

V. Zpráva o řízení státního dluhu v 1. pololetí 2004

1. Vývoj a stav státního dluhu

1.1. Vývoj státního dluhu v 1. pololetí roku 2004

V 1. pololetí 2004 pokračovalo zvyšování státního dluhu, které jako dlouhodobý trend začalo v roce 1997. Státní dluh (dále často pouze „dluh“) se v průběhu 1. pololetí roku 2004 zvýšil ze 493,2 mld. Kč na začátku roku na 599,8 mld. Kč na konci pololetí. Přírůstek dluhu za 1. pololetí roku 2004 je 106,6 mld. Kč. Ve srovnání s koncem roku 2003 se dluh zvýšil o 21,6%. Zvýšení dluhu v 1. pololetí 2004 bylo pouze částečně způsobeno vývojem rozpočtového hospodaření, neboť schodek státního rozpočtu ke konci pololetí činil - 49,7 mld. Kč. Zbývající část přírůstku dluhu vznikla vytvářením rezervy z výnosů emisí státních dluhopisů¹. Tato část přírůstku byla na konci pololetí ovlivněna zejména emisí eurobondů dne 23. června 2004 v objemu 1,5 mld. EUR (v korunovém ekvivalentu 48,8 mld. Kč).

Tržní hodnota státního dluhu se v 1. pololetí 2004 zvýšila z 518,8 mld. Kč na začátku roku na 613,0 mld. Kč na konci pololetí, tedy o 18,2%.

Při zvýšení celkového státního dluhu z 493,2 mld. Kč na 599,8 mld. Kč se vnitřní státní dluh zvýšil o 55,2 mld. Kč a vnější státní dluh se zvýšil o 51,5 mld. Kč.

Podíl objemu státních dluhopisů na státním dluhu se v průběhu 1. pololetí roku 2004 prakticky nezměnil a činil 97,3%.

Přehled o vývoji státního dluhu v 1. pololetí roku 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 30.6.2004
STÁTNÍ DLUH CELKEM	493 185	275 537	168 899	-1	106 638	599 823
Vnitřní dluh	479 854	224 030	168 852		55 178	535 032
Státní pokladniční poukázky	160 582	157 550	163 782		-6 232	154 350
Střednědobé a dlouhodobé SD	319 272	66 480	5 070		61 410	380 682
Vnější dluh	13 330	51 508	47	-1	51 460	64 791
Eurobondy	0	48 824			48 824	48 824
Půjčky od EIB	11 730	2 634			2 634	14 364
Směnky pro úhradu účasti v IBRD a EBRD	1 601	49	47	-1	2	1 603

¹ Zákon č. 218/200 Sb. o rozpočtových pravidlech, §35, odst. 3.

Výpůjčky v 1. pololetí roku 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 1. pololetí roku 2004 jsou uvedeny v tabulce 1.

1.2. Stav státního dluhu

1.2.1. Měnová skladba

V průběhu 1. pololetí roku 2004 došlo ke snížení podílu české koruny v měnové skladbě státního dluhu (z téměř 100% na počátku roku na 91,8% na konci 1. pololetí), a to v důsledku první emise eurobondů, která se uskutečnila v červnu. Podíl české koruny v rámci měnové skladby však nadále zůstává dominantní, dluhové instrumenty denominované v euru činí přibližně 8,1% celkového státního dluhu.

	<i>1. 1. 2004</i>		<i>v mld. Kč</i>	<i>%</i>	<i>30. 6. 2004</i>		<i>v mld. Kč</i>	<i>%</i>
CELKEM			493,185	100,00			599,823	100,00
Kč	493 090 857 496,26	493,091	99,98	550 902 567 496,26	550,903	91,84		
EUR				1 500 000 000,00	48,824	8,14		
USD	3 657 888,00	0,094	0,02	3 657 888,00	0,096	0,02		

1.2.2. Skladba podle splatnosti

Z následující tabulky je patrné, že v průběhu 1. pololetí 2004 pokračovalo snižování podílu krátkodobého dluhu (reziduální splatnost do 1 roku), a to o více než 5 procentních bodů, což je pozitivní skutečnost, která je navíc v souladu s dluhovou strategií. Podíl krátkodobého dluhu podle reziduální splatnosti se tak přiblížil hranici 35%. K výraznému nárůstu podílu na celkovém dluhu došlo u kategorie reziduální splatnosti mezi 7 a 10 lety, a to především v důsledku první emise eurobondů s původní desetiletou dobou splatnosti.

Reziduální splatnost	<i>Stav v mil. Kč k 1.1.2004</i>	<i>%</i>	<i>Stav v mil. Kč k 30.6.2004</i>	<i>%</i>
Do 1 roku	199 582	40,5	210 376	35,1
Nad 1 rok a do 3 let	76 094	15,4	78 000	13,0
Nad 3 roky a do 5 let	54 000	10,9	63 000	10,5
Nad 5 let a do 7 let	21 000	4,3	21 000	3,5
Nad 7 let a do 10 let	79 272	16,1	147 082	24,5
ostatní	63 236	12,8	80 365	13,4
Celkem	493 185	100,0	599 823	100,0

1.2.3. Skladba podle držitele

Následující tabulka uvádí rozložení státního dluhu podle typu věřitele, kteří jsou klasifikováni podle systému národních účtů.

