhopisy	16 837	21 950	21 950	21 841	99,5	129,7
<b>Na vnější dluh</b>	<b>406</b>	<b>579</b>	<b>695</b>	<b>692</b>	<b>99,5</b>	<b>170,3</b>
<i>z toho:</i>						
na eurobondy	-	-	370	367	99,3	-
na vládní půjčky pro podporu platební bilance	246	-	-	-	-	-
na půjčky od EIB	160	579	325	325	99,8	202,4
<b>2. Poplatky</b>	<b>90</b>	<b>300</b>	<b>274</b>	<b>69</b>	<b>25,2</b>	<b>76,4</b>
<b>3. Realizované kurzové ztráty</b>	<b>210</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Výdaje kapitoly celkem</b>	<b>21 629</b>	<b>27 029</b>	<b>27 163</b>	<b>26 834</b>	<b>98,8</b>	<b>124,1</b>

Tyto výsledky kapitoly v roce 2004 znamenají, že zvýšení státního dluhu o 20,2% ze 493,2 mld. Kč (konec roku 2003) na 592,9 mld. Kč na konci roku 2004 bylo spojeno s růstem jak celkových tak úrokových výdajů v roce 2004 oproti roku 2003. Výdaje kapitoly za rok 2004 vzrostly meziročně o 24,1%, což činilo 5 205 mil. Kč. Úspora kapitoly v porovnání se schváleným rozpočtem (27 029 mil. Kč) je 195 mil. Kč. Úspora kapitoly v porovnání s rozpočtem po změnách (27 163 mil. Kč) je 329 mil. Kč.

**Celkové výdaje kapitoly** dosáhly výše **26 834 mil. Kč**, což je 98,8% rozpočtované částky (včetně všech změn). Celkové úrokové výdaje ve výši 26 765 mil. Kč tvořily především úrokové výdaje na vnitřní (domácí) dluh ve výši 26 073 mil. Kč, což je 97,4% celkových úrokových výdajů.

<sup>3</sup> Detailní údaje o výdajích kapitoly jsou uvedeny v tabulce 2.



Úrokové výdaje na vnitřní dluh jsou složeny z úrokových výdajů na státní pokladniční poukázky (SPP), které jsou krátkodobými diskontovanými státními dluhopisy se splatnostmi do jednoho roku, a z úrokových výdajů na střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy (se splatnostmi nad jeden rok). Úrokové výdaje na státní pokladniční poukázky dosáhly v roce 2004 výše 4 232 mil. Kč oproti 4 085 mil. Kč v roce 2003. Součástí úrokových výdajů na státní pokladniční poukázky jsou také výdaje z titulu úrokových swapů.<sup>4</sup> V roce 2004 činily tyto výdaje 615 mil. Kč oproti 78 mil. Kč v roce 2003. Úrokové výdaje na střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy dosáhly v roce 2004 výše 21 841 mil. Kč oproti 16 837 mil. Kč v roce 2003.

Úrokové výdaje na vnější (zahraniční) dluh ve výši 692 mil. Kč (oproti 406 mil. Kč v roce 2003) tvořily úroky půjček od Evropské investiční banky ve výši 325 mil. Kč a nově úroky z první emise eurobondů České republiky ve výši 367 mil. Kč. Uvedený výdaj byl způsoben swapovými operacemi, které bylo nutno realizovat pro zajištění této emise eurobondů proti devizovému riziku.

Celkové úrokové výdaje dosáhly výše 99,5% rozpočtu po změnách a 125,5% úrokových výdajů z předchozího roku. Ve směru zvýšení úrokových výdajů působily dva zásadní faktory: za prvé, dlouhodobý a akcelerující růst státního dluhu, a za druhé, celkově vyšší úroveň úrokových sazeb v porovnání s předchozím rokem.

Na peněžním trhu byla úroková sazba 6měsíční emise SPP 2,17% pa na začátku ledna. Poté sazby na peněžním trhu mírně klesaly, avšak koncem dubna zahájily významný růst až do konce 3. čtvrtletí. Ve 4. čtvrtletí došlo k mírnému poklesu úrokových sazeb na peněžním trhu, přičemž na konci roku dosáhla úroková sazba 6měsíční emise SPP výše 2,73% pa.

Vývoj úrokových sazeb na kapitálovém trhu byl obdobný jako na peněžním trhu. To znamená pokles na začátku roku následovaný významným vzestupem od konce dubna do konce 3. čtvrtletí a poklesem ve 4. čtvrtletí. V důsledku celkově vyšších úrokových sazeb na kapitálovém trhu v porovnání s předchozím rokem byly střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy prodávány obvykle s diskonty. Tyto diskonty dosáhly celkové výše 4 708 mil. Kč.

Úrokové výdaje z titulu půjček od Evropské investiční banky (EIB) se v porovnání s předchozím rokem více než zdvojnásobily zejména v důsledku výrazného navýšování těchto půjček a také z důvodu vzestupu jejich úrokových sazeb.

---

<sup>4</sup> 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 roce 2004 činily poplatky spojené s obsluhou státního dluhu 69 mil. Kč, což je 25,2% rozpočtované částky. Ve srovnání s předchozím rokem dosáhly poplatky výše 76,4% předchozího roku. Tento pokles byl způsoben především mimořádnými poplatky z titulu předstihového splacení celé zbývající jistiny půjček na podporu platební bilance v roce 2003.

Na druhé straně realizované kurzové ztráty byly v důsledku tohoto předstihového splacení ve výdajích kapitoly v roce 2004 eliminovány.

### **2.2.1. Mimořádné výdaje z titulu státního dluhu**

Mimořádné výdaje kapitoly dosáhly v roce 2004 výše 367 mil. Kč. Nezbytnost těchto výdajů byla dána swapovými operacemi pro zajištění první emise eurobondů České republiky proti devizovému riziku v roce 2004. Mimořádnost těchto výdajů je dána skutečností, že v době přípravy státního rozpočtu nebylo o realizaci této emise rozhodnuto a nebylo také rozhodnuto o případném zajištění této emise proti devizovému riziku.

### **2.2.2. Úpravy rozpočtu kapitoly Státní dluh v roce 2004**

Ve schváleném rozpočtu kapitoly Státní dluh za rok 2004 byly následující závazné ukazatele:

Nedaňové příjmy, kapitálové příjmy a přijaté dotace celkem	0 tis. Kč
Výdaje celkem	27 029 000 tis. Kč
úroky státního dluhu	26 729 000 tis. Kč
poplatky spojené s obsluhou státního dluhu	300 000 tis. Kč
Financování - vydané státní dluhopisy	103 641 129 tis. Kč

Přehled změn rozpočtu kapitoly 396 - Státní dluh (provedená rozpočtová opatření v roce 2004)

#### 1. Datum rozpočtového opatření: 30. listopadu 2004

Snížení ukazatele „poplatky spojené s obsluhou státního dluhu“ o 26 000 tis. Kč na základě rozhodnutí ministra financí. Tato částka byla převedena do kapitoly 312 Ministerstvo financí, určena na nákup informačního systému pro řízení státního dluhu a na konci roku 2004 v souladu s §§ 47 a 48 zákona č. 218/2000 o rozpočtových pravidlech převedena do rezervního fondu kapitoly 312 – MF.

