

## B. STÁTNÍ DLUH

### 1. Vývoj státního dluhu

Státní dluh se v průběhu 1. čtvrtletí letošního roku **zvýšil z 592,9 mld. Kč na 618,2 mld. Kč**, t.j. o 25,3 mld. Kč (o 4,3 %), a to výhradně **v důsledku růstu zahraničního dluhu o 30,1 mld. Kč (vliv 2. eurobondové emise)**, při současném poklesu vnitřního dluhu o 4,7 mld. Kč.

Tržní hodnota státního dluhu na konci 1. čtvrtletí roku 2005 činí 662,6 mld. Kč

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

mil. Kč

	Stav 1. 1. 2005	Výpůjčky (a)	Splátky (b)	Kurzové rozdíly (c)	Změna (a-b+c)	Stav 31. 3. 2005
<b>STÁTNÍ DLUH CELKEM</b>	<b>592 900</b>	<b>140 813</b>	<b>115 492</b>	<b>5</b>	<b>25 326</b>	<b>618 226</b>
<b>Vnitřní dluh</b>	<b>522 557</b>	<b>110 754</b>	<b>115 492</b>	<b>x</b>	<b>-4 738</b>	<b>517 819</b>
Státní pokladniční poukázky	125 545	94 492	93 492	x	1 000	126 545
Střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy	397 012	16 262	22 000	x	-5 738	391 274
<b>Vnější dluh</b>	<b>70 344</b>	<b>30 058</b>	<b>x</b>	<b>5</b>	<b>30 064</b>	<b>100 407</b>
Eurobondy	48 824	30 058	x	2	30 061	78 885
Půjčky od EIB	20 655	x	x	x	0	20 655
Směnky pro úhradu účasti u IBRD a EBRD	864	x	x	3	3	867

Státní výpůjčky v 1. čtvrtletí roku 2005 spočívaly **výhradně v emisích státních dluhopisů**. Bylo realizováno 8 emisí krátkodobých státních dluhopisů - státních pokladničních poukázek (SPP), které byly primárně určeny k financování dlouhodobého státního dluhu. **Celkový objem výpůjček prodejem SPP dosáhl v uvedeném období 94,5 mld. Kč.**

V 1. čtvrtletí roku 2005 pokračovalo MF ve vydávání střednědobých a dlouhodobých dluhopisů na domácím trhu podle emisního plánu v souladu s emisní politikou nastoupenou od začátku roku 2000. Celkově dosáhla **emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím trhu v 1. čtvrtletí roku 2005 objemu 16,3 mld. 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 (% p.a.)
40, 9. tranše	24. 1. 2005	16. 6. 2013	4 896,79	4 856,34	3,70	3,81
43, 4. tranše	7. 2. 2005	2. 8. 2007	4 982,74	5 142,27	3,95	2,60
41, 8. tranše	21. 2. 2005	18. 8. 2018	2 982,81	3 203,60	4,60	3,88
42, 7. tranše	21. 3. 2005	22. 3. 2009	3 400,00	3 523,06	3,80	2,83

**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% p.a.** Úrokové rozpětí bylo stanoveno 10 basicých 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% p.a.**

**Finanční prostředky získané prodejem jak emisí SPP, tak emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů sloužily ke splátkám jistin dlouhodobého státního dluhu a ke krytí schodků státního rozpočtu.**

**Prémie emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů dosáhly v 1. čtvrtletí roku 2005 výše 503 mil. Kč** a byly převedeny do příjmů kapitoly VPS. Diskontem ve výši 40 mil. Kč skončila pouze jediná ze čtyř tranší vydaných v 1. čtvrtletí roku 2005. **Tato příznivá skutečnost byla způsobena poklesem úrokových sazeb na kapitálovém trhu** ve srovnání s obdobím, kdy byly stanovovány kupónové sazby emisí, jejichž tranše byly v 1. čtvrtletí roku 2005 vydávány. Pro srovnání v 1. čtvrtletí roku 2004 dosáhly prémie výše 55 mil. Kč.

**Objem státních dluhopisů v oběhu vzrostl v 1. čtvrtletí roku 2005 o 25,3 mld. Kč** (v nominálním vyjádření) z 571,4 mld. Kč na 596,7 mld. Kč, t.j. o 4,4 %.

V průběhu 1. čtvrtletí 2005 **nebyly čerpány žádné nové tranše půjček od Evropské investiční banky.** Stav půjček od EIB tak na konci 1. čtvrtletí 2005 zůstává 20,7 mld. Kč.