Typ držitele	<i>Stav v mil. Kč k 1.1.2004</i>	%	<i>Stav v mil. Kč k 30.6.2004</i>	%
Domácí nefinanční podniky	5 415	1,10	5 281	0,88
Finanční instituce a korporace ²	351 466	71,26	376 469	62,76
Pojišťovny	89 935	18,24	112 956	18,83
Vládní sektor	6 628	1,34	7 446	1,24
Soukromé neziskové instituce	123	0,03	135	0,02
Domácnosti	297	0,06	384	0,06
Zahraniční subjekty	39 320	7,97	97 153	16,20
Celkem	493 185	100,00	599 823	100,00

V průběhu 1. pololetí roku 2004 se významně zvýšil podíl držby státního dluhu zahraničních subjektů, a to v důsledku první emise eurobondů, kdy velká většina cenných papírů vydaných v rámci této emise skončila v rukou zahraničních investorů. Dále mírně vzrostl podíl pojišťoven. Prakticky se nezměnil podíl soukromých neziskových institucí a domácností. Došlo k mírnému poklesu podílu držby státního dluhu ze strany domácích nefinančních podniků a vládního sektoru, výrazněji pak poklesl podíl domácích finančních institucí a korporací.

1.3. Výpůjčky

Státní výpůjčky v průběhu 1. pololetí 2004 činily **275 537 mil. Kč**. Z toho 157 550 mil. Kč bylo vypůjčeno prodejem státních pokladničních poukázek, 66 480 mil. Kč bylo vypůjčeno prodejem střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím trhu, 48 824 mil. Kč bylo vypůjčeno formou 1. emise eurobondů na zahraničním trhu, 2 634 mil. Kč představovalo přijetí nových půjček od Evropské investiční banky a konečně 49 mil. Kč činilo vydání další dolarové směnky pro dílčí úhradu účasti České republiky v Evropské bance pro obnovu a rozvoj (EBRD).

² Kromě pojišťovacích společností a penzijních fondů, které jsou zahrnuty v sektoru Pojišťovny.

1.3.1. Státní pokladniční poukázky

Bylo realizováno 17 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 významnější změně struktury vydávaných SPP.

Celkové výpůjčky prostřednictvím prodeje SPP (vč. obchodů na sekundárním trhu) činily **157 550 mil. Kč**, z toho 149 897 mil. Kč činil objem primárních prodeje SPP a 7 653 mil. Kč objem prodeje SPP z portfolia MF. **Celkový objem splátek činil 163 782 mil. Kč. Celkový objem SPP v oběhu** se tak proti počátku roku 2004 **snížil** ze **160 582 mil. Kč** na **154 350 mil. Kč**, tedy o **6 232 mil. Kč**.

V průběhu 1. pololetí 2004 nedošlo k žádným obchodům s SPP na účtu operací na finančním trhu (OFT). Veškeré obchody s SPP tak proběhly v rámci umořovacího účtu.

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 1. pololetí roku 2004 je uveden v tabulce 3.

1.3.2. Emise střednědobých a dlouhodobých dluhopisů na domácím trhu

Česká republika zastoupená Ministerstvem financí vydávala střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy na domácím kapitálovém trhu. Bylo realizováno 12 tranší, celkem byly emitovány kapitálové dluhopisy v objemu **66 480 mil. Kč**. Celkový objem splátek jistiny střednědobých státních dluhopisů činil **5 070 mil. Kč**. **Celkový objem** střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v oběhu se **zvýšil** z **319 272 mil. Kč** na počátku roku 2004 o 61 410 mil. Kč na **380 682 mil. Kč** na konci 1. pololetí 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

V 1. pololetí roku 2004 pokračovalo MF ve vydávání kapitálových 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. Dále se uskutečnilo znovuotevření 38. emise 3letých státních dluhopisů v objemu 4 mld. Kč, znovuotevření 39. emise 5letých státních dluhopisů v objemu 7 mld. Kč, tři znovuotevření 40. emise 10letých státních dluhopisů v celkovém objemu 18 985 mil. Kč, tři znovuotevření 41. emise 15letých státních dluhopisů v celkovém objemu 14 495 mil. Kč a tři znovuotevření 42. emise 5letých státních dluhopisů v objemu 14 mld. Kč.

V oběhu ke konci pololetí zůstávají emise s dobami splatnosti 3, 5, 7, 10 a 15 let.

Z 12 aukcí domácích střednědobých a dlouhodobých dluhopisů, které se uskutečnily v průběhu 1. pololetí 2004, byly pouze ve 3 případech výsledkem premie, zatímco ve zbývajících 9 případech diskont. Tento vývoj navazuje na trend z 2. pololetí roku 2003. Nejvyšší diskont (594,21 mil. Kč) byl zaznamenán v lednové aukci 3. tranše 40. emise. V této aukci byl poptávaný objem dluhopisů ze strany investorů nižší než nabízený, a proto nemohl být prodán celý plánovaný objem. Tento

vývoj souvisí s růstem úrokových sazeb na českém kapitálovém trhu od počátku 2. pololetí 2003 a s tím spojeným růstem výnosů nových tranší. Naopak v únorové aukci 2. tranše 41. emise byl díky vysoké poptávce ze strany investorů a příznivé situaci na trhu prodán vyšší objem dluhopisů než původně nabízený.