2. Datum rozpočtového opatření: 14. prosince 2004

Zvýšení ukazatele „úroky státního dluhu“ o 160 000 tis. Kč na základě rozhodnutí Ministerstva financí na vrub kapitoly VPS. Důvodem bylo hrozící překročení ukazatele „úroky státního dluhu“ v roce 2004.<sup>5</sup>

Po provedení výše uvedených změn byly závazné ukazatele kapitoly následující:

Nedaňové příjmy, kapitálové příjmy a přijaté dotace celkem	0 tis. Kč
Výdaje celkem	27 163 000 tis. Kč
úroky státního dluhu	26 889 000 tis. Kč
poplatky spojené s obsluhou státního dluhu	274 000 tis. Kč
Financování - vydané státní dluhopisy	103 641 129 tis. Kč

**Skutečnost** dosažená v rámci ukazatele „**financování - vydané státní dluhopisy**“ v kapitole Státní dluh činila **87 060 966 tis. Kč**, což znamená plnění rozpočtu po změnách na 84% neboli významně nižší růst dluhu než povoloval státní rozpočet.

---

<sup>5</sup> Skutečné překročení ukazatele „úroky státního dluhu“ ze schváleného rozpočtu činilo 36 mil. Kč.

## 3. ŘÍZENÍ STÁTNÍHO DLUHU

### 3.1. Dluhová strategie a řízení rizik

Ministerstvo financí během roku 2004 splnilo všechny strategické cíle, ke kterým se veřejně zavázalo, a které sdělilo veřejnosti a účastníkům finančního trhu v prosinci 2003. Jasná deklarace závazku k plnění těchto cílů vůči mezinárodním investorům byla potvrzena také jejich zahrnutím do jednotlivých verzí Konvergenčního programu České republiky pro rok 2004. Důvody těchto výsledků spočívají zejména v aktivním tržním přístupu k řízení dluhového portfolia, v rostoucí kapacitě v oblasti znalostí moderních finančních produktů a stochastického modelování finančních procesů. Klíčovou roli při plnění cílů, a to zejména v oblasti stabilizace refinančního a likviditního rizika, sehrála přitom první emise eurobondů České republiky v červnu 2004, která zaznamenala značný ohlas na mezinárodním finančním trhu. Tento ohlas byl potvrzen mimo jiné také jejím oceněním jako nejúspěšnější státní emise eurobondů roku 2004 v prestižním zahraničním finančním časopise „The Banker“ dne 4. února 2005.

V oblasti refinančního rizika se ministerstvu podařilo zejména splnit dosažení střednědobého pásma 25-30% krátkodobého dluhu v rámci celkového státního dluhu. Toto pásmo bylo dosaženo již ve třetím čtvrtletí 2004, kdy byla proto zahájena II. fáze strategie redukce krátkodobého státního dluhu, jejímž výsledkem je stabilizace tohoto ukazatele pod úrovní 20%. To znamená, že se ministerstvu daří restrukturalizovat státní dluh relativně rychle směrem ke struktuře vládních portfolií vyspělých zemí eurozóny ještě v době před samotným plánovaným přijetím eura za domácí měnu.

Od konce 3. čtvrtletí došlo také ke stabilizaci podílu státních instrumentů vystavených změně úrokových sazeb do 1 roku pod hranici 30%. Ministerstvo také splnilo vyhlášené durační pásmo 3,3 až 4,3 roku, když modifikovaná durace státního dluhu včetně všech derivátových operací dosáhla ke konci roku 2004 hodnoty 3,95 roku.

#### **Konkretizace strategie řízení státního dluhu pro rok 2005**

Dne 6. prosince 2004 zveřejnilo Ministerstvo financí klíčový dokument *Strategie financování a řízení státního dluhu pro rok 2005*, který byl zpracován na základě rozhodnutí ministra financí ze dne 11. listopadu 2004 o struktuře a způsobu financování výpůjčních potřeb centrální vlády v rozpočtovém roce 2005 a na základě jeho schválení základních absolutních a relativních limitů pro emisní činnost na domácím a zahraničním trhu a pro aktivní řízení dluhového portfolia státu (čj.

409/116 236/2004).<sup>6</sup> Takto vymezený operační rámec bude dále přispívat k transparentnější implementaci dluhové politiky a umožní flexibilnější působení ministerstva na finančním trhu v roce 2005 za účelem aktivního zajištění finančních potřeb vlády a dosažení stanovených strategických cílů politiky řízení státního dluhu.

Nově definované kvantitativní a kvalitativní cíle pro rok 2005, které budou řídit činnost ministerstva v oblasti financování státu lze shrnout následovně.

- 1) Snížení podílu krátkodobého státního dluhu ke konci roku 2005 minimálně na úroveň 24% a méně.
- 2) Dosažení průměrné doby do splatnosti státního dluhu ke konci roku 2005 v pásmu 5,5 až 6,5 roku; jedná se o další důležitý ukazatel míry refinančního rizika, pro který doposud ministerstvo explicitně kvantitativní cíle nevyhlašovalo.
- 3) Cíl pro modifikovanou duraci je definován nově jako užší pásmo  $3,8 \pm 0,4$  roku; oproti roku 2004 (cíl 3,3 až 4,3 roku) dochází tedy k zachování středové cílové hodnoty durace při současném celkovém zúžení pásma o 0,2 roku, takže ministerstvo neplánuje další výraznější zvyšování modifikované durace, ale v roce 2005 bude usilovat o její stabilizaci v užším pásmu.
- 4) Řízení měnového rizika v souvislosti se schválenou druhou emisí eurobondu bude probíhat i v roce 2005 v úzké návaznosti na koordinaci a společný postup vlády a centrální banky v oblasti kurzové politiky státu.
- 5) Integrované řízení finančních rizik portfolia státního dluhu a státních záruk; první předběžné výsledky tohoto přístupu byly již zapracovány do Konvergenčního programu pro rok 2004 s tím, že detailnější výsledky probíhajících analýz a programování budou zveřejněny ke konci prvního čtvrtletí 2005.
- 6) Výrazné snížení a stabilizace operačního rizika prostřednictvím implementace integrovaného informačního systému pro řízení státního dluhu, o jehož nákupu a financování rozhodl ministr financí dne 12. listopadu 2004.

