

4 Hospodaření vládního sektoru – deficit a dluh

4.1 Zaměření fiskální politiky

V současnosti vykazuje Česká republika nadměrný deficit, který je překážkou na cestě ke splnění konvergenčních kritérií. K obnovení fiskální rovnováhy přijala vláda České republiky strategii konsolidace veřejných financí, která zajistí postupnou redukci deficitu vládního sektoru. V roce 2006 by deficit vládního sektoru neměl překročit 4,0 % HDP a v roce 2007 by deficit neměl být vyšší než 3,5 % HDP. Ve srovnání s úrovní deficitu vládního sektoru v roce 2004 se jedná o průměrný pokles o 0,7 p.b. ročně. Záměrem vlády je sledovat takové tempo fiskální konsolidace, které příliš nezbrzdí domácí poptávku a neohrozí sociální smír. Vedle snižování deficitu přistoupila vláda ke změně struktury daňových příjmů a vládních výdajů s cílem posílit nabídkovou stranu ekonomiky a vytvořit předpoklady pro akceleraci tempa růstu potenciálního produktu.

Reforma veřejných financí byla rozvržena do dvou fází. V první etapě reformy byl důraz kladen na zastavení deficitních tendencí a zpomalení dynamiky růstu veřejného dluhu. Navržená opatření se soustředila na posílení daňových příjmů a omezení růstu sociálních transferů a vládní spotřeby (viz PEP 2003). V průběhu druhé poloviny roku 2003 byly Parlamentem postupně schvalovány zákony uvádějící opatření navržená v rámci první etapy reformy veřejných financí do praxe.

V současnosti se připravuje druhá etapa reformy veřejných financí, která se orientuje na podporu ekonomického růstu a posílení dlouhodobé udržitelnosti veřejných financí. V rámci druhé etapy reformy byl připraven daňový balíček k podpoře hospodářského růstu. Daňové úpravy byly navrženy se záměrem podpořit investiční aktivitu, vědu a výzkum a zvýšit motivaci rodičů s nízkými příjmy k aktivnější účasti na trhu práce. K financování těchto opatření bude použito prostředků získaných z úpravy nepřímých daní.

Příjmové a výdajové reformy jsou doprovázeny změnou institucionálního rámce rozpočtového procesu. Nejvýznamnějším opatřením je zavedení institutu fiskálního cílení, v jehož rámci jsou definovány závazné střednědobé výdajové rámce (viz kapitola 8). V první polovině tohoto roku bude schválena novela rozpočtových pravidel, která upravuje povinnosti týkající se předkládání střednědobých výdajových rámců. Lze očekávat, že zavedením střednědobých výdajových rámců dojde k posílení střednědobé orientace rozpočtu a ke zlepšení rozpočtové disciplíny, že bude vytvořen tlak na racionalizaci diskrečních výdajů a bude posílena kontrola nad vývojem mandatorních výdajů.

4.2 Hospodaření vládního sektoru v letech 2003 a 2004

Hodnocení výsledků hospodaření vládního sektoru je poznamenáno řadou metodických úprav, ke kterým v tomto roce na doporučení Eurostatu přistoupil ČSÚ (viz příloha 9.2). Při zohlednění těchto úprav dosáhl v roce 2003 deficit vládního sektoru 13,6 % HDP, v roce 2004 se očekává pokles deficitu na 5,6 % HDP¹². Nejvýznamněji se ve výsledku hospodaření

¹² Rok 2003 představuje předběžný odhad a plně se kryje s údaji z březnové notifikace. Na rozdíl od březnové notifikace jsou zde uváděné deficitní poměry v roce 2003 k nerevidovanému HDP (viz box 3.1). Rok 2004 vychází ze schváleného rozpočtu, ale na rozdíl od notifikace obsahuje i očekávané dopady daňových změn a

