

B. ŘÍZENÍ STÁTNÍHO DLUHU

1. Vývoj státního dluhu

Celkový státní dluh dosáhl ke konci září nominální hodnoty **589,3 mld Kč** a proti stavu na začátku letošního roku se **zvýšil o 96,1 mld Kč, tj. o 19,5 %** (schválený rozpočet počítá s jeho růstem o 113,5 mld Kč na celkových 606,7 mld Kč).

Přehled o vývoji státního dluhu v 1. - 3. čtvrtletí roku 2004 podává následující tabulka:

mil. Kč						
	Stav 1. 1. 2004	Výpůjčky (a)	Splátky (b)	Kurzové rozdíly (c)	Změna (a - b + c)	Stav 30. 9. 2004
STÁTNÍ DLUH CELKEM	493 185	373 461	277 358	-3	96 099	589 284
Vnitřní dluh	479 854	320 112	276 587		43 525	523 379
Státní pokladniční poukázky	160 582	223 550	237 587		-14 037	146 545
Střednědobé a dlouhodobé SD	319 272	96 562	39 000		57 562	376 834
Vnější dluh	13 330	53 349	771	-3	52 575	65 905
Eurobondy	0	48 824			48 824	48 824
Půjčky od EIB	11 730	4 475			4 475	16 205
Směnky pro úhradu účasti v IBRD a EBRD	1 601	49	771	-3	-725	876

Vnitřní státní dluh v návaznosti na rozpočtové hospodaření (schodek -40,5 mld Kč) vzrostl v průběhu letošního roku z 479,9 mld Kč **na 523,4 mld Kč**, tj. o 43,5 mld Kč (o 9,1 %). Tento dluh je krytý emitovanými dluhopisy a to krátkodobými (SPP) ve výši 146,5 mld Kč a střednědobými a dlouhodobými dluhopisy (SDD) ve výši 376,8 mld Kč. Proti stavu na začátku roku **se zvýšil podíl SDD na krytí celkového vnitřního státního dluhu z 66,5 % na 72,0 %**, tj. o 5,5 procentního bodu (při současném snížení podílu SPP z 33,5 % na 28,0 %), což je v souladu s cílem Ministerstva financí zaměřeným na **postupné snižování refinančního rizika**.

Vnější dluh se za 9 měsíců letošního roku **zvýšil z 13,3 mld Kč na 65,9 mld Kč**, tj. o 394,4 %. **Nárůst téměř o 52,6 mld Kč** souvisí především s první **eurobondovou emisí ve výši 1,5 mld €** (48,8 mld Kč) a dále s čerpáním dalších tranší úvěrů od EIB. **Zvýšení úvěrů od EIB z 11,7 mld Kč na 16,2 mld Kč**, tj. o 4,5 mld Kč (o 38,2 %) souvisí s čerpáním dalších tranší úvěru na financování odstraňování **povodňových škod z roku 2002 ve výši 2,0 mld Kč** (zákon č. 574/2002 Sb. na úvěr

v celkové výši 400 mil. €), na silniční **obchvat Plzně ve výši 1 886 mil. Kč** (zákon č. 274/2002 Sb. na celkový objem 210 mil. €), na **prevenci před povodněmi ve výši 300 mil. Kč** (zákon č. 123/2002 Sb. na celkový objem 60 mil. €) a úvěru pro **Masarykovu universitu v Brně ve výši 288 mil. Kč** (zákon č. 197/2002 Sb. na celkový objem 95 mil. €).