### **Refinanční riziko**

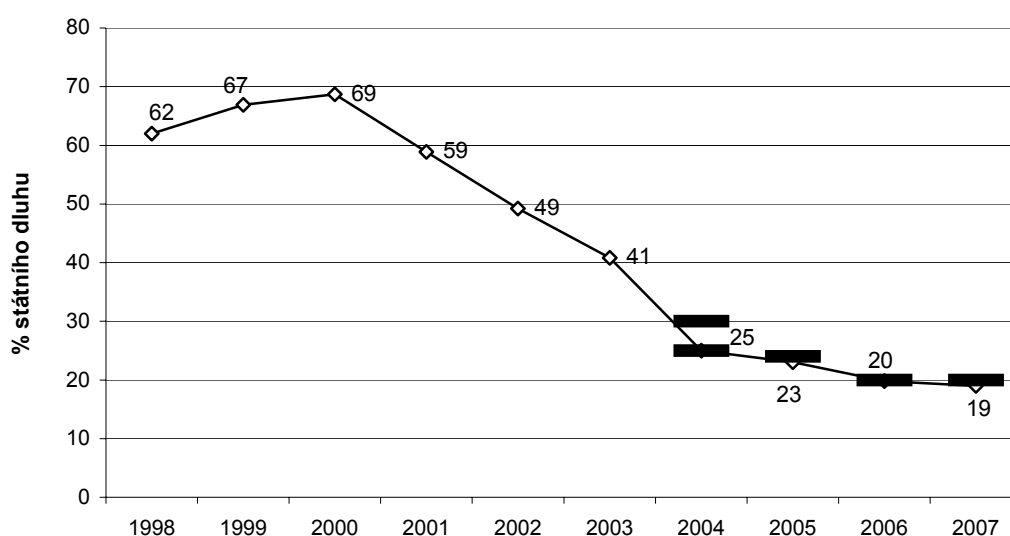
Refinanční riziko zůstává i pro rok 2005 hlavním rizikem, jehož stabilizace bude tvořit centrální bod pro řízení emisní činnosti a operací na sekundárním trhu. Od roku 2000 je toto riziko systematicky snižováno přepínáním ze státních pokladničních poukázek do středně- a dlouhodobých státních dluhopisů a eurobondů při financování dlouhodobého státního dluhu. Ministerstvo financí v 1. pololetí roku 2004 vyhlásilo,

---

<sup>6</sup> Viz <http://www.mfcr.cz/Download/Statnidluh/strategie2005.pdf>.

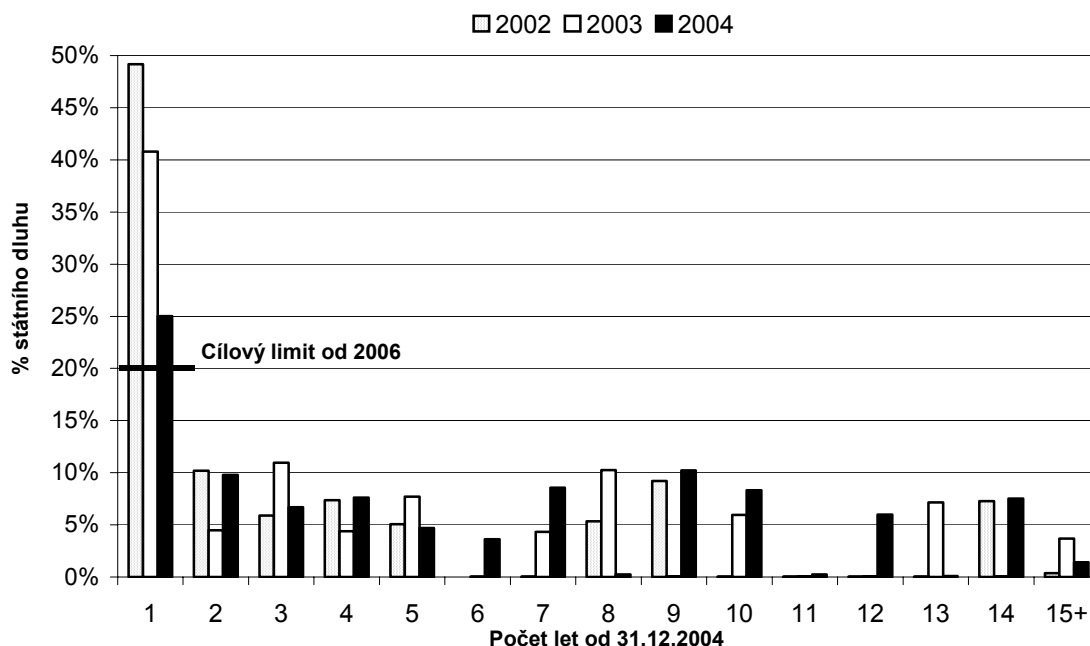
v souvislosti s rozhodnutím ministra financí zahájit pravidelnou emisní činnost na zahraničním trhu, pozvolnou tříletou trajektorii poklesu podílu krátkodobého státního dluhu v této podobě: 25 až 30% v roce 2004; 22,5 až 27,5% v roce 2005; 20 až 25% v roce 2006. Úspěšné zavedení zahraničního financování v červnu 2004 umožňuje redefinovat strategii směrem k dalšímu urychlení tohoto redukčního programu. Ke konci roku 2004 se totiž podařilo dosáhnout přesně spodní hranice vyhlášeného pásma a krátkodobý dluh činil 25,02%. Proto se jeví jako reálné dosáhnout do konce roku 2005 další snížení minimálně na úroveň 24% a méně a následně od konce roku 2006 udržet krátkodobý dluh pod úrovní 20%.

**Krátkodobý státní dluh 1998 – 2004, nové cíle a výhled 2005 – 2007 (stavy na konci roku)**



Dosažení limitního cíle 20% je spojeno s pokračujícím snižováním relativního podílu státních pokladničních poukázek směrem k hranici 10% státního dluhu, což je dáno blížící se splatností benchmarkových emisí státních dluhopisů od roku 2006. Dalším klíčovým ukazatelem refinančního rizika je stabilizace profilu splácení státního dluhu. Prokazatelný pokrok v této stabilizaci oproti roku 2002 ukazuje následující graf.

## Vývoj splatnostního profilu státního dluhu, 2002 – 2004 (stav ke konci let)



Na rozdíl od úrokové citlivosti nelze refinanční riziko flexibilně řídit pomocí finančních derivátů. Hlavním nástrojem jeho řízení je proto důsledné plánování struktur ročních emisních kalendářů státních dluhopisů tak, aby došlo ve střednědobém horizontu k dosažení rovnoměrného profilu splatnosti dluhového portfolia jednak mezi jednotlivými roky a jednak v rámci jednotlivých let na meziměsíční bázi a k prodloužení průměrné doby do splatnosti státního dluhu.

