

B. STÁTNÍ DLUH

1. Vývoj státního dluhu

Nominální hodnota státního dluhu vzrostla v průběhu 1. čtvrtletí z 493,2 mld Kč na 537,7 mld Kč, tj. o 44,7 mld Kč (o 9,1 %). Tržní hodnota¹⁾ státního dluhu představuje na konci 1. čtvrtletí 563,8 mld Kč.

Zvýšení dluhu v 1. čtvrtletí roku 2004 bylo z části způsobeno vývojem rozpočtového hospodaření, když deficit státního rozpočtu na konci čtvrtletí dosáhl 7,8 mld Kč a přijetím dalších tří tranší půjček od Evropské investiční banky (EIB) ve výši 1,9 mld Kč.

Zbývající nárůst státního dluhu (35,0 mld Kč) souvisí s emisním kalendářem státních dluhopisů, který je konstruován na zajištění financování celoročně rozpočtovaného schodku (-115,0 mld Kč). Tím došlo, vzhledem k nízkému schodku vykázanému ke konci března, k převisu zdrojů krytí, který tak představuje rezervu jež je reinvestována do pokladničních poukázek ČNB.

Při zvýšení státního dluhu o 44,7 mld Kč vzrostl vnitřní státní dluh o 42,8 mld Kč, tj. o 8,9 % a vnější státní dluh o 1,9 mld Kč, tj o 14,1 %.

Přehled o vývoji státního dluhu v 1. čtvrtletí roku 2004 podává následující tabulka:

mil. Kč						
	Stav 1. 1. 2004	Výpůjčky (a)	Splátky (b)	Kurzové rozdíly (c)	Změna (a-b+c)	Stav 31.3.2004
STÁTNÍ DLUH CELKEM	493 185	136 982	92 304	4	44 682	537 867
Vnitřní dluh	479 854	135 106	92 304		42 802	522 657
Státní pokladniční poukázky	160 582	97 520	87 234		10 286	170 868
Střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy	319 272	37 586	5 070		32 516	351 789
Vnější dluh	13 330	1 876		4	1 880	15 210
Půjčky od EIB	11 730	1 876			1 876	13 605
Směnky pro úhradu účasti u IBRD a EBRD	1 601			4	4	1 605

¹⁾ Představuje současnou hodnotu, tj. souhrn všech diskontovaných plateb státního dluhu. U obchodovatelného státního dluhu (SPP a SDD) se pro diskontování používá výnos splatnosti, který odpovídá tržní ceně státních dluhopisů kotované na finančním trhu (čistá cena) plus naběhlému úroku (aliquotní úrokový výnos). U neobchodovatelného státního dluhu (půjčky a směnky) je jeho tržní hodnota odhadována jako součet nominální hodnoty a naběhlého úroku.

Státní výpůjčky v 1. čtvrtletí roku 2004 spočívaly převážně v emisích státních dluhopisů. Bylo realizováno 9 emisí krátkodobých státních dluhopisů, tj. **státních pokladničních poukázek, v celkovém objemu 97,5 mld Kč**. Současně byly splaceny SPP v objemu 87,2 mld Kč, takže čistý přírůstek těchto krátkodobých státních dluhopisů činí 10,3 mld Kč, tj. 6,4 %.

V průběhu 1. čtvrtletí se uskutečnilo **6 tranší střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů (SDD) v celkové objemu 37,6 mld Kč** a současně byly splaceny SDD ve výši 5,1 mld Kč, takže **čistý přírůstek činí 32,5 mld Kč (10,2 %)**.

Číslo emise	Datum tranše (emise)	Datum splatnosti	Nominální objem emise (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

Počínaje rokem 2004 zahájilo MF reverzní aukce SDD, kdy jsou do portfolia MF z trhu zpětně odkupovány SDD s krátkou dobou do splatnosti (kratší než 1 rok). Hlavním motivem zpětných odkupů je snížení refinančního rizika. V průběhu 1. čtvrtletí proběhly 3 aukce tohoto typu. Zatím jediná aukce, při které došlo k odkoupení SDD z trhu, se uskutečnila dne 21. 1. 2004, kdy byly odkoupeny cenné papíry z 35. emise střednědobých dluhopisů ve výši 70 mil.Kč. Výnos této transakce vypořádané 26. 1. 2004 byl 2,18% pa.