Dne 23. června 2004 vydalo MF 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 aktuální výnos korunových státních dluhopisů. Úrokové rozpětí bylo stanoveno 12 bazických bodů nad úrokovou sazbou swap, což je lepší výsledek než u ostatních nově přistupujících zemí EU, a to v důsledku nižšího ohodnocení rizika než u těchto zemí. **Celá vydaná jistina eurobondů v korunové výši 48 824,4 mil. Kč byla zajištěna úrokovými swapy.**

V průběhu hodnoceného období realizovalo Ministerstvo financí celkem **18 aukcí střednědobých a dlouhodobých** státních dluhopisů v celkové nominální výši **96,6 mld Kč a 26 emisí SPP v celkovém objemu 223,6 mld Kč.** Současně byly spláceny SDD ve výši 39,0 mld Kč a SPP v objemu 237,6 mld Kč.

V rámci řízení likvidity, tj. financování schodku souhrnného účtu státní pokladny a investování jeho přebytků, byly v průběhu roku provedeny prostřednictvím účtu „Operace na finančním trhu“ **investice do poukázek ČNB v objemu 1 457,5 mld Kč.** Do konce září bylo zapláceno 1 379,2 mld Kč, takže na majetkovém účtu Ministerstva financí byly k 30. září evidovány poukázky ČNB v nominální hodnotě 78,3 mld Kč. **Celkový výnos těchto investic představuje 752 mil. Kč.**

2. Dluhová strategie a řízení rizik

Třetí čtvrtletí roku 2004 bylo velice **významné z hlediska většiny strategických cílů řízení státního dluhu**, které byly konkretizovány a komunikovány v prosinci 2003 s účastníky domácího finančního trhu, v červnu 2004 komunikovány se zahraničními investory v rámci emise Eurobondu a **následně také zapracovány a schváleny v rámci Konvergenčního programu České republiky v květnu 2004.**

Ke konci třetího čtvrtletí došlo především k **dosažení střednědobého pásma 25-30 % krátkodobého dluhu** v rámci celkového státního dluhu, čímž byla ukončena první fáze strategie řízení refinančního rizika. Dosažením tohoto pásma vstoupilo MF do II. fáze strategie redukce krátkodobého státního dluhu spočívající v tom, že do **konce roku 2006** by mělo toto kritérium dosáhnout konečné limitní

hranice **maximálně 20 %**, čímž by se struktura státního dluhu České republiky přiblížila strukturám standardním v členských zemích eurozóny.

Došlo také k historickému **poklesu relativního podílu státního dluhu** vystaveného změně úrokových sazeb **do 1 roku pod 30 %**, čímž lze považovat úroveň úrokového rizika centrální vlády za akceptovatelnou ve vztahu k hlavnímu cíli minimalizace nákladů dluhové služby a to i v mezinárodním srovnání. **Modifikovaná durace státního dluhu se také přiblížila ke středové hodnotě pásma 3,3 – 4,3 roku** vyhlášeného pro rok 2004.