Ministerstvo vyhlásilo pro rok 2005 jako novinku také strategický benchmark pro průměrnou dobu do splatnosti státního dluhu. Tento ukazatel je vedle podílu krátkodobého státního dluhu dalším ukazatelem míry refinančního rizika řízení státního dluhu. Čím je jeho hodnota vyšší, tím nižšímu riziku je vystavena centrální vláda z hlediska schopnosti refinancovat v daném okamžiku své splatné závazky na finančním trhu nebo u mezinárodních institucí.

Následující tabulka přináší vývoj tohoto ukazatele v letech od konce 4. čtvrtletí 2002 do konce roku 2004.

	4Q2002	1Q2003	2Q2003	3Q2003	4Q2003	1Q2004	2Q2004	3Q2004	4Q2004
Obchodovatelný dluh	3,1	3,2	3,5	3,8	3,9	4,0	4,7	4,9	5,0
Státní dluh celkem	3,2	3,2	3,6	3,9	4,0	4,1	4,8	5,0	5,1

## Úrokové riziko

Struktura státního dluhu z hlediska úročení dluhových instrumentů se z hlediska expozice změně úrokových sazeb do 1 roku stabilizoval od 3. čtvrtletí 2004 pod hranicí 30%, přičemž ke konci roku 2004 činila tato hodnota 27%. Z doposud provedené kvantitativní analýzy a simulace v 10letém horizontu 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. Vzhledem k tomu, že simulační modelový rámec řízení státního dluhu je nutné v průběhu roku 2005 dále zpřesňovat z hlediska použité metodologie a předpokladů (např. o vstupu země do eurozóny, konvergenci úrokových sazeb a způsobu simulace primárního rozpočtového deficitu), jsou předběžné závěry interpretovány velice konzervativně, tj. ministerstvo se rozhodlo úrokové riziko v následujícím roce stabilizovat, nikoliv výrazněji zvyšovat (tj. nesnižovat durační cíl oproti roku 2004). Determinace optimální hodnoty krátkodobé úrokové expozice státního dluhu bude během roku 2005 založena zejména na zpřesňování úrokových modelů ministerstva, které umožní jemnější řízení vztahu mezi úrokovým rizikem a očekávanými náklady plynoucími ze struktury dluhového portfolia. Konečné rozhodnutí o této expozici bude samozřejmě plně konzistentní s plněním nového duračního cíle pro rok 2005.

### Státní dluh z hlediska úročení (stav na konci období)

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

Od roku 2002 je úrokové riziko zmírňováno aktivním využíváním swapů. Efekt těchto operací ke konci roku 2004 činil pouze 1,5 procentního bodu. Stejně jako v 1. pololetí 2004 přetrvává snížení efektu realizovaných korunových úrokových swapů na redukcii úrokového rizika. Příčinou jsou zajišťovací operace emise eurobondů proti kurzovým dopadům, které znamenají, že téměř celé dosavadní portfolio úrokových swapů realizovaných od listopadu 2002 bylo využito k syntetické tvorbě fixního korunového kupónu eurobondů. Ke konci roku 2004 byly v rámci



derivátového portfolia MF čistě portfoliové operace bez vazby na konkrétní dluhový instrument realizovány v nominální hodnotě 12 mld. Kč. I bez efektu derivátových operací došlo ke snížení dluhu s úrokovou refixací do 1 roku oproti konci roku 2003 o 14,7 procentního bodu.

Agregátní úrokovou citlivost tržní hodnoty dluhového portfolia vyjadřuje jeho durace. Tento ukazatel slouží také jako jeden z parametrů definování strategického benchmarku řízení státního dluhu. Durace státního dluhu k 31. 12. 2004 včetně úrokových swapů byla 3,95 roku. Znamená to, že bylo dosaženo cílového pásma pro rok 2004. Durace státního dluhu k témuž datu bez úrokových swapů by byla pouze 3,39 roku. Obchodovatelný státní dluh měl duraci včetně úrokových swapů 4,08 roku. Durace obchodovatelného státního dluhu k témuž datu bez úrokových swapů by byla pouze 3,51 roku.

#### **Modifikovaná durace státního dluhu (stav na konci období v letech)**

		<i>Rok</i>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>
Modifikovaná durace	Středně- a dlouhodobé státní dluhopisy		4,1	4,5	4,8
	Eurobondy		-	-	7,5
	Státní pokladniční poukázky		0,3	0,3	0,3
	Obchodovatelný dluh celkem		2,7	3,2	4,1
	Státní dluh celkem		2,6	3,1	3,9
Modifikovaná durace včetně realizovaných derivátových operací	Středně- a dlouhodobé státní dluhopisy		4,3	4,7	4,7
	Eurobondy		-	-	7,4
	Obchodovatelný dluh celkem		2,8	3,4	4,1
	<b>Státní dluh celkem</b>		<b>2,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,9</b>

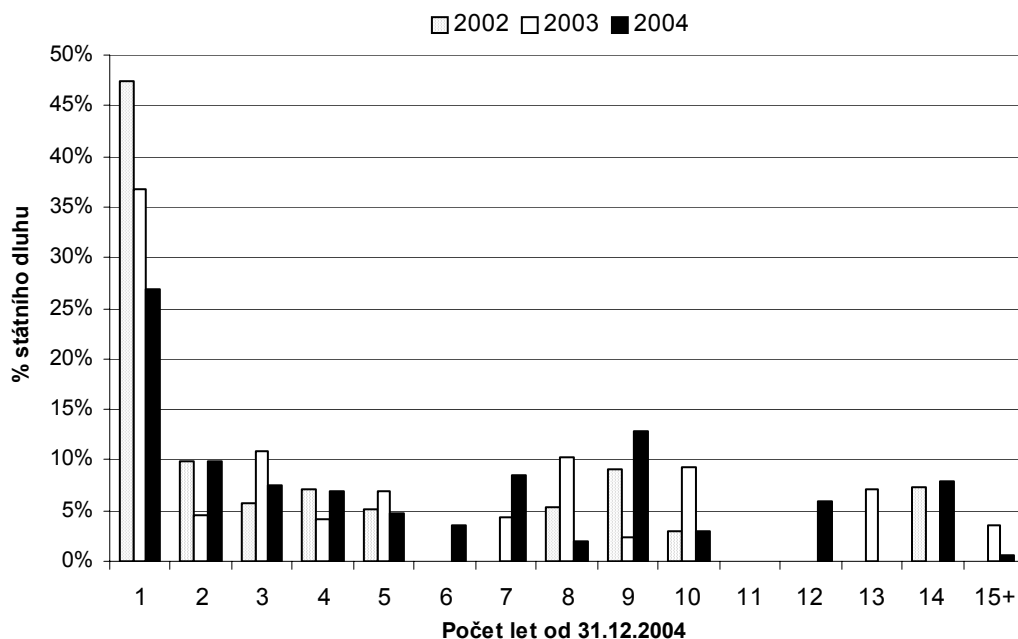
Ke konci roku 2004 znamenal růst úrokových sazeb o 1 bazický bod při modifikované duraci 3,9 roku pokles tržní hodnoty dluhového portfolia o 253 mil. Kč. Historii vyhlášení a plnění duračního pásma shrnuje následující tabulka:

#### **Cílování modifikované durace státního dluhu**

<b>Datum vyhlášení</b>	<b>Horizont platnosti (konec roku)</b>	<b>Durační cíl (roky)</b>	<b>Skutečnost na konci roku</b>
-	2002	Nevyhlášen	2,8
29. 11. 2002	2003	3 – 4	3,3
9. 12. 2003	2004	3,3 – 4,3	3,9
6. 12. 2004	2005	3,4 – 4,2	-

Při řízení úrokové citlivosti nákladů dluhové služby je vedle agregátního ukazatele durace nutné monitorovat také časový profil refixace úrokových sazeb (kupónů) instrumentů dluhového portfolia, které netrpí problémem průměrových veličin typu durace nebo průměrná doba refixace. Jeho postupující stabilizace od konce roku 2002 je zřejmá z následujícího grafu.