### **Vývoj úrokových sazeb**

**Trend výnosů v aukcích SPP byl v 1. čtvrtletí 2005 klesající,** a to především na delším konci výnosové křivky. Zatímco koncem ledna činil průměrný výnos SPP s původní dobou do splatnosti 52 týdnů **2,70 % p.a., počátkem března poklesl na 2,06% p.a.**

**Výnosy do splatnosti v primárních aukcích byly u všech tranší střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v 1. čtvrtletí 2005 nižší než v posledním čtvrtletí roku 2004.** U 3letých dluhopisů (43. emise) došlo proti předchozí tranši prodané ve 4. čtvrtletí roku 2004 k poklesu o 62 basických bodů (výnos 3,22% p.a. v listopadu 2004 oproti 2,60% p.a. v únoru 2005), u 5letých dluhopisů (42. emise) poklesl výnos do splatnosti vzhledem k předchozí tranši o 118 basických bodů (výnos 4,01% p.a. v říjnu 2004 oproti 2,83% p.a. v březnu 2005), u 10letých dluhopisů (40. emise) činil pokles výnosu do splatnosti 92 basických bodů (výnos v listopadu 2004 4,73% p.a., v následující tranši v lednu 2005 3,82% p.a.), u 15letých dluhopisů (41. emise) poklesl výnos do splatnosti proti předchozímu čtvrtletí o 69 basických bodů (výnos v prosinci 2004 činil 4,57% p.a., v následující únorové aukci pak byl 3,88% p.a.).

## 2. Dluhová strategie a řízení rizik

Ministerstvo financí dne 6. prosince 2004 zveřejnilo 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 prvního čtvrtletí 2005 shrnuje následující přehled.

UKAZATEL	Vyhlášený cíl pro rok 2005	Stav k 31. 3. 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	+16,3 mld. Kč
Čistá emise SPP	-24,0 až -50,0 mld. Kč	+1,0 mld. Kč
Půjčky od EIB	11,78 mld. Kč	0,0 mld. Kč
Krátkodobý státní dluh	24% a méně	25,45%
Průměrná doba do splatnosti	5,5 až 6,5 let	5,64
Modifikovaná durace	3,8 ± 0,4 let	4,12

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

Zdroj: MF ČR, Bloomberg

V oblasti zahraničního financování došlo v březnu v souladu s dluhovou strategií k úspěšné emisi historicky druhého eurobondu České republiky v objemu 1 mld. EUR, což představuje 22% ze schváleného maximálního limitu pro rok 2005.

Další případné působení na zahraničním trhu bude záviset na aktuálních tržních podmínkách a na rozhodnutí ministra financí.

V oblasti domácí emisní činnosti došlo vzhledem ke splátce 31. emise v objemu 22 mld. Kč k čisté disemisi SDD v hodnotě 5,7 mld. Kč. Emitovaný objem SPP v oběhu se stabilizoval a z důvodu přechodných krátkodobých potřeb řízení likvidity souhrnného účtu státní pokladny došlo prozatím k absolutnímu růstu o 1 mld. Kč. V následujících čtvrtletích bude nicméně tento objem postupně snižován v souladu s pokračováním vyhlášeného redukčního programu pro krátkodobý státní dluh.