Prémie emisí kapitálových dluhopisů

Prémie emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů vydaných na domácím trhu dosáhly v 1. pololetí 2004 výše 81 mil. Kč, což je výrazný propad proti 1. pololetí 2003, kdy činily 4 294 mil. Kč. Tento stav je důsledkem relativně vysokých výnosů do splatnosti u emitovaných dluhopisů ve srovnání s jejich kupónovými sazbami v souvislosti s již zmiňovaným růstem tržních úrokových sazeb. Prémie bylo dosaženo u 4. tranše 38. emise a dále u 1. a 2. tranše 42. emise. Ani v jednom z těchto případů však prémie nebyly příliš výrazné.

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

1.3.3. Emise střednědobých a dlouhodobých dluhopisů na zahraničních trzích

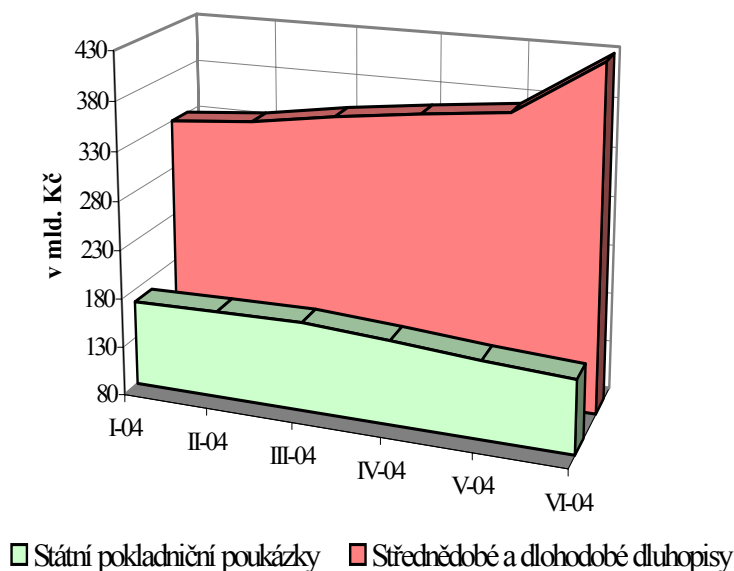
Dne 23. června 2004 vydalo MF 1. emisi eurobondů v objemu 1,5 mld. EUR s kupónovou sazbou 4,625% a s dobou splatnosti 10 let.. Výnos emise činil 4,654%, což představuje výrazně nižší hodnotu než aktuální výnos korunových státních dluhopisů. Úrokové rozpětí bylo stanoveno 12 bazických bodů nad úrokovou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

1.3.4. Státní dluhopisy celkem

Objem státních dluhopisů v oběhu stoupl během 1. pololetí roku 2004 o 104 002 mil. Kč (v nominálním vyjádření) z 479 854 mil. Kč na 583 856 mil. Kč. Znamená to, že **objem státních dluhopisů v oběhu vzrostl ke konci 1. pololetí 2004 na 121,7% jejich stavu na začátku roku.**

Podíl SPP na celkovém státním dluhu se snížil ze 32,6% na počátku roku 2004 na 25,7% na konci 1. pololetí, zatímco podíl střednědobých a dlouhodobých dluhopisů se zvýšil z 64,7% k 1. 1. 2004 na 71,6% k 30. 6. 2004. Tento vývoj struktury státních dluhopisů znázorňuje následující graf:

Objem státních dluhopisů v oběhu



1.3.5. Půjčky od Evropské investiční banky

Kromě výpůjček emisemi státních dluhopisů se v 1. pololetí 2004 uskutečnilo čerpání půjček od Evropské investiční banky (EIB) v celkové výši 2 634 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 a 15. června 2004 pátá tranše půjčky na obchvat Plzně ve výši 758 mil. Kč.