## Vývoj profilu refinace úrokových plateb, 2002 – 2004 (stav ke konci let)



### Kurzové riziko

Kurzová expozice státního dluhu zůstala i na konci roku 2004 na zanedbatelné úrovni, kterou tvoří USD směňky vydané pro úhradu účasti České republiky v EBRD. Eurová emise eurobondů byla na základě dohody mezi guvernérem ČNB a ministrem financí plně zajištěna proti kurzovému riziku, čímž byl zároveň eliminován potenciální apreciační tržní dopad jednorázové konverze emisního výnosu 1,5 mld. euro do korun. MF nerealizovalo ve 2. pololetí 2004 žádné emisní ani derivátové operace, které by zvýšili měnové riziko státního dluhu.

## 3.2. Řízení likvidity státního rozpočtu a státní pokladny

### 3.2.1. Vývoj likvidity státního rozpočtu v roce 2004

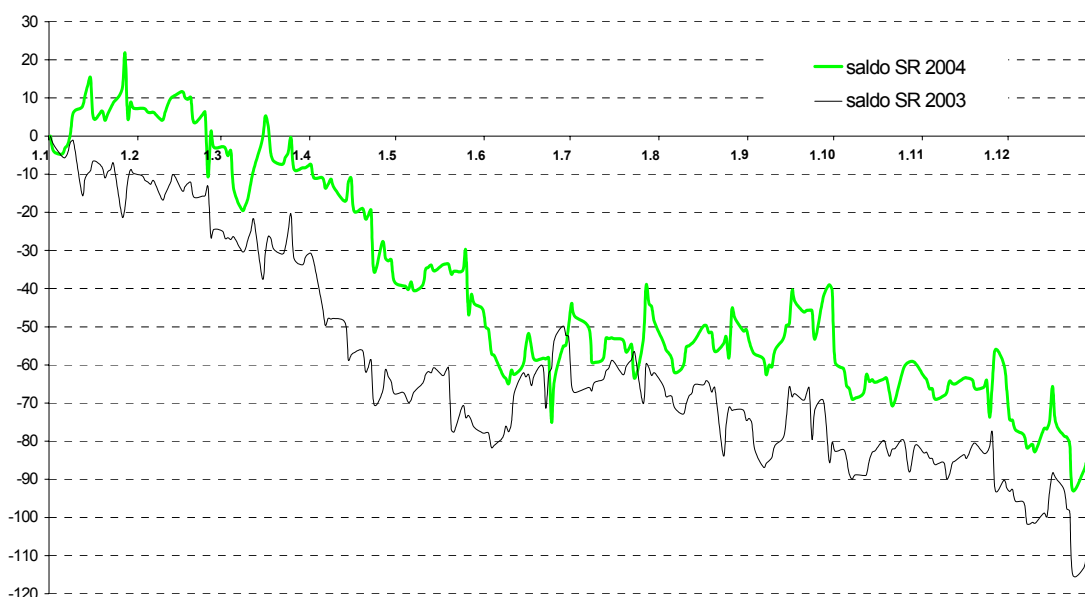
Ke schodku státního rozpočtu v roce 2004 došlo již v prvních dnech měsíce ledna stejně jako v roce 2003. Avšak na rozdíl od roku 2003, kdy v důsledku rychlejšího čerpání rozpočtových výdajů bylo saldo státního rozpočtu již od začátku ledna až do konce roku záporné, došlo k přebytku státního rozpočtu od 8. ledna roku 2004 v důsledku rychlejšího rozběhu rozpočtových příjmů v porovnání s čerpáním výdajů. Maximální výše přebytku salda státního rozpočtu byla zaznamenána dne 27. ledna, kdy dosáhla výše 21,76 mld. Kč. Dne 25. února následkem splatné vratky DPH ve výši 22,40 mld. Kč se saldo státního rozpočtu dostalo do záporných hodnot,

v nichž setrvalo až do 15. března. Další dva dny nastal naposledy v tomto roce přebytek salda státního rozpočtu. Od 18. března se již saldo státního rozpočtu nedostalo do kladných hodnot do konce roku, schodek rozpočtového hospodaření se stal trvalým jevem a postupně narůstal. Saldo státního rozpočtu nejprve oscillovalo v deficitu okolo -10 mld. Kč do 15. dubna, potom začal deficit postupně narůstat a dne 24. června při vratce daně z DPH dosáhl pololetního maxima -74,99 mld. Kč. Po této vratce DPH začal deficit státního rozpočtu klesat, především v důsledku výběru záloh na daně z příjmů. V samém závěru prvního pololetí se pak, jako každoročně, projevil zvýšený výběr daně z příjmu právnických osob. Rozpočtové hospodaření za první pololetí tak skončilo deficitem -49,70 mld. Kč. Výrazné odchylky byly v průběhu celého roku způsobeny především měsíční splatností daní z DPH, splatnými vratkami DPH a kvartální splatností daně z příjmu právnických osob.

V druhé polovině roku 2004 obdobně jako v roce 2003 pokračoval trvalý trend deficitního běžného hospodaření státního rozpočtu. Saldo oscillovalo v deficitu okolo -52 mld. Kč od začátku července do konce září, od října do konce listopadu okolo -64 mld. Kč. V prosinci začal deficit státního rozpočtu narůstat tak rychlým tempem, že dosáhl objemu -93,5 mld. Kč v posledním dni roku 2004.

Vývoj salda státního rozpočtu za rok 2004 a 2003 znázorňuje následující graf (v mld. Kč):

Vývoj salda státního rozpočtu v roce 2004 a 2003



Platný zákon o České národní bance nedovoluje poskytování přímého úvěru na krytí schodku státního rozpočtu ze strany centrální banky. Krátkodobý schodek státního rozpočtu vzniklý v důsledku nerovnoměrného plnění běžných rozpočtových

příjmů a výdajů je proto, v souladu se zákonem o rozpočtových pravidlech, kryt prodejem státních pokladničních poukázek (SPP) na mezibankovním trhu.