4 Hospodaření vládního sektoru

vládního sektoru projevila změna zachycování rizikových státních garancí. Objemově největší záruky byly poskytnuty v souvislosti s řešením transformačních problémů bankovního sektoru. Státní záruky jsou v okamžiku prvního čerpání klasifikovány jako kapitálový transfer, který zvyšuje výdaje o celkovou výši záruky bez ohledu na to, kdy bude realizována zbylá část záruky. Nestandardní státní záruky tak vedle operací ČKA představují další cestu, kterou se transformační náklady promítají do výdajů, deficitu a dluhu vládního sektoru. V roce 2003 dosáhl kapitálový transfer z titulu poskytnutých státních garancí 7,7 % HDP. Pokud bychom deficit očistili o mimořádný vliv poskytnutých státních garancí, činil by v roce 2003 6,0 % HDP a v roce 2004 5,1 % HDP.

Pokud očistíme výdaje a deficit v roce 2003 o realizované bankovní státní garance, dosáhl deficit vládního sektoru nižší hodnoty, než se očekávalo v průběhu loňského roku (PEP 2003). Deficit je o téměř dva procentní body nižší a to navzdory vyššímu než očekávanému kapitálovému transferu z ČKA (37,9 mld. Kč oproti 29,5 mld. Kč). Důvodem příznivějšího vývoje byl vyšší růst daňových příjmů (zejména nepřímé daně) a nedaňových příjmů (dividendy) a nižší objem výdajů v segmentu mimorozpočtových fondů. Oproti rozpočtovým záměrům snížily významně své výdaje státní a privatizační fondy (zejména SFDI a FNM).

V roce 2004 byla zahájena reforma veřejných financí a státní rozpočet a rozpočty státních fondů na rok 2004 byly připraveny jako úsporné. Deficit očištěný o státní záruky se sníží o 0,8 p.b. Pro plnou srovnatelnost by však bylo nutné vyloučit nejenom vliv státních záruk, ale celé transformační náklady, včetně operací transformačních institucí. Takto upravený deficit ale zůstane na úrovni roku 2003 a bude činit 4,4 % HDP. Důvodem stagnace deficitu upraveného o transformační náklady, které jsou svou povahou dočasné, je očekávaný rozpočtový dopad vstupu do EU, který v roce 2004 dosáhne 0,6 % HDP¹³. Na srovnatelné bázi (bez vlivu transformačních nákladů a rozpočtových dopadů vstupu do EU) podíl deficitu na HDP klesne o uvedených 0,6 p.b. K poklesu deficitu v roce 2004 nejvíce přispěje ta část centrální vlády, na níž se vztahuje fiskální cílení – státní rozpočet a státní fondy.

Příjmy vládního sektoru se v roce 2004 zvýší nárůstem daňových příjmů, který odráží daňové změny schválené v první fázi reformy veřejných financí, a také z titulu příjmu rozpočtových kompenzací z EU. Výdaje vládního sektoru (očištěné o poskytnuté záruky) se v podílu na HDP mírně sníží a to navzdory růstu některých výdajů, zejména tvorby fixního kapitálu a běžných transferů (z titulu odvodu vlastních zdrojů do rozpočtu EU). Konečný výsledek roku 2004 není zcela bez rizik. Ta vyplývají především z míry přesnosti odhadu výnosu daňových změn a z možných dodatečných požadavků na rozpočtové výdaje.

V roce 2004 se bude kumulovat řada daňových změn, jejichž dopady na chování ekonomických subjektů a rozpočtové příjmy lze kvantifikovat pouze s velkou mírou nejistoty. Již na začátku tohoto roku se také objevilo riziko překročení některých výdajů. Jedná se zejména o vyšší valorizaci důchodů, tlak na zvýšení mzdových prostředků zaměstnanců vládního sektoru a zvýšení nákladů na dluhovou službu. Bez rizik není ani konečná bilance změn připravených v druhé etapě reformy veřejných financí, které ovlivní již rozpočet roku 2004.

kompenzačních sociálních dávek připravených pro druhou etapu reformy veřejných financí. Hlavní rozdíly oproti notifikaci tak tvoří dopady daňových změn připravených v druhé etapě reformy (+0,2 % HDP), schválené kompenzační sociální dávky (-0,3 % HDP) a zpřesnění akruálních dopadů daňových reforem z první fáze reformy (+0,4 % HDP).