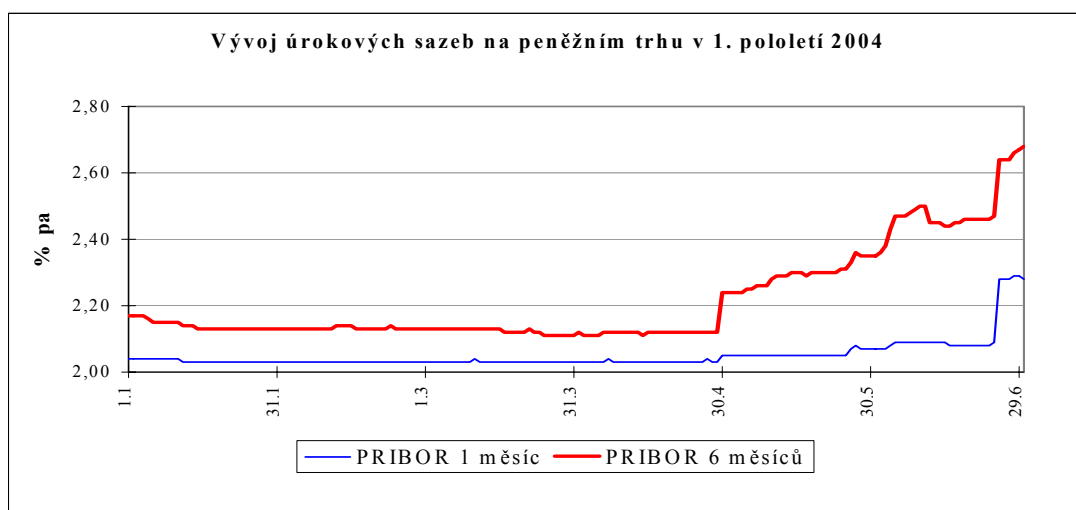
Celkem se objem půjček od EIB v průběhu 1. pololetí 2004 zvýšil z 11 730 mil. Kč na 14 364 mil. Kč.

1.4. Vývoj úrokových sazeb

Výnosy střednědobých a dlouhodobých dluhopisů vykazovaly v 1. pololetí 2004 v zásadě rostoucí trend, který byl patrný zejména ve 2. čtvrtletí 2004. Výnosy SPP v 1. čtvrtletí 2004 byly spíše konstantní či mírně klesající, zatímco ve 2. čtvrtletí 2004 výrazně rostly. V daném období přitom měla výnosová křivka pozitivní sklon. Ke skokovému zvýšení úrokových sazeb na peněžním trhu (na kratším i delším konci výnosové křivky) na konci června přispělo zvýšení základních úrokových sazeb ČNB o čtvrtinu procentního bodu.

Vývoj výnosů nových emisí státních dluhopisů v daném pololetí zásadním způsobem ovlivňuje i úrokové náklady na emise státních dluhopisů v tomto pololetí. Výnosy 6tíměsíčních emisí SPP mírně klesaly z úrovně 2,17% pa na začátku roku až na úroveň 2,05% pa na počátku dubna. Poté však dochází k jejich růstu na úroveň 2,33% pa koncem května. Podobný vývoj zaznamenaly i úrokové sazby 52týdenních emisí SPP, které klesaly z úrovně 2,30% pa na začátku roku na úroveň 2,23% pa v polovině dubna. Počátkem června však došlo k jejich vzrůstu na 2,71% pa.

Výnos nové 5tileté 42. emise byl v druhé polovině března 3,68% pa, zatímco v druhé polovině června dosáhl výnos 4. tranše této emise na primárním trhu hodnoty 4,01% pa a byl tedy o 32 bazických bodů vyšší.



1.5. Splátky jistiny

Celkový úmor (splátky jistiny) státního dluhu v 1. pololetí 2004 činil **168 899 mil. Kč**. Převážnou část úmoru činily splátky emisí SPP v celkové výši 163 782 mil. Kč. Úmor střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů činil 5 070 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. Dále byla také dne 5. února 2004 uhrazena částkou 4 995 mil. Kč při své splatnosti celá jistina emise 26A čtyřletých státních dluhopisů z roku 2000.

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 1. pololetí 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 168 899 mil. Kč na úmor tak byla financována ze dvou zdrojů:

- i) 168 852 mil. Kč z výnosů emisí státních dluhopisů;
- ii) 47 mil. Kč ze státního rozpočtu.

Celkový čistý úmor činil 5 117 mil. Kč.³

³ Tento celkový čistý úmor nezahrnuje splátky jistiny státních pokladničních poukázek, jejichž emise jsou stále obnovovány.

2. Výdaje kapitoly Státní dluh

Podle zákona č. 218/2000 Sb. o rozpočtových pravidlech a o změně některých souvisejících zákonů (rozpočtová pravidla), §10, odstavec 4 tvoří od roku 2001 výdaje státního rozpočtu spojené s obsluhou a s umořováním státního dluhu kapitolu Státní dluh.

Přehled o výdajích kapitoly Státní dluh v 1. pololetí roku 2004 podává následující tabulka⁴:

v mil. Kč

U k a z a t e l	Skutečnost 1. pololetí 2003	Rozpočet 2004		Skutečnost 1. pololetí 2004	% Plnění	Index 2004/2003 (%)
		schválený	vč. všech změn			
1	2	3	4	5	5:4	5:2
1. Úrokové výdaje celkem	10 233	26 729	26 729	14 143	52,9	138,2
Na vnitřní dluh	10 046	26 150	26 150	14 020	53,6	139,6
<i>z toho:</i>						
na státní pokladniční poukázky	2 136	4 200	4 200	2 108	50,2	98,7
na střednědobé a dlouhodobé dluhopisy	7 910	21 950	21 950	11 912	54,3	150,6
Na vnější dluh	187	579	579	123	21,3	65,9
<i>z toho:</i>						
na vládní půjčky pro podporu platební bilance	133	-	-	-	-	-
na půjčky od EIB	54	579	579	123	21,3	227,2
2. Poplatky	24	300	300	34	11,3	139,5
3. Realizované kurzové ztráty	27	-	-	-	-	-
Výdaje kapitoly celkem	10 285	27 029	27 029	14 177	52,5	137,9