Limitního objemu prodaných SPP na krytí deficitu běžného hospodaření státního rozpočtu, který stanoví rozpočtová pravidla v závislosti na objemu výdajů schválených zákonem o státním rozpočtu, a který v roce 2004 činil 52,14 mld. Kč a rozpočtovaného schodku státního rozpočtu v objemu 115,67 mld. Kč, nebylo zdaleka dosaženo; nejvyšší objem prodaných SPP na tento účel dosáhl 87,97 mld. Kč v poslední pracovní den roku 2004. Rovněž v tomto období byly hotovostní potřeby rozpočtu kryty emisemi SPP na primárním trhu a prodejem SPP z portfolia MF.

### **3.2.2. Řízení likvidity v souvislosti se zavedením souhrnného účtu státní pokladny**

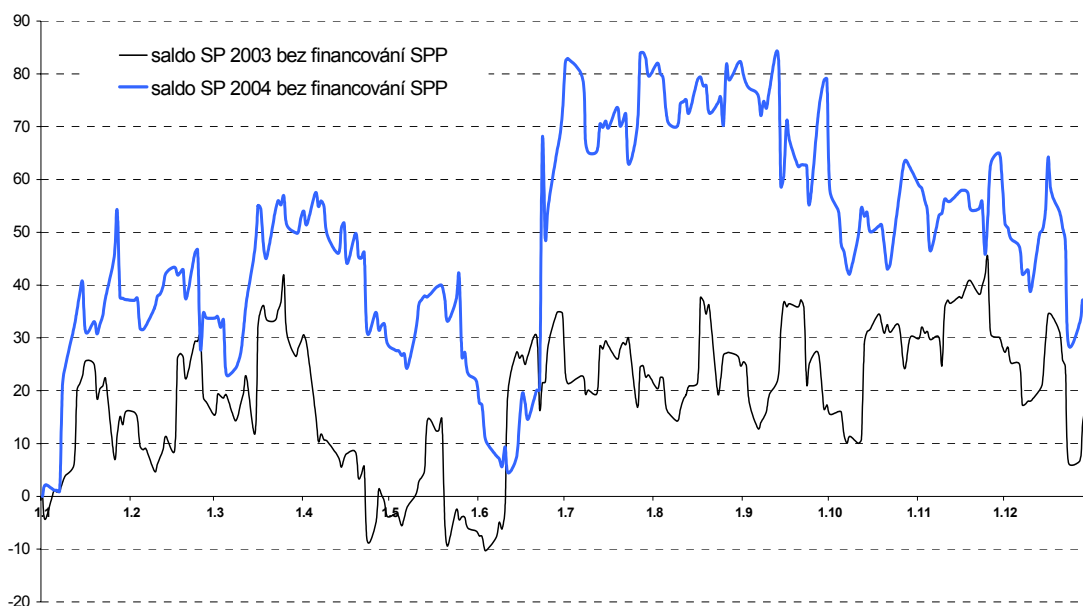
Od 1. ledna 2001 nabyt účinnosti zákon č. 218/2000 Sb. o rozpočtových pravidlech a o změně některých souvisejících zákonů. Tímto zákonem byl vytvořen souhrnný účet běžného hospodaření státní pokladny, který vede ze zákona ČNB. Na tomto účtu jsou evidovány všechny příjmy a výdaje státního rozpočtu, výnosy z prodeje státních dluhopisů a z přijatých úvěrů určených k překonání pokladního schodku státního rozpočtu a příjmy územních samosprávných celků spravované finančními úřady. Oproti rokům, kdy byla řízena pouze likvidita státního rozpočtu, umožnilo zavedení státní pokladny zapojení zůstatků na účtech pro převod daní finančních úřadů a státních fondů a netermínovaných státních finančních aktiv do financování státního rozpočtu v průběhu běžného roku.

#### **Vývoj likvidity státní pokladny v roce 2004**

Vývoj salda státní pokladny byl v roce 2004 ve srovnání s rokem 2003 nejvíce ovlivněn především velmi příznivě se vyvíjejícím saldem státního rozpočtu (schodek rozpočtu byl menší o 22,9 mld. Kč než plánovaný) a v důsledku toho nadměrnými emisemi státních pokladničních poukázek a dluhopisů (zejména zahraniční emisí eurobondů ve výši 48 824,4 mil. Kč dne 23. 6. 2004).

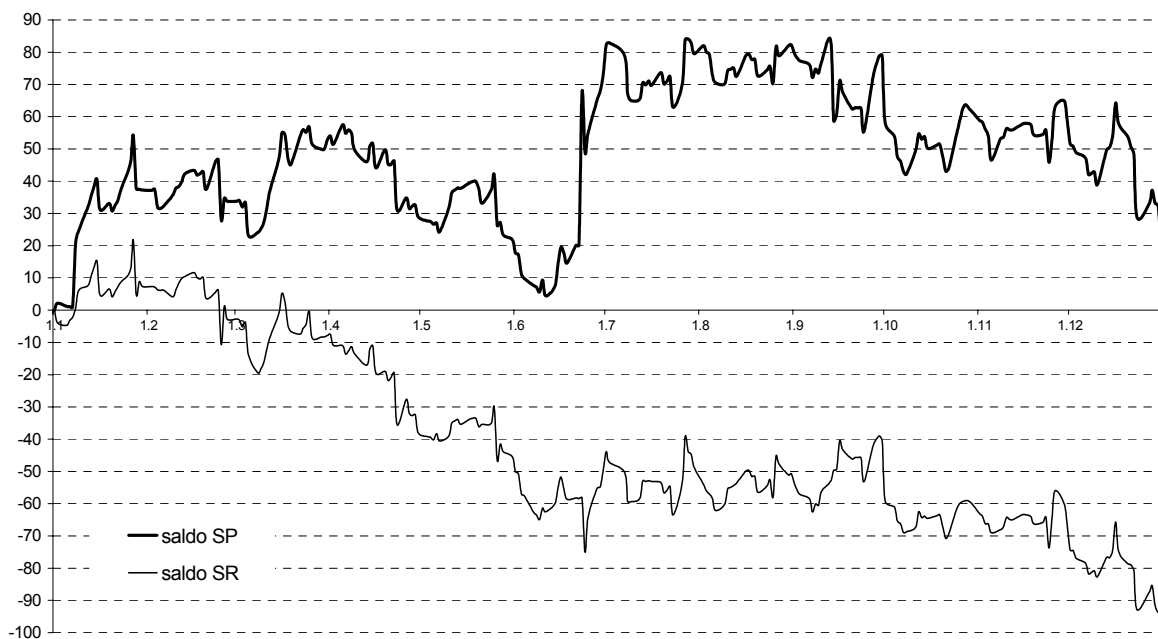
Vývoj salda státní pokladny za rok 2004 a 2003 znázorňuje následující graf (v mld. Kč):