¹³ Rozdíl mezi příjmem z rozpočtových kompenzací (10,6 mld. Kč) na jedné straně a odvodem vlastních zdrojů (-17,4 mld.), poklesem příjmů z titulu výpadku cel se zeměmi EU (- 3,5 mld.) a navýšením dotací zemědělcům (-5,8 mld.) na straně druhé.

4 Hospodaření vládního sektoru

K celkovému deficitu vládního sektoru přispívá největší měrou deficit centrální vlády, která také absorbuje veškeré náklady spojené s transformací české ekonomiky (operace transformačních institucí, bankovní státní záruky). Naopak příspěvek deficitu územních samospráv se snížil z úrovně 0,2 % HDP na 0,0 % HDP. Hospodaření zdravotních pojišťoven je téměř vyrovnané.

Tabulka 4.1: Deficit a dluh vládního sektoru podle subsektorů

v % HDP	kód ESA	Rok 2000	Rok 2001	Rok 2002	Rok 2003 (1)	Rok 2004 (2)
Čisté půjčky (B9) podle subsektorů						
Vládní instituce	S13	-4,9	-6,9	-6,8	-13,6	-5,6
Ústřední vládní instituce	S1311	-4,7	-6,1	-6,1	-13,2	-5,8
Místní vládní instituce	S1313	-0,4	-0,8	-0,5	-0,2	0,0
Fondy sociálního zabezpečení	S1314	0,2	0,0	-0,2	-0,2	0,1
Dluh podle subsektorů						
Vládní instituce	S13	19,7	26,9	30,6	39,7	40,5
Ústřední vládní instituce	S1311	18,1	25,1	28,5	37,1	37,7
Místní vládní instituce	S1313	1,6	1,8	2,0	2,6	2,8
Fondy sociálního zabezpečení	S1314	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

(1) Notifikace

(2) Údaje byly oproti březnové notifikaci upraveny o nové skutečnosti (dopady daňových změn připravených v druhé etapě reformy, schválené kompenzační dávky a zpřesnění akruálních dopadů daňových reforem z první fáze reformy).

Zdroj: MF ČR

Z důvodu změny klasifikace poskytnutých státních záruk doznala významných změn i úroveň vládního dluhu. Dluh ke konci roku 2003 činil 39,7 % HDP a v roce 2004 se očekává, že překročí hranici 40 % HDP. Z této částky připadá na imputované státní garance cca 10 % HDP. Stav defoltních státních záruk imputovaných do vládního dluhu nemá plný odraz v konkrétních dluhových instrumentech, proto ani nemá bezprostřední negativní dopady na výši úrokových sazeb a dluhovou službu. Vzhledem ke splátkovému kalendáři rozvrženému u některých záruk až do roku 2028 se bude tato část dluhu přeměňovat na konkrétní dluhové instrumenty postupně v návaznosti na to, jak bude vláda nucena financovat platby spojené s čerpáním státních záruk.

Pokud bychom vyloučili stav záruk imputovaných do dluhu, zjistili bychom, že úroveň vládního dluhu byla ke konci roku 2003 o více než 1 p.b. nižší a ke konci roku 2004 je dokonce o 3,5 p.b. nižší ve srovnání s očekáváním z loňského roku (PEP 2003). Tento výsledek lze vysvětlit zejména nižším deficitem (očištěným o tok státních záruk). Vzhledem k tomu, že nejvyšší deficity vykazuje centrální vláda, podílí se dluh centrální vlády na celkovém dluhu rozhodující měrou a představuje cca 93 % celkového dluhu. Zbytek tvoří téměř výhradně dluh územních samospráv, jehož výše by se dále neměla v podílu na HDP zvyšovat.