Tyto výsledky kapitoly v 1. pololetí 2004 znamenají, že zvýšení státního dluhu o 21,6% ze 493,2 mld. Kč (konec roku 2003) na 599,8 mld. Kč na konci 1. pololetí roku 2004 bylo spojeno s růstem jak celkových, tak úrokových výdajů v 1. pololetí 2004 oproti stejnému pololetí roku 2003. Výdaje kapitoly za 1. pololetí 2004 vzrostly meziročně ve srovnání s 1. pololetím 2003 o 3 893 mil. Kč, tj. o 37,9%. Výdaje kapitoly jsou ve srovnání se schváleným rozpočtem (který se shoduje s rozpočtem po změnách) o 2,5% nad alikvotou pro 1. pololetí roku 2004.

Celkové výdaje kapitoly dosáhly výše **14 177 mil. Kč** (52,5% rozpočtované částky). Celkové úrokové výdaje ve výši 14 143 mil. Kč tvořily téměř výhradně

⁴ Detailní údaje o výdajích kapitoly jsou uvedeny v tabulce 2.

úrokové výdaje na vnitřní (domácí) dluh ve výši 14 020 mil. Kč, což je 99,1% úrokových výdajů. Úrokové výdaje na vnější (zahraniční) dluh ve výši 123 mil. Kč byly tvořeny výhradně úroky půjček od Evropské investiční banky. Úrokové výdaje na vnitřní dluh jsou složeny z úrokových výdajů na státní pokladniční poukázky (SPP) a z úrokových výdajů na střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy (se splatnostmi nad jeden rok). Úrokové výdaje na státní pokladniční poukázky dosáhly v 1. pololetí roku 2004 výše 2 108 mil. Kč oproti 2 136 mil. Kč v 1. pololetí roku 2003. Součástí úrokových výdajů na státní pokladniční poukázky jsou také výdaje z titulu úrokových swapů.⁵ V 1. pololetí 2004 činily tyto výdaje 266 mil. Kč. Úrokové výdaje na střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy dosáhly v 1. pololetí roku 2004 výše 11 912 mil. Kč oproti 7 910 mil. Kč v 1. pololetí roku 2003. Z celkových úrokových výdajů na střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy (11 912 mil. Kč) činily výdaje z titulu diskontů tranší těchto dluhopisů prodaných v 1. pololetí celkové výše 2 730 mil. Kč.

Celkové úrokové výdaje dosáhly výše 52,9% rozpočtu (2,9% nad alikvotou) a 138,2% úrokových výdajů 1. pololetí 2003. Růst úrokových výdajů oproti stejnému pololetí minulého roku byl způsoben jak dlouhodobým pokračujícím růstem státního dluhu tak pokračujícím primárním trendem dlouhodobého vzestupu úrokových sazeb. Skutečnost, že celkové úrokové výdaje jsou pouze mírně nad alikvotou pro 1. pololetí 2004, svědčí o faktu, že očekávání růstu těchto výdajů bylo již zakomponováno v rozpočtu na rok 2004.

Poplatky spojené s obsluhou státního dluhu dosáhly v 1. pololetí 2004 celkové výše 34 mil. Kč, což je 11,3% rozpočtované částky. Ve srovnání s 1. pololetím předchozího roku byly přitom poplatky o 39,5% vyšší.

⁵ 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.

3. Dluhová strategie a řízení rizik

Ministerstvo financí pokračovalo během celého 1. pololetí 2004 ve sledování strategických cílů řízení státního dluhu, které byly konkretizovány a komunikovány v prosinci 2003 s účastníky finančního trhu a následně byly také zapracovány a schváleny v rámci Konvergenčního programu České republiky v květnu 2004. Kromě standardní emisní činnosti na domácím trhu přispěla k urychlení dosažení těchto cílů výrazným způsobem zejména úspěšná emise eurobondů v červnu 2004. V oblasti řízení refinančního rizika došlo již v prvním pololetí k přiblížení se střednědobému pásmu 25-30% krátkodobého dluhu v rámci celkového státního dluhu. Dosažení tohoto pásma představuje první fázi stabilizace refinančního rizika centrální vlády s tím, 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. Během 1. pololetí byla také velikost modifikované durace státního dluhu udržena v novém cílovém pásmu 3,3-4,3 roku vyhlášeném pro rok 2004. Strategický rámec řízení státního dluhu a úspěšnost plnění vyhlášených kritérií byly také komunikovány s významnými evropskými investory v rámci marketingové prezentace emise eurobondů v zemích Evropské unie, kteří ocenili konzistentní přístup MF k řízení státního dluhu a snahu nejen minimalizovat náklady dluhové služby, ale také úsilí snižovat rizika financování vlády v dlouhém období.