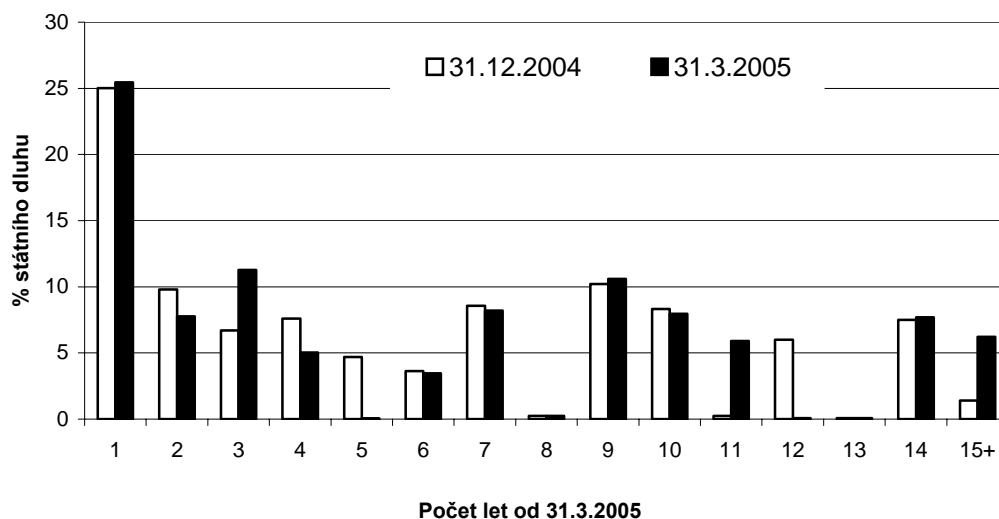
### **Refinanční riziko**

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

Hlavním kritériem, které Ministerstvo financí (dále „ministerstvo“) používá pro měření tohoto rizika je krátkodobý státní dluh. Ten se dařilo meziročně snižovat z úrovně 69% v roce 2000 na úroveň 25% na konci roku 2004. Během prvního čtvrtletí 2005 došlo k mírnému růstu krátkodobého dluhu na 25,45%. Důvodem byla skutečnost, že v únoru sice došlo ke splátce 31. emise SDD ve výši 22 mld. Kč, nicméně do 1 roku se stala splatná 38. emise, a sice ve výši 30 mld. Kč v lednu 2006. Zároveň došlo k růstu SPP o 1 mld. Kč, z důvodu potřeb řízení likvidity státní pokladny, takže v prvním čtvrtletí nebyl vytvořen prostor pro výraznější redukci tohoto ukazatele. Nicméně ministerstvo bude ve zbylých třech čtvrtletích pokračovat v redukčním programu SPP tak, aby ke konci roku 2005 byl dosažen stanovený cíl 24% a méně pro krátkodobý dluh.

Novým strategickým cílem počínaje rokem 2005 v oblasti řízení refinančního rizika je také průměrná splatnost státního dluhu. Ta vzrostla oproti konci roku 2004 o 0,5 roku na úroveň 5,6 roku. Stalo se tak zejména díky jednorázovému vlivu emise 15tiletého eurobondu. Dosažení cílového koridoru 5,5-6,5 roku již ke konci prvního čtvrtletí neznamena, že ministerstvo bude usilovat o udržení se v koridoru po celý zbytek roku, jelikož tento cíl je platný pro konec roku 2005. Další vývoj tohoto ukazatele bude záviset na podmínkách na domácím trhu pro realizaci emisní politiky ministerstva financí.

Klíčovým ukazatelem refinančního rizika je **stabilizace profilu splácení státního dluhu**. Vývoj tohoto profilu za první čtvrtletí roku 2005 zachycuje graf.



## Úrokové riziko

Struktura státního dluhu z hlediska úročení dluhových instrumentů zůstala i v prvním čtvrtletí stabilizována pod úrovní 30% podílu dluhu s úrokovou refixací do 1 roku na celkovém dluhu, tj. na úrovních poprvé dosažených ve třetím čtvrtletí roku 2004.

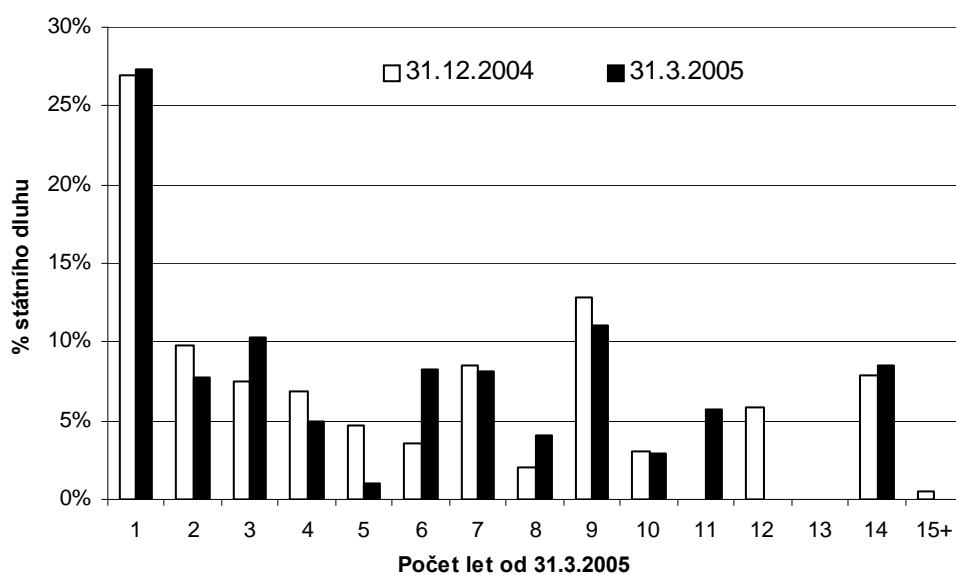
### Státní dluh z hlediska úročení (stav na konci období)