**Vývoj salda státní pokladny v roce 2004 a 2003 bez financování SPP**

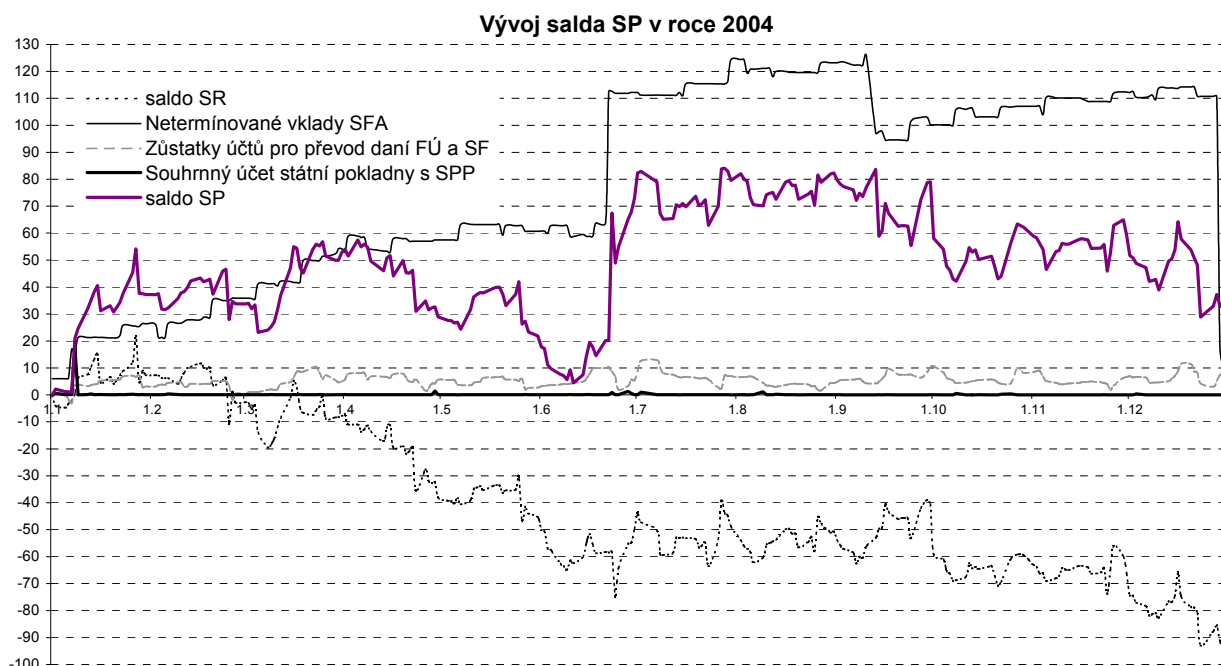


Vývoj salda běžného hospodaření státního rozpočtu a vývoj salda státní pokladny bez financování státními pokladničními poukázkami znázorňuje níže uvedený graf (v mld. Kč):

**Vývoj salda SR a SP bez financování SPP v roce 2004**



Vývoj salda státní pokladny včetně financování státní pokladny znázorňuje následující graf (v mld. Kč):



Proto také investice do poukázek ČNB byly v roce 2004, zejména ve 3. čtvrtletí, podstatně vyšší ve srovnání s předchozím rokem, aby tak byl neutralizován dopad nadměrného stavu státních pokladničních poukázek na saldo státního rozpočtu.

### **3.2.3. Efekty ze zapojení účtů finančních úřadů a státních finančních aktiv do financování salda státního rozpočtu**

V rámci řízení likvidity souhrnného účtu státní pokladny byly v roce 2004 provedeny krátkodobé investice do poukázek ČNB v objemu 1 998 257 mil. Kč, splátky přitom dosáhly do konce roku 1 991 766 mil. Kč. K 31. 12. 2004 tak byly na majetkovém účtu MF evidovány poukázky ČNB v nominální hodnotě 6 491 mil. Kč. Celkový výnos těchto investic činil 1 106 242 305,53 Kč.

Následující tabulka porovnává výnosy a náklady dosažené při řízení likvidity v roce 2004 se stejným obdobím předchozího roku:

mil. Kč

	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2004/2003</b> (%)
Výnosy z operací při řízení likvidity s P ČNB	542,89	1 106,24	203,77
Úrokové náklady na SPP pro řízení likvidity	-5,68	-1,02	17,96
<b>Celkem</b>	<b>537,21</b>	<b>1 105,22</b>	<b>205,73</b>

Z tabulky je zřejmé, že zatímco za rok 2004 úspory převýšily náklady celkem o 537,21 mil. Kč, ve stejném období roku 2004 úspory převýšily náklady o 1 105,22 mil. Kč. Operacemi na krytí schodku státní pokladny včetně operací s přebytkem finančních zdrojů bylo dosaženo v roce 2004 o 568,01 mil. Kč vyššího výnosu než v roce 2003.

Tabulka 1

## Vývoj státního dluhu České republiky v roce 2004

mld. Kč

Název	Stav k 1. 1. 2004	Výpůjčky (a)	Splátky (b)	Kurzový rozdíl (c)	Celková změna (a - b + c)	Stav k 31. 12. 2004
<b>STÁTNÍ DLUH CELKEM</b>	<b>493,185</b>	<b>450,541</b>	<b>350,810</b>	<b>-0,015</b>	<b>99,716</b>	<b>592,900</b>
<b>Vnitřní dluh</b>	<b>479,854</b>	<b>392,741</b>	<b>350,039</b>		<b>42,702</b>	<b>522,557</b>
SPP na účtu OFT	-6,514	2,021	2,021		0,000	-6,514
SPP na umořovacím účtu	167,096	273,981	309,018		-35,037	132,059
26. emise střednědobých dluhopisů (1999)	0,005		0,005		-0,005	0,000
Emise 26A střednědobých dluhopisů (2000)	4,995		4,995		-4,995	0,000
28. emise střednědobých dluhopisů (1999)	5,000		5,000		-5,000	0,000
31. emise střednědobých dluhopisů (2000)	22,000				0,000	22,000
32. emise dlouhodobých dluhopisů (2000)	20,000				0,000	20,000
33. emise dlouhodobých dluhopisů (2000)	21,000				0,000	21,000
34. emise dlouhodobých dluhopisů (2001)	35,000				0,000	35,000
35. emise střednědobých dluhopisů (2001)	29,000		29,000		-29,000	0,000
36. emise dlouhodobých dluhopisů (2001)	50,272				0,000	50,272
37. emise střednědobých dluhopisů (2001)	28,000				0,000	28,000
38. emise střednědobých dluhopisů (2003)	26,000	4,000			4,000	30,000
39. emise střednědobých dluhopisů (2003)	34,000	7,000			7,000	41,000
40. emise dlouhodobých dluhopisů (2003)	29,000	31,067			31,067	60,067
41. emise dlouhodobých dluhopisů (2003)	15,000	29,053			29,053	44,053
42. emise střednědobých dluhopisů (2004)	0,000	27,620			27,620	27,620
43. emise střednědobých dluhopisů (2004)	0,000	18,000			18,000	18,000
<b>Vnější dluh</b>	<b>13,330</b>	<b>57,799</b>	<b>0,771</b>	<b>-0,015</b>	<b>57,013</b>	<b>70,344</b>
Eurobondy	0,000	48,824			48,824	48,824
Půjčky od EIB	11,730	8,925			8,925	20,655
Směnky pro úhradu účasti u EBRD	0,094	0,049	0,047	-0,015	-0,012	0,082
Směnky pro úhradu účasti u IBRD	1,507		0,724		-0,724	0,782