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 2004 výše 55 mil. Kč. Tyto premie byly převedeny do příjmů kapitoly VPS. Suma diskontů střednědobých a dlouhodobých dluhopisů ve stejném období však činí 1 636 mil. Kč. To je způsobeno skutečností, že kupóny většiny emisí prodávaných v 1. čtvrtletí 2004 byly stanoveny v období historických minim úrokových sazeb na kapitálovém trhu, avšak výnosy do splatnosti tranší prodávaných v 1.čtvrtletí 2004 byly určeny již v situaci růstu těchto sazeb. Pro srovnání, **v 1. čtvrtletí roku 2003 dosáhly premie výše 2 650 mil. Kč**.

Kromě výpůjček emisemi státních dluhopisů se dne 15. ledna 2004 uskutečnilo **čerpání 2. tranše půjčky od EIB** na Masarykovu univerzitu ve výši 97 mil. Kč, dne 15. března 2004 pak proběhlo čerpání 4. tranše půjčky od EIB na obchvat Plzně ve výši 778 mil. Kč. Též dne byla také čerpána 4. tranše půjčky od EIB na odstraňování povodňových škod 2002 ve výši 1 000 mil. Kč. Celkově tak čerpání těchto půjček dosáhlo ve sledovaném období výše 1 876 mil.Kč.

2. Dluhová strategie a řízení rizik

Konkretizace dluhové strategie Ministerstva financí pro rok 2004 přinesla definování nového klíčového střednědobého cíle řízení refinančního rizika v podobě podílu státního dluhu splatného do 1 roku – **krátkodobý dluh**.¹ MF usiluje v první zveřejněné fázi o **snížení tohoto podílu do pásma 25-30%**, přičemž rychlost tohoto snížení bude záviset především na podmínkách na domácím a evropském kapitálovém trhu. Po dosažení tohoto pásma je plánována druhá fáze stabilizace refinančního rizika státního dluhu, která bude spočívat **v konečném snížení krátkodobého dluhu pod hranici 20%**, která se po jejím dosažení stane jedním z klíčových kvantitativních limitů řízení rizik. Cílem je dosáhnout a nastavit tento limit před vstupem České republiky do eurozóny.

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**, tj. oproti roku 2003 dochází k symetrickému posunu pásma o 0,3 roku směrem nahoru. Tento posun byl odvozen na základě střednědobých emisních plánů a deterministických scénářů vývoje státního dluhu a úrokových sazeb. Z pohledu MF jako dluhového manažera vyjadřuje durace průměrnou dobu v letech, s jakou se projeví současná změna tržních úrokových sazeb do plateb plynoucích ze současné struktury dluhového portfolia. S růstem durace tak klesá úroková citlivost cash flow státního dluhu, a tedy klesá riziko neočekávaných výdajů státního rozpočtu. Vzhledem k tomu, že vysoká růstová dynamika státního dluhu generuje stále vyšší nominální expozici centrální vlády úrokovému riziku, pokračování ve strategii prodlužování durace státního dluhu se jeví jako optimální strategie státu i v budoucích letech.

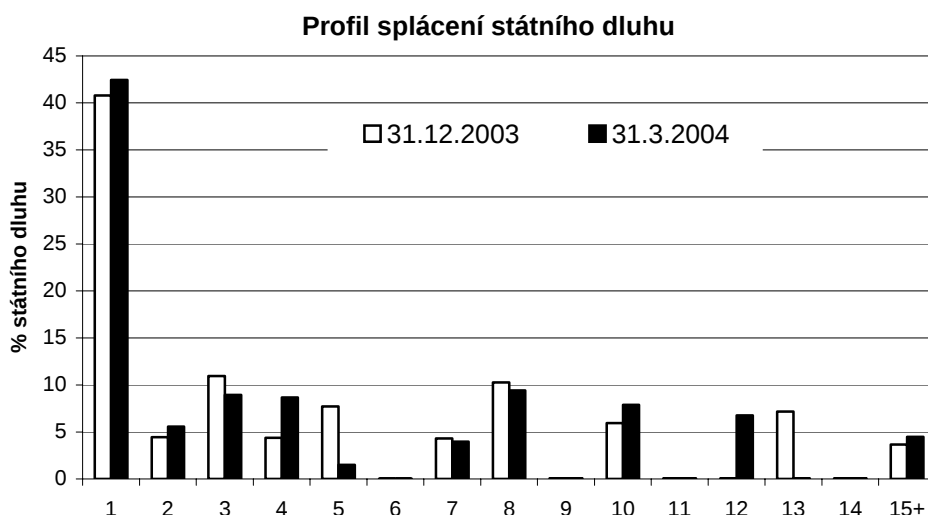
Refinanční riziko

¹ Prezentace této strategie byla na základě schválení ministrem financí (čj. 409/108 716/2003) zveřejněna také na internetových stránkách Ministerstva financí (viz http://www.mfcr.cz/static/Ruzne/Czech_Issuance_Strategy_for_the_year_2004.pdf).