	Podíl (%)				
	2001	2002	2003	2004	I.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	76,1
z toho: splatný do 1 roku	4,6	7,2	7,9	3,7	4,9
Státní pokladniční poukázky	54,1	41,4	32,6	21,2	20,5
Variabilně úročený dlouhodobý dluh	0,7	1,1	2,4	3,5	3,3
<b>Dluh s úrokovou refixací do 1 roku</b>	<b>59,7</b>	<b>50,5</b>	<b>43,2</b>	<b>28,5</b>	<b>28,8</b>
<b>Po zahrnutí efektu úrokových swapů</b>	<b>59,7</b>	<b>47,4</b>	<b>36,8</b>	<b>27,0</b>	<b>27,3</b>

**Modifikovaná durace státního dluhu k 31. 3. 2005** dále vzrostla na **4,12 roku**, což bylo způsobeno zejména pokračujícím významným poklesem domácích a evropských úrokových sazeb oproti konci roku 2004. Vliv měla také emise eurobondu a související zajišťovací derivátové operace. Durace se tak přiblížila k horní hranici vyhlášeného cílového pásma pro rok 2005. Durace státního dluhu k téměř datu bez úrokových swapů by byla o cca 183 dní nižší.

Obchodovatelný státní dluh měl duraci včetně úrokových swapů 4,3 roku. Durace obchodovatelného státního dluhu k téměř datu bez úrokových swapů by byla o cca 220 dní nižší.

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



Podíl dluhu vystaveného změně úrokových sazeb do 1 roku bude v následujících čtvrtletích roku 2005 optimalizován na základě výstupu simulačních modelů, jejichž první výsledky budou zveřejněny ke konci pololetí 2005. Pravděpodobně dojde k mírnému růstu této expozice, což umožní státnímu rozpočtu participovat na současných nízkých úrovních sazeb peněžního trhu, aniž by přitom došlo k ohrožení stability rizikového profilu dluhového portfolia.

### 3. Řízení likvidity státní pokladny

V rámci řízení likvidity Souhrnného účtu státní pokladny byly v 1. čtvrtletí roku 2005 provedeny **krátkodobé investice do poukázek ČNB v objemu 403,4 mld. Kč**, splátky přitom dosáhly do konce 1. čtvrtletí 341,1 mld. Kč. Ke konci března tak byly na majetkovém účtu MF evidovány poukázky ČNB v nominální hodnotě 62,3 mld. Kč. **Celkový výnos těchto investic činil 115,14 mil. Kč.**

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

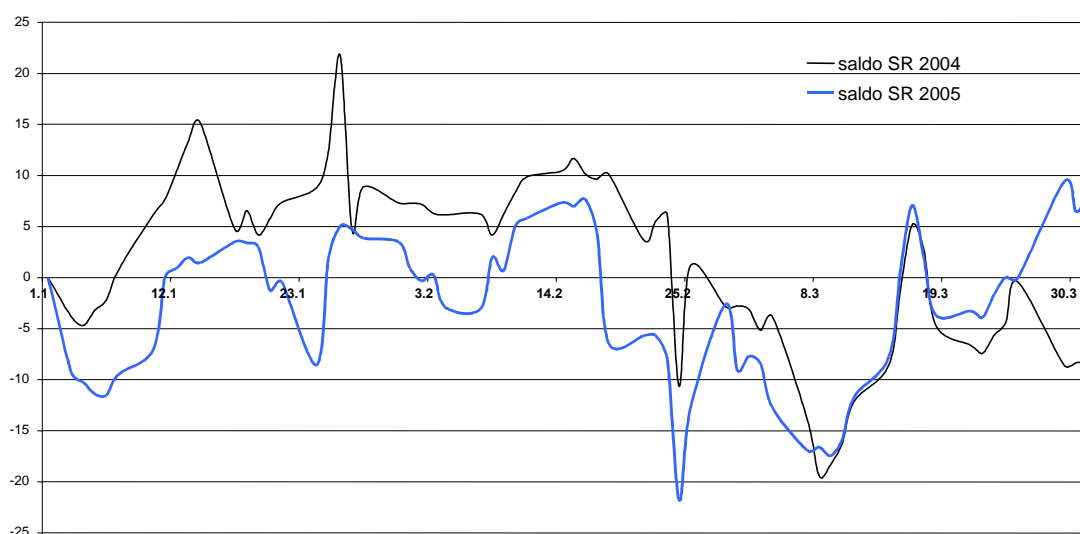
mil. Kč

	1. čtvrtletí 2004	1. čtvrtletí 2005	2005/2004 (%)
Výnosy z operací při řízení likvidity s P ČNB	171,35	115,14	67,20
Úrokové náklady na SPP pro řízení likvidity	0,00	- 7,91	-
<b>Celkem</b>	<b>171,35</b>	<b>107,23</b>	<b>62,58</b>