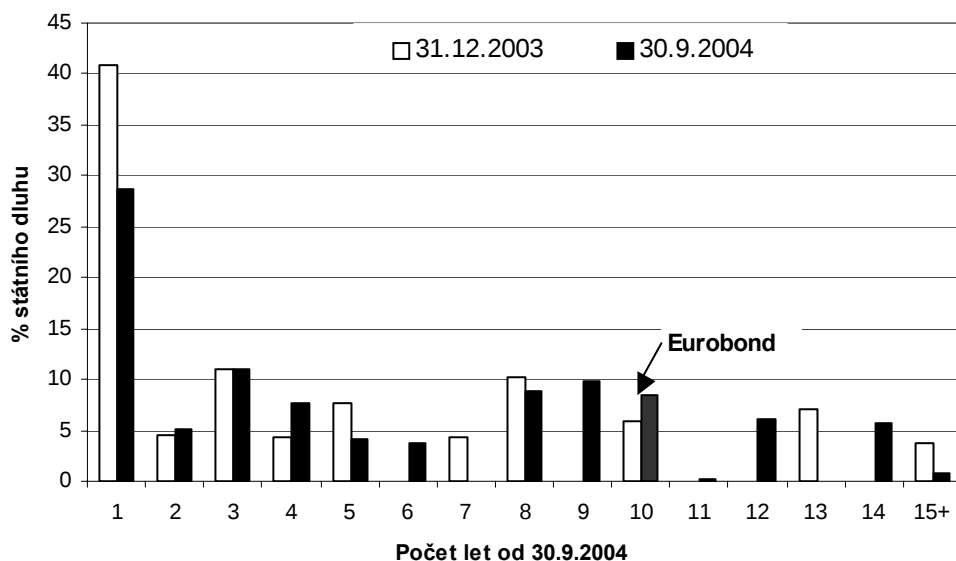
Refinanční riziko

Refinanční riziko je klíčovým rizikem centrální vlády, jehož minimalizace a stabilizace směrem k akceptovatelným úrovním běžným v zemích eurozóny hraje řídící roli při koncipování dluhové strategie a plánování emisních kalendářů MF ve střednědobém horizontu.

Krátkodobý dluh oproti konci roku 2003 poklesl ke konci 3. čtvrtletí o 12 procentního bodu **na úroveň 28,7 %**. Oproti konci prvního pololetí 2004 byl tento pokles způsoben především zářijovou splátkou 35. emise tříletého státního dluhopisu ve výši 28,9 mld Kč a srpnovou splátkou 28. emise pětiletého dluhopisu ve výši 5 mld Kč. K poklesu přispěl také další absolutní pokles státních pokladničních poukázek o 7,8 mld Kč.

Vedle kritéria krátkodobého dluhu usiluje MF dlouhodobě o postupnou **stabilizaci profilu splácení státního dluhu**. Vývoj tohoto profilu ke konci 3. čtvrtletí roku 2004 oproti konci roku 2003 zachycuje následující graf. Systematickým plánováním emisních kalendářů se postupně tento profil stabilizuje a vyhlazuje.

Splatnostní profil státního dluhu (stav ke konci období)



Úrokové riziko

Úrokové riziko zůstává nejdůležitějším tržním rizikem řízení státního dluhu. Struktura státního dluhu z hlediska úročení dluhových instrumentů generovala ke konci 3. čtvrtletí 2004 expozici změny úrokových sazeb do 1 roku ve výši 29,9 % státního dluhu. **Pokles této expozice pod hranici 30% znamená splnění jednoho ze střednědobých cílů řízení úrokového rizika státního dluhu,** který byl komunikován v rámci Konvergenčního programu ČR pro rok 2004. Další řízení hodnot tohoto ukazatele bude záležet na výstupech v současnosti připravovaného simulačního modelového rámce dluhové strategie, který přinese podporu pro jemnější řízení a optimalizaci vztahu mezi úrokovým rizikem a očekávanými náklady plynoucími ze struktury dluhového portfolia v dlouhém období.

Státní dluh z hlediska úročení (stav na konci období)

	Podíl (%)			
	2001	2002	2003	3Q2004
Bezúročný dluh	0,4	0,4	0,3	0,2
Fixně úročený dlouhodobý dluh	44,8	57,1	64,7	72,2
z toho: splatný do 1 roku	4,6	7,2	7,9	3,7
Státní pokladniční poukázky	54,1	41,4	32,6	24,9
Variabilně úročený dlouhodobý dluh	0,7	1,1	2,4	2,8
Dluh s úrokovou reflexí do 1 roku	59,7	50,5	43,2	31,5
Po zahrnutí efektu úrokových swapů	59,7	47,4	36,8	29,9