4.3 Střednědobý fiskální rámec

V loňském roce se vláda zavázala snížit deficit vládního sektoru na 4,0 % HDP v roce 2006. Tento cíl zůstává platný a byl doplněn i o cíl pro rok 2007. V roce 2007 by deficit neměl překročit 3,5 % HDP. V porovnání s úrovní deficitu vládního sektoru v roce 2004 se jedná

4 Hospodaření vládního sektoru

o průměrný roční pokles o 0,7 p.b. K rychlejšímu snižování deficitu dojde v roce 2005 a 2006. V roce 2005 přispěje k poklesu deficitu odeznění transformačních nákladů a skutečnost, že výdaje vlády podle předpokladu nezatíží dodatečné státní záruky. V roce 2007 se rychlost poklesu deficitu zpomalí na 0,5 p.b. Navržená trajektorie snižování deficitů napovídá, že k odstranění nadměrného deficitu by mohlo dojít v roce 2008.

Zatímco v roce 2004 přispěje k poklesu deficitu především zvýšení daňových příjmů, protože do tohoto roku se koncentrují rozpočtové dopady daňových změn přijatých v rámci první a druhé etapy reformy veřejných financí, bude vliv daňových změn v dalších letech postupně slábnout. Daňové příjmy v podílu na HDP budou dokonce klesat, protože se projeví dopady snížení daní z příjmů. Již od roku 2005 se tak těžiště snižování deficitu přesune na výdajovou stranu. S výjimkou vládních investic se očekává pokles podílu všech významných výdajových kategorií na HDP. Pouze úrokové platby vzrostou v důsledku růstu vládního dluhu a mírného růstu úrokových sazeb.

Základním nástrojem k zajištění poklesu fiskálního deficitu a dosažení cíle je stanovení závazných střednědobých výdajových rámců, které limitují objem výdajů státního rozpočtu a státních fondů v horizontu let 2004 až 2007. K poklesu deficitu bude proto nejvíce přispívat centrální vláda. Rozpočty územních samospráv budou podle předpokladů vykazovat mírné deficity. Nelze předpokládat, že územní samosprávy (obce a kraje) omezí objem zajišťovaných veřejných statků v době, kdy budou moci použít k financování projektů zdroje z EU. Kromě nepřímých a velmi zprostředkovaných nástrojů nedisponuje vláda nástroji, kterými může omezit deficitní hospodaření územních samosprávných celků. V současnosti se sice diskutuje možnost zavedení limitů dluhové služby pro územní samosprávy, ale uvažovaná výše limitů nebude efektivně omezovat prostor pro výpůjčky u většiny obcí. Hospodaření zdravotních pojišťoven bude po celou dobu vyrovnané.

Tabulka 4.2: Deficit podle subsektorů

v % HDP	kód ESA	Rok 2003	Rok 2004 (1)	Rok 2005 (2)	Rok 2006 (2)	Rok 2007 (2)
Čisté půjčky (B9) podle subsektorů						
Vládní instituce	S13	-13,6	-5,6	-4,9	-4,0	-3,5
Ústřední vládní instituce	S1311	-13,2	-5,8	-4,7	-3,8	-3,2
Místní vládní instituce	S1313	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,2
Fondy sociálního zabezpečení	S1314	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0

(1) Odhad

(2) Prognóza

Zdroj: MF ČR

Fiskální výhled je založen na očekávání mírně akcelerujícího růstu reálného HDP a stabilního mzdového a cenového vývoje. Produkční mezera v roce 2004 a 2005 je projektována jako mírně negativní. Skutečné tempo růstu HDP by mělo v letech 2005 až 2007 mírně překračovat tempo růstu potenciálního HDP. Produkční mezera se uzavře v roce 2006 a v roce 2007 se změní na slabě pozitivní. Vzhledem k nízkému rozdílu v úrovni a tempu růstu skutečného a potenciálního HDP se budou daňové příjmy pohybovat blízko své strukturální úrovně a cyklická komponenta rozpočtového salda bude téměř zanedbatelná.