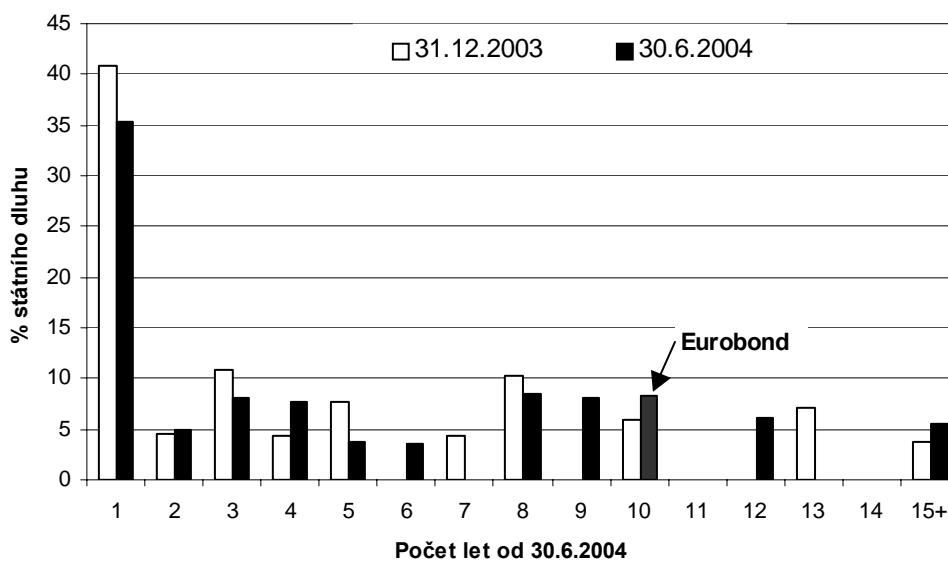
Refinanční riziko

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

Krátkodobý dluh oproti konci roku 2003 poklesl ke konci 1. pololetí o 5,5 procentního bodu na úroveň **35,3%**. Tento pokles byl způsoben jednak dalším poklesem podílu státních pokladničních poukázek na úroveň 25,7% a jednak emisí eurobondů, která přinesla jednorázové zvýšení střednědobých státních dluhopisů o 48,8 mld. Kč.

Vedle kritéria krátkodobého dluhu usiluje MF o postupnou **stabilizaci profilu splácení státního dluhu**. Vývoj tohoto profilu za 1. pololetí roku 2004 oproti konci roku 2003 zachycuje následující graf. Je zřejmé, že MF systematickým plánováním emisních kalendářů postupně tento profil stabilizuje a vyhlazuje. Také v případě tohoto ukazatele měla emise eurobondů velmi pozitivní efekt, protože realizovaná splatnost v roce 2014 vyplnila jednorázově 10letý segment splatnostního profilu státního dluhu.

Splatnostní profil státního dluhu (stav ke konci období)



Úrokové riziko

Úrokové riziko zůstává stále nejdůležitějším tržním rizikem řízení státního dluhu. Struktura státního dluhu z hlediska úročení dluhových instrumentů generuje ke konci 1. pololetí 2004 expozici změně krátkodobých úrokových sazeb ve výši 36,4% státního dluhu.

Státní dluh z hlediska úročení (stav na konci období)

	Podíl (%)			
	2001	2002	2003	2Q2004
Bezüročný dluh	0,4	0,4	0,3	0,3
Fixně úročený dlouhodobý dluh	44,8	57,1	64,7	71,6
z toho: splatný do 1 roku	4,6	7,2	7,9	9,3
Státní pokladniční poukázky	54,1	41,4	32,6	25,7
Variabilně úročený dlouhodobý dluh	0,7	1,1	2,4	2,4
Dluh s úrokovou refixací do 1 roku	59,7	50,5	43,2	37,7
Po zahrnutí efektu úrokových swapů	59,7	47,4	36,8	36,4