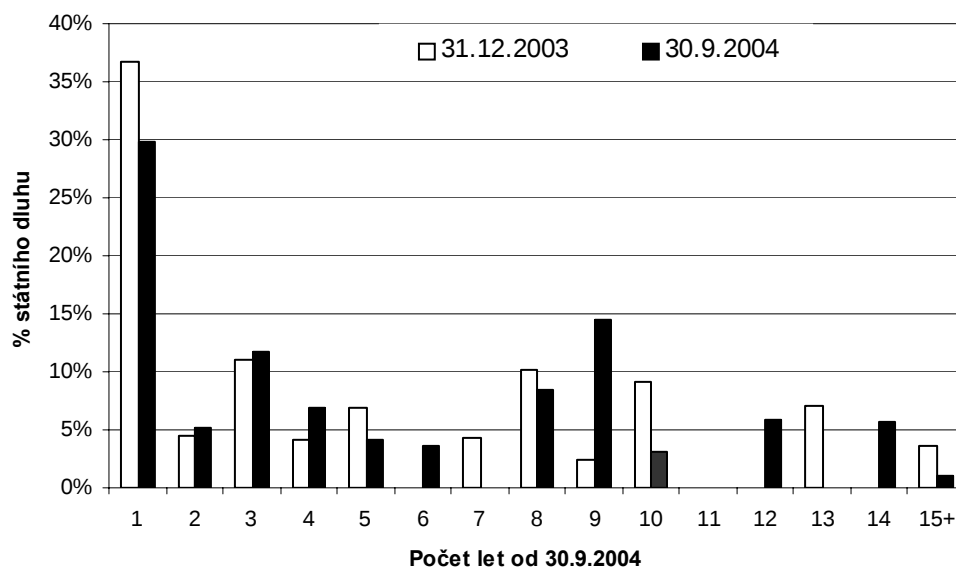
Stejně jako v prvním pololetí 2004 **přetrvává snížení efektu realizovaných korunových úrokových swapů na redukcí úrokového rizika**. Příčinou jsou zajišťovací operace emise Eurobondu proti kurzovým dopadům, které znamenají, že téměř celé dosavadní portfolio úrokových swapů realizovaných od listopadu 2002 bylo využito k syntetické tvorbě fixního korunového kupónu Eurobondu. Ke konci 3. čtvrtletí 2004 bylo v rámci derivátového portfolio MF čistě portfoliových operací bez vazby na konkrétní dluhový instrument realizováno v nominální hodnotě cca 12,2 mld Kč. I bez efektu derivátových operací došlo ke snížení dluhu s úrokovou refixací do 1 roku oproti konci roku 2003 o 11,7 procentního bodu.

Durace státního dluhu k 30. 9. 2004 včetně úrokových swapů dosáhla 3,69 let, tj. přiblížila se středové hodnotě pásma 3,3-4,3 roku platného pro rok 2004. Durace státního dluhu k témuž datu bez úrokových swapů by byla o téměř 201 dní nižší.

Obchodovatelný státní dluh měl duraci včetně úrokových swapů 3,79 roku. Durace obchodovatelného státního dluhu k témuž datu bez úrokových swapů by byla o cca 206 dní nižší. Podíl pevně úročeného obchodovatelného dluhu s reziduální splatností do 1 roku činil 29,5 %.

Při řízení úrokové citlivosti nákladů dluhové služby je vedle agregátního ukazatele modifikované durace nutné monitorovat také časový profil refixování kupónů instrumentů nominálního dluhového portfolio, který se v případě MF odlišuje od splatnostního profilu díky čerpaných úvěrům od EIB a díky realizovaným derivátovým operacím.

Profil refixace úrokových plateb státního dluhu (stav ke konci období)



Po zohlednění derivátových operací zůstává změně úrokových sazeb do 1 roku vystaveno již méně než 30 % nominální hodnoty státního dluhu ke konci 3. čtvrtletí 2004. Oproti konci roku 2003 tak došlo během prvních tří čtvrtletí roku 2004 k poklesu o 6,9 procentního bodu.

Kurzové riziko

Kurzová expozice státního dluhu zůstala i na konci 3. čtvrtletí na zanedbatelné úrovni 0,016 %, kterou tvoří USD směnky vydané na účast České republiky v EBRD. **Emise Eurobondu 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 3. třetím čtvrtletí 2004 žádné emisní ani derivátové operace, které by zvýšili měnové riziko státního dluhu.