V roce 2004 se bude cyklicky očištěný deficit pohybovat na úrovni 5,5 % HDP. V důsledku realizace fiskální reformy poklesne v roce 2006 na hodnotu 4,0 % HDP a v roce 2007 se dále

4 Hospodaření vládního sektoru

sníží na 3,6 % HDP. Vzhledem k očekávanému růstu úrokových plateb bude míra fiskální restrikce měřená poklesem cyklicky očištěné primární bilance ještě vyšší, než by napovídalo celkové saldo. Poklesu cyklicky očištěného deficitu bude dosaženo zejména poklesem veřejných výdajů a dočasným vzestupem daňové kvóty. Úsporná opatření budou realizována v době stabilního ekonomického růstu a neměla by podstatněji zbrzdit růst domácí poptávky. Na druhou stranu, teprve pokles cyklicky očištěného deficitu a jeho stabilizace na nízkých hodnotách vytvoří podmínky pro volné působení automatických fiskálních stabilizátorů během hospodářského cyklu.

Tabulka 4.3: Cyklicky očištěné saldo

v % HDP	kód ESA	Rok 2003	Rok 2004 (1)	Rok 2005 (2)	Rok 2006 (2)	Rok 2007 (2)
1. Růst HDP ve stálých cenách	B1g	2,9	2,8	3,1	3,3	3,5
2. Skutečné saldo	B9	-13,6	-5,6	-4,9	-4,0	-3,5
3. Úroky	D41	1,3	1,3	1,3	1,5	1,7
4. Potenciální růst HDP		2,6	2,7	3,0	3,1	3,1
5. Produkční mezera		-0,4	-0,3	-0,3	0,0	0,4
6. Cyklická složka rozpočtu		-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1
7. Cyklicky očištěné saldo (2 – 6)		-13,5	-5,5	-4,9	-4,0	-3,6
8. Cyklicky očištěné primární saldo (7 – 3)		-12,2	-4,2	-3,5	-2,5	-1,9

(1) Odhad

(2) Prognóza

Zdroj: MF ČR

4.4 Vývoj vládního dluhu a dluhová strategie do roku 2007

Počínaje rokem 2004 překročí podíl hrubého vládního dluhu na HDP hranici 40 % HDP a ke konci roku 2007 dosáhne hodnoty 44,0 % HDP. Následkem zahrnutí transformačních institucí do vládního sektoru a změny klasifikace státních záruk se Česká republika přesunula ze skupiny zemí s nízkou úrovní dluhu spíše do skupiny zemí s průměrnou úrovní dluhu. Aby došlo k zastavení růstu podílu dluhu na HDP, bylo by nutné stlačit deficit pod 3,0 % HDP. Z fiskálního rámce je zřejmé, že do roku 2007 nebudou pro pokles vládního dluhu vytvořeny předpoklady. Vláda usiluje o splnění konvergenčních kritérií v roce 2008 a teprve od tohoto roku by mohlo dojít k zastavení růstu podílu dluhu.

V uplynulých letech přispěly ke zvýšení vládního dluhu především náklady transformace ekonomiky a stabilizace bankovního sektoru. Dluhová projekce vychází z předpokladu, že aktivity transformačních institucí (zejména ČKA) budou postupně utlumovány a jejich ztráty hrazeny ze státního rozpočtu a rozpočtu FNM. Dalším předpokladem je, že vláda již nebude poskytovat žádné další rizikové garance. Realizované státní záruky budou postupně hrazeny, ale platby z tohoto titulu budou ovlivňovat pouze saldo vykazované na hotovostním principu. Z toho vyplývá, že závazky ČKA a imputované státní záruky se budou postupně transformovat do státního dluhu a obchodovatelných dluhových instrumentů. Nebude se měnit celková výše dluhu, ale pouze jeho struktura.

4 Hospodaření vládního sektoru

Tabulka 4.4: Struktura vládního dluhu podle subsektorů

v % HDP	kód ESA	Rok 2003	Rok 2004 (1)	Rok 2005 (2)	Rok 2006 (2)	Rok 2007 (2)
Dluh podle subsektorů						
Vládní instituce	S13	39,7	40,5	41,8	43,2	44,0
Ústřední vládní instituce	S1311	37,1	37,7	39,0	40,3	41,0
z toho: ČKA		6,0	4,0	2,3	1,3	0,6
státní záruky		10,5	9,8	8,7	7,9	7,3
Místní vládní instituce	S1313	2,6	2,8	2,8	2,9	2,9
Fondy sociálního zabezpečení	S1314	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1

(1) Odhad

(2) Prognóza

Zdroj: MF ČR

Fiskální rámec implikuje postupné zpomalování dynamiky růstu vládního dluhu. Po vysokých přírůstcích dluhu, které v období let 2000 až 2004 činily v průměru 5 procentních bodů HDP ročně, se očekává jejich snížení až pod jeden procentní bod ročně. Zpomalení růstu vládního dluhu je vedle metodických vlivů bezprostředním důsledkem reformy veřejných financí, která vede ke snižování primárního deficitu. V důsledku snížení primárního deficitu se jeho příspěvek k růstu vládního dluhu sníží ze 4,3 % HDP v roce 2004 na 1,8 % HDP v roce 2007. Relativně vysoký růst nominálního HDP blížící se 7 % ročně bude přispívat k erozi podílu dluhu na HDP ve výši cca 2,5 procentního bodu a význam tohoto faktoru se bude v čase mírně zvyšovat.

Negativně bude na úroveň dluhu působit vývoj úrokových plateb, které porostou v důsledku očekávaného růstu úrokových sazeb a dále rostoucí úrovně dluhu. Navzdory tomu, že stát stále drží významné podíly v energetických společnostech, nepracuje fiskální rámec po roce 2004 s žádnými dodatečnými příjmy z privatizace a to proto, že další postup privatizace není v této chvíli znám. Jakékoliv budoucí privatizační příjmy tak mohou pozitivně ovlivnit úroveň vládního dluhu. V roce 2005 se promítne v ostatních faktorech působících na úroveň dluhu rozdíl mezi akruálním a hotovostním dopadem daňových změn (DPPO). Pokles příjmů bude na hotovostní bázi zaznamenán až v roce 2006 a bude ho tedy nutné financovat až s ročním zpožděním.

Tabulka 4.5: Vývoj vládního dluhu a související ukazatele

v % HDP	kód ESA	Rok 2003	Rok 2004 (1)	Rok 2005 (2)	Rok 2006 (2)	Rok 2007 (2)
Úroveň hrubého dluhu		39,7	40,5	41,8	43,2	44,0
Změna hrubého dluhu		9,1	0,8	1,4	1,4	0,8
Příspěvky ke změně hrubého dluhu						
Primární saldo		12,3	4,3	3,6	2,5	1,8
Úroky	D41	1,3	1,3	1,3	1,5	1,7
Nominální růst HDP	B1g	-1,7	-2,4	-2,5	-2,6	-2,8
Ostatní faktory působící na úroveň dluhu		-2,8	-2,4	-1,1	0,0	0,1
Z toho: Příjmy z privatizace		-1,0	-1,0	0,0	0,0	0,0
p.m. implicitní úroková míra z úrovně dluhu		4,6	3,6	3,5	3,8	4,1

(1) Odhad

(2) Prognóza

Zdroj: MF ČR

4 Hospodaření vládního sektoru

Hlavní pozornost z hlediska řízení dluhu je věnována dluhu státnímu, který ke konci roku 2003 tvořil cca 89 % celkového konsolidovaného vládního dluhu (po vyloučení státních záruk a závazků ČKA). Státní dluh je tvořen téměř výhradně korunovým dluhem a expozice vůči měnovému riziku je v současné chvíli nulová. Na základě rozhodnutí ministerstva financí budou od druhého čtvrtletí tohoto roku zahájeny emise dlouhodobých státních dluhopisů denominovaných v euru na evropském kapitálovém trhu. Aby se nadměrně nezvýšila expozice vůči měnovému riziku, budou tyto emise zajištěny proti pohybu měnového kurzu.

Nejvýznamnější riziko pro financování vlády představuje v současnosti riziko refinanční a úrokové. Tato rizika jsou v centru pozornosti řízení rizik a při koncipování dluhové a emisní strategie. V oblasti řízení refinančního rizika je střednědobým cílem postupně restrukturalizovat dluhové portfolio prostřednictvím snižování podílu státních pokladničních poukázek a zvyšování podílu fixně úročených středně a dlouhodobých státních dluhopisů. V první fázi by měl být podíl krátkodobého státního dluhu se splatností do jednoho roku snížen ze současné úrovně kolem 40 % do pásma 25 – 30 %. Do konce roku 2006 by pak podíl krátkodobého dluhu měl cílově klesnout pod hranici 20 %.

V oblasti řízení úrokového rizika bylo vyhlášeno nové cílové pásmo pro modifikovanou duraci státního dluhu pro rok 2004 na úrovni 3,3 – 4,3 let. Ve srovnání s rokem 2003 dochází k symetrickému posunu pásma o 0,3 roku směrem nahoru. Vzhledem k vysoké dynamice růstu státního dluhu a rostoucí nominální expozici vůči úrokovému riziku se jeví pokračování ve strategii prodloužení durace jako optimální strategie státu i v budoucích letech.

Tabulka 4.6: Státní dluh z hlediska úročení

v %	Rok 2001	Rok 2002	Rok 2003
1. Fixně úročený dlouhodobý dluh	44,8	57,1	64,7
1a. z toho: splatný do 1 roku	4,6	7,2	7,9
2. Variabilně úročený dlouhodobý dluh	0,7	1,1	2,4
3. Státní pokladniční poukázky	54,1	41,4	32,6
4. Bezúročný dluh	0,4	0,4	0,3
5. Dluh s úrokovou refixací do 1 roku (1a + 2 + 3 + 4)	59,7	50,0	43,2
6. Po zahrnutí efektu úrokových swapů	59,7	47,0	36,8

Zdroj: MF ČR

Ze struktury státního dluhu z hlediska úročení je zřejmé, že expozice vůči úrokovému riziku je stále vysoká. Přes 40 % dluhového portfolia je v horizontu do jednoho roku vystaveno neočekávaným změnám úrokových sazeb. Postupná redukce úrokového rizika je zajišťována prostřednictvím snižování podílu státních pokladničních poukázek, emisí fixně úročených středně a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím a brzy i zahraničním kapitálovém trhu a od roku 2002 také aktivním využíváním úrokových swapů. Díky swapovým operacím se úrokové riziko přiblížilo ke střednědobému cíli, podle něhož by podíl státního dluhu vystaveného refixaci nominálních úrokových plateb do jednoho roku měl činit maximálně 30 %. Tohoto cíle by mělo být dosaženo nejlépe do konce roku 2004, nejpozději však v roce 2006.

Ke konci roku 2003 dosáhla modifikovaná durace hodnoty 3,3 roku a byl tak splněn cíl definovaný pro tento rok. Z pohledu dluhového manažera vyjadřuje durace průměrnou dobu, za kterou se současná změna tržních úrokových sazeb promítne do plateb plynoucích ze současné struktury dluhového portfolia. Z výše státního dluhu a jeho struktury z hlediska

4 Hospodaření vládního sektoru

úročení lze odvodit, že zvýšení úrokových sazeb o jeden procentní bod by při zohlednění efektu úrokových swapů v horizontu jednoho roku zvýšilo úrokové platby o cca 1,8 mld. Kč (0,1 % HDP).