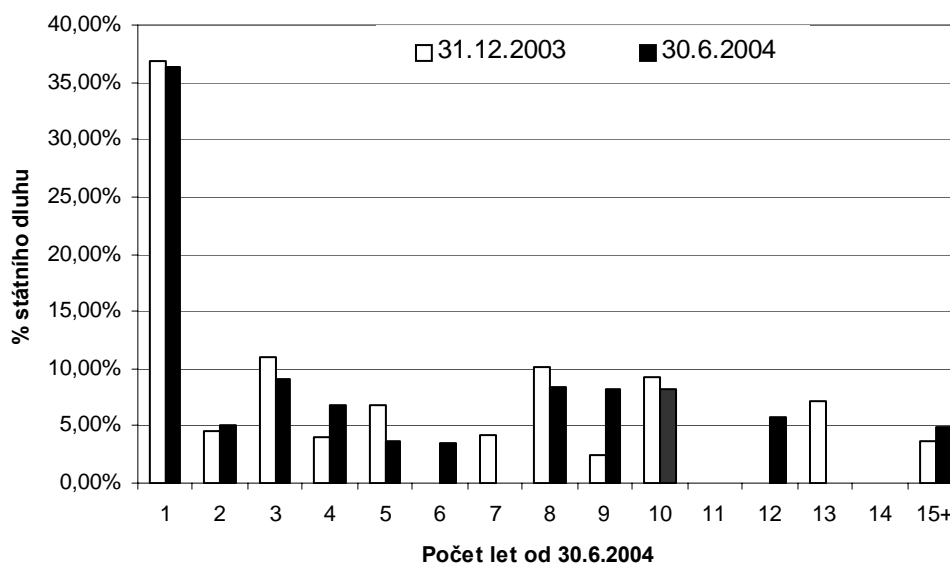
Z tabulky plyne, že došlo ke snížení efektu realizovaných korunových úrokových swapů na redukcí úrokového rizika. Příčinou jsou zajišťovací operace emise eurobondů proti kurzovým dopadům, které znamenají, že téměř celé dosavadní portfolio úrokových swapů realizovaných od listopadu 2002 bylo využito k syntetické tvorbě fixního korunového kupónu eurobondu. V derivátovém portfoliu MF tak zůstaly čistě portfoliové operace bez vazby na konkrétní dluhový instrument pouze v hodnotě 6,5 mld. Kč. I bez efektu derivátových operací došlo ke snížení dluhu s úrokovou refixací do 1 roku oproti konci roku 2003 o 5,5 procentního bodu.

Durace státního dluhu k 30. 6. 2004 včetně úrokových swapů dosáhla **3,54 roku**, 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 204 dní nižší.

Obchodovatelný státní dluh měl duraci včetně úrokových swapů 3,63 roku. Durace obchodovatelného státního dluhu k témuž datu bez úrokových swapů by byla o cca 209 dní nižší. Podíl pevně úročeného obchodovatelného dluhu s reziduální splatností do 1 roku činil 36%.

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



I po zohlednění derivátových operací zůstává stále více než 35% nominální hodnoty státního dluhu vystaveno změně úrokových sazeb do 1 roku. Oproti konci roku 2003 došlo během 1. pololetí k poklesu pouze o 0,04 procentního bodu, což je dáno výše diskutovaným snížením efektu derivátů díky zajišťovacím operacím emise eurobondů.

Kurzové riziko

Kurzová expozice státního dluhu zůstala i na konci 1. pololetí na zanedbatelné úrovni 0,016%, kterou tvoří USD směňky vydané na účast 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. EUR do korun.

Derivátové operace přinesly transformaci 1,5 mld. EUR na korunovou protihodnotu ve výši 48,8244 mld. Kč, takže efektivní kurz, na kterém je zafixována jistina i kupónové platby Eurobondu do roku 2014, má hodnotu 32,55 Kč za 1 euro. Průměrné efektivní náklady na zajištění kurzových dopadů činí na nediskontované bázi cca 253 mil. Kč za deset let. Tato částka tedy představuje kvantifikaci participace vlády na řízení kurzové politiky dle podmínek ČNB a tato částka bude postupně hrazena ze státního rozpočtu a zatíží kapitolu Státní dluh v příštích deseti letech.

Fixní roční kupón eurobondů ve výši 4,625% byl s pomocí derivátových operací transformován ke konci pololetí v konečné fázi na syntetický fixní korunový roční kupón ve výši 4,74%. Odpovídající tržní výnos 10letého státního dluhopisu se v tomto období pohyboval na úrovni 5,2%, což zřetelně deklaruje konečnou nákladovou výhodnost zahraničního financování České republiky včetně zajišťovacích operací ve srovnání s domácím kapitálovým trhem.

4. Výnosy z investování přebytků

4.1. Výnosy z investování prostředků souhrnného účtu státní pokladny

V rámci řízení likvidity Souhrnného účtu státní pokladny byly v 1. pololetí 2004 provedeny krátkodobé investice do poukázek ČNB v objemu 893 337 mil. Kč, splátky přitom dosáhly do konce 1. pololetí 819 897 mil. Kč. K 30. 6. 2004 tak byly na majetkovém účtu MF evidovány poukázky ČNB v nominální hodnotě 73 440 mil. Kč. Celkový výnos těchto investic činil 332,31 mil. Kč.

Následující tabulka porovnává výnosy a náklady dosažené při řízení likvidity v 1. pololetí roku 2004 se stejným obdobím předchozího roku:

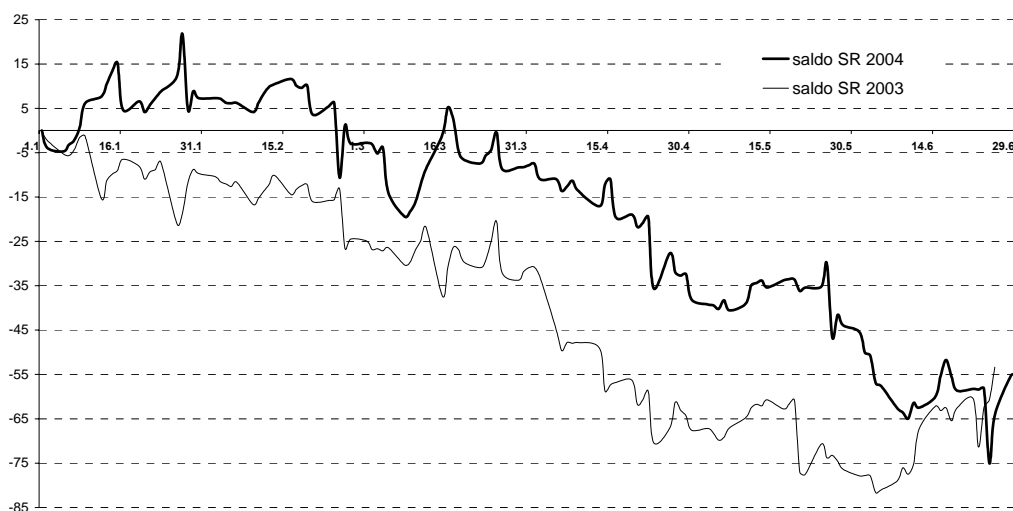
	1. pololetí 2003	1. pololetí 2004	2004/2003 (%)
Výnosy z operací při řízení likvidity s P ČNB	178,25	332,31	186,43
Úrokové náklady na SPP pro řízení likvidity	- 5,70	0,00	-
Celkem	172,55	332,31	192,59

v mil. Kč

Z tabulky je zřejmé, že zatímco za 1. pololetí 2004 úspory převýšily náklady celkem o 332,31 mil. Kč, ve stejném období roku 2003 úspory převýšily náklady o 172,55 mil. Kč. Operacemi na krytí schodku státní pokladny včetně operací s přebytkem finančních zdrojů bylo dosaženo v 1. pololetí letošního roku o 159,76 mil. Kč vyššího výnosu než v 1. pololetí minulého roku.

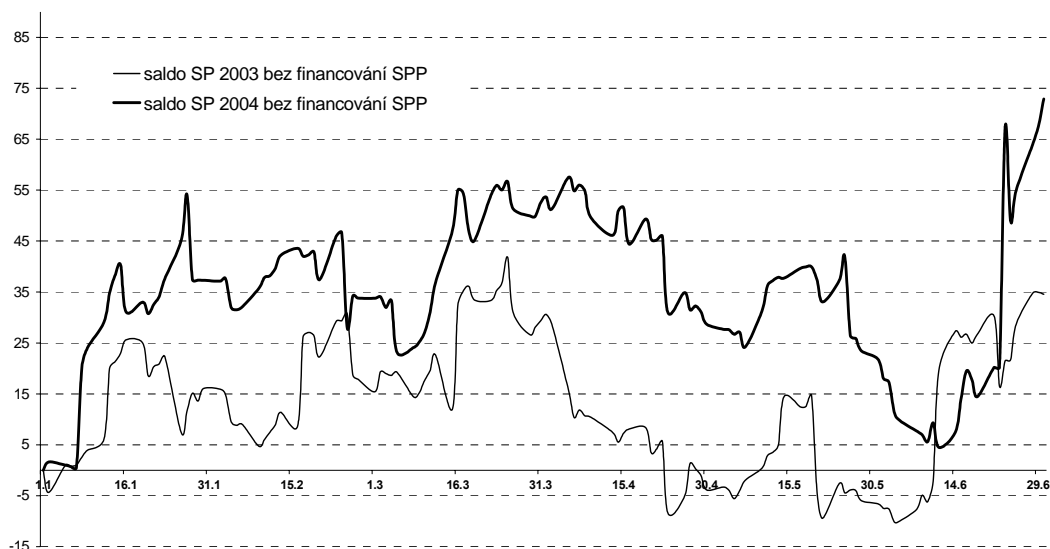
Vývoj salda státního rozpočtu za 1. pololetí 2004 a 2003 znázorňuje následující graf:

Vývoj salda SR v roce 2004 a 2003
I. pololetí



Vývoj salda státní pokladny za 1. pololetí roku 2004 a 2003 znázorňuje následující graf:

Vývoj salda SP v roce 2004 a 2003 bez financování SPP
I. pololetí



Podstatně vyšší výnos z investování prostředků souhrnného účtu státní pokladny v 1. pololetí roku 2004 ve srovnání se stejným obdobím předchozího roku, a to i přes skutečnost, že úrokové sazby jsou nižší než před rokem, byl způsoben především velmi příznivě se vyvíjejícím saldem státního rozpočtu a tím nadměrnými emisemi státních pokladničních poukázek. Proto také investice do poukázek ČNB byly v 1. pololetí roku 2004 podstatně vyšší ve srovnání se stejným obdobím předchozího roku, aby tak byl neutralizován dopad nadměrného stavu státních pokladničních poukázek na saldo státního rozpočtu.

Tabulka 1

Vývoj státního dluhu České republiky v 1. pololetí roku 2004

v mil. Kč

	Stav k 1. 1. 2004	Výpůjčky (a)	Splátky (b)	Kurzové rozdíly (c)	Celková změna (a - b + c)	Stav k 30. 6. 2004
STÁTNÍ DLUH CELKEM	493 185	275 537	168 899	-1	106 638	599 823
Vnitřní dluh	479