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.

Krátkodobý dluh se oproti konci roku 2003 zvýšil ke konci 1. čtvrtletí o 1,7 procentního bodu na úroveň **42,5%**. Důvodem tohoto růstu byl růst podílu střednědobých a dlouhodobých dluhopisů splatných do 1 roku z úrovně 39,0 na 55,9 mld. Kč. Tento efekt převážil z tohoto pohledu pozitivní dopad dalšího poklesu podílu státních pokladničních poukázek o 0,8 procentního bodu na úroveň 31,8% na státním dluhu.

Dalším klíčovým ukazatelem refinančního rizika je **stabilizace profilu splácení státního dluhu**. Vývoj tohoto profilu za 1. čtvrtletí roku 2004 zachycuje následující graf :



Úrokové riziko

Struktura státního dluhu z hlediska úročení dluhových instrumentů generuje i v 1. čtvrtletí 2004 vysokou expozici úrokového rizika ve srovnání s vyspělými zeměmi eurozóny.

Státní dluh z hlediska úročení (stav na konci období)

		Podíl (%)			
		2001	2002	2003	1Q2004
Bezúročný dluh		0,4	0,4	0,3	0,3
Fixně úročený dlouhodobý dluh		44,8	57,1	64,7	65,4
z toho:	splatný do 1 roku	4,6	7,2	7,9	10,4

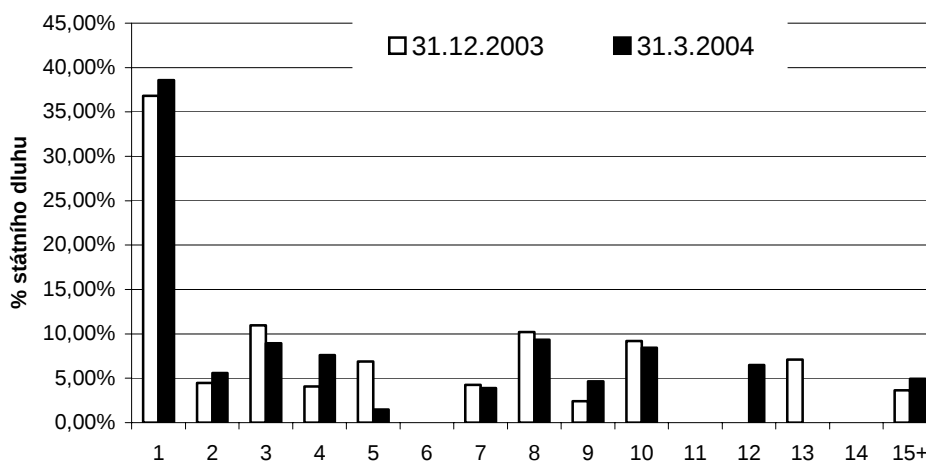
Státní pokladniční poukázky	54,1	41,4	32,6	31,8
Variabilně úročený dlouhodobý dluh	0,7	1,1	2,4	2,5
Dluh s úrokovou refixací do 1 roku	59,7	50,5	43,2	45,0
Po zahrnutí efektu úrokových swapů	59,7	47,4	36,8	38,6

Durace státního dluhu k 31. 3. 2004 včetně úrokových swapů dosáhla **3,44 let**. Znamená to, že již byla překročena dolní hranice cílového pásma 3,3-4,3 roku vyhlášeného na rok 2004. Durace státního dluhu k témuž datu bez úrokových swapů by byla o cca 96 dní nižší.

Obchodovatelný státní dluh měl duraci včetně úrokových swapů 3,53 roku. Durace obchodovatelného státního dluhu k témuž datu bez úrokových swapů by byla o cca 97 dní nižší. Podíl pevně úročeného obchodovatelného dluhu s reziduální splatností do 1 roku činil 43,4%.

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

Profil refixování úrokových nákladů státního dluhu



I po zohlednění derivátových operací zůstává stále více než 35% nominální hodnoty státního dluhu vystaveno změně úrokových sazeb do 1 roku. Růst této citlivosti o 1,8 procentního bodu během prvního čtvrtletí 2004 byl způsobem již výše zmíněným růstem podílu střednědobých a dlouhodobých dluhopisů splatných do 1 roku ze 7,9 na 10,4%. Na růstu se dále podílelo čerpání variabilně úročených půjček od EIB, jejichž podíl na státním dluhu vzrostl na úroveň 2,5%.