Tabulka 2

Výdaje na státní dluh České republiky v roce 2004

v tis. Kč

	Čistý úmor	Úrok	Poplatky dluhové služby	Celkové výdaje
<b>CELKEM</b>	<b>39 046 652,704</b>	<b>26 764 703,452</b>	<b>69 022,407</b>	<b>65 880 378,562</b>
<b>Vnitřní státní dluh</b>	<b>39 000 000,000</b>	<b>26 072 911,849</b>	<b>67 828,922</b>	<b>65 140 740,771</b>
SPP pro běžné hospodaření		-1 026,667		-1 026,667
SPP pro financování dlouhodobého dluhu		4 233 167,115		4 233 167,115
26. emise střednědobých dluhopisů (1999)	5 000,000	397,500	15,160	5 412,660
Emise 26A střednědobých dluhopisů (2000)	4 995 000,000	397 102,500	23,835	5 392 126,335
28. emise střednědobých dluhopisů (1999)	5 000 000,000	365 000,000	336,478	5 365 336,478
31. emise střednědobých dluhopisů (2000)		1 485 000,000	180,464	1 485 180,464
32. emise střednědobých dluhopisů (2000)		1 260 000,000	176,499	1 260 176,499
33. emise dlouhodobých dluhopisů (2000)		1 344 000,000	176,513	1 344 176,513
34. emise dlouhodobých dluhopisů (2001)		2 323 527,539	208,098	2 323 735,637
35. emise střednědobých dluhopisů (2001)	29 000 000,000	1 753 490,810	189,006	30 753 679,816
36. emise dlouhodobých dluhopisů (2001)		3 292 840,235	187,169	3 293 027,404
37. emise střednědobých dluhopisů (2001)		1 596 000,000	177,409	1 596 177,409
38. emise střednědobých dluhopisů (2003)		622 332,000	1 036,076	623 368,076
39. emise střednědobých dluhopisů (2003)		869 065,608	2 335,743	871 401,351
40. emise dlouhodobých dluhopisů (2003)		3 812 807,928	17 689,703	3 830 497,631
41. emise dlouhodobých dluhopisů (2003)		2 502 278,866	23 799,444	2 526 078,310
42. emise střednědobých dluhopisů (2004)		210 781,302	9 435,210	220 216,512
43. emise střednědobých dluhopisů (2004)		6 147,112	3 781,605	9 928,717
Ostatní			8 080,511	8 080,511
<b>Vnější státní dluh</b>	<b>46 652,704</b>	<b>691 791,602</b>	<b>1 193,485</b>	<b>739 637,791</b>
Eurobondy		367 287,155	1 190,440	368 477,595
Půjčky od EIB		324 504,448	3,045	324 507,493
Směnky pro úhradu účasti u IBRD a EBRD	46 652,704			46 652,704

Tabulka 3

## Přehled emisí SPP v roce 2004

Číslo emise	Datum emise	Datum splatnosti	Objem v mil. Kč			Životnost ve dnech	Výnos v % pa
				prodáno	do portfolia MF		
410	2. 1. 2004	2. 7. 2004	12 000	8 867	3 133	182	2,17
411	9. 1. 2004	9. 4. 2004	18 000	12 000	6 000	91	2,04
412	23. 1. 2004	21. 1. 2005	10 000	10 000		364	2,30
413	6. 2. 2004	5.11. 2004	8 000	8 000		273	2,20
414	13. 2. 2004	13. 8. 2004	11 000	11 000		182	2,10
415	20. 2. 2004	21. 5. 2004	18 000	12 000	6 000	91	2,02
416	5. 3. 2004	4. 3. 2005	8 000	8 000		364	2,29
417	12. 3. 2004	11. 6. 2004	18 000	12 000	6 000	91	2,01
418	26. 3. 2004	23.12. 2004	8 000	8 000		272	2,13
419	2. 4. 2004	1.10. 2004	8 000	8 000		182	2,05
420	9. 4. 2004	9. 7. 2004	15 000	8 000	7 000	91	2,01
421	16. 4. 2004	15. 4. 2005	7 715	7 715		364	2,23
422	30. 4. 2004	28. 1. 2005	8 000	8 000		273	2,18
423	21. 5. 2004	20. 8. 2004	15 000	8 000	7 000	91	2,10
424	28. 5. 2004	26.11. 2004	4 916	4 916		182	2,33
425	4. 6. 2004	3. 6. 2005	7 399	7 399		364	2,71
426	11. 6. 2004	10. 9. 2004	15 000	8 000	7 000	91	2,25
427	2. 7. 2004	31.12. 2004	8 000	8 000		182	2,63
428	9. 7. 2004	8.10. 2004	15 000	8 000	7 000	91	2,39
429	16. 7. 2004	15. 7. 2005	7 000	7 000		364	2,90
430	6. 8. 2004	6. 5. 2005	7 000	7 000		273	2,73
431	13. 8. 2004	11. 2. 2005	8 000	8 000		182	2,69
432	20. 8. 2004	19.11. 2004	15 000	8 000	7 000	91	2,58
433	3. 9. 2004	2. 9. 2005	7 000	7 000		364	2,94
434	10. 9. 2004	10.12. 2004	15 000	8 000	7 000	91	2,61
435	17. 9. 2004	17. 6. 2005	5 000	5 000		273	2,95
436	1.10. 2004	1. 4. 2005	5 431	5 431		182	2,96
437	8.10. 2004	7. 1. 2005	17 000	7 000	10 000	91	2,70
438	15.10. 2004	14.10. 2005	5 000	5 000		364	2,94
439	5.11. 2004	5. 8. 2005	5 000	5 000		273	2,80
440	19.11. 2004	18. 2. 2005	17 000	7 000	10 000	91	2,51
441	26.11. 2004	27. 5. 2005	5 000	5 000		182	2,60
442	3.12. 2004	2.12. 2005	5 000	5 000		364	2,80
443	10.12. 2004	11. 3. 2005	16 000	6 000	10 000	91	2,47
444	23.12. 2004	23. 9. 2005	5 000	5 000		274	2,66