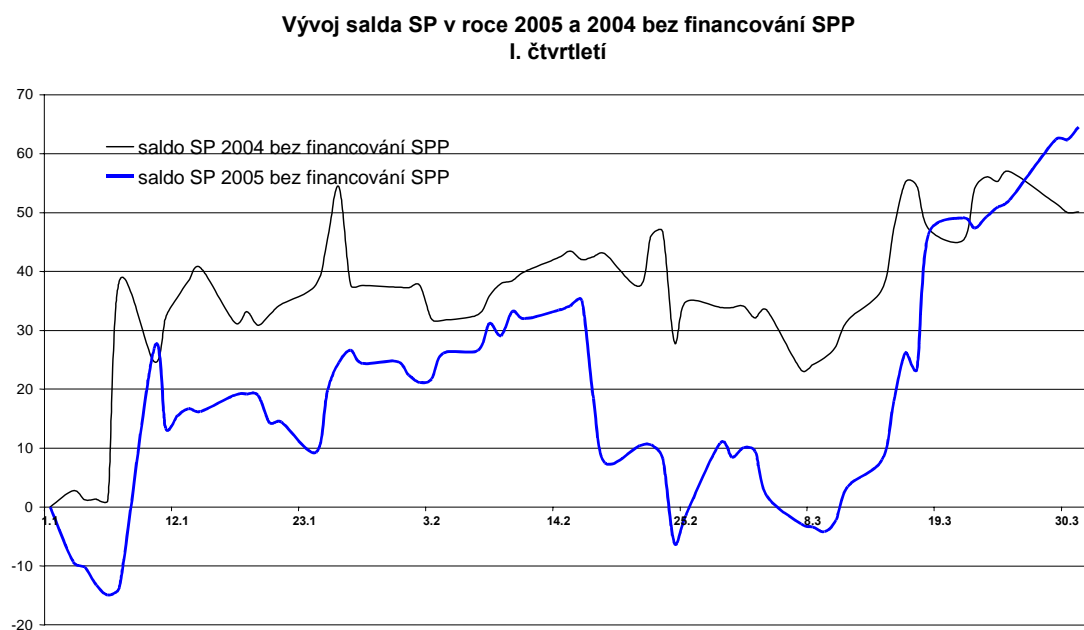
Zatímco za 1. čtvrtletí roku 2005 úspory převýšily náklady celkem o 107,23 mil. Kč, ve stejném období roku 2004 úspory převýšily náklady o 171,35 mil. Kč. Operacemi na krytí schodku státní pokladny včetně operací s přebytkem finančních zdrojů **bylo dosaženo v 1. čtvrtletí letošního roku o 64,12 mil. Kč nižšího výnosu** než v 1. čtvrtletí minulého roku.

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

Vývoj salda SR v roce 2005 a 2004  
I. čtvrtletí



Vývoj salda státní pokladny za 1. čtvrtletí roku 2005 a 2004 znázorňuje následující graf:



Podstatně **nižší výnos z investování** prostředků souhrnného účtu státní pokladny v 1. čtvrtletí roku 2005 ve srovnání se stejným obdobím předchozího roku byl způsoben především **méně příznivě se vyvíjejícím saldem státního rozpočtu** (průměrné denní saldo státního rozpočtu v roce 2005 bylo schodkové – 2,6 mld Kč, zatímco v roce 2004 bylo přebytkové +1,5 mld Kč) a splatností 31. emise střednědobých státních dluhopisů v objemu 22 mld. Kč. Proto také investice do poukázek ČNB byly v 1. čtvrtletí roku 2005 podstatně nižší ve srovnání se stejným obdobím předchozího roku. Koncem měsíce března v důsledku výnosu z 2. emise eurobondů ve výši 29,7 mld. Kč (dne 18. 3. 2005) došlo k vyšším investicím do poukázek ČNB, aby tak byl neutralizován dopad nadměrného stavu státních pokladničních poukázek na saldo státního rozpočtu (podrobněji viz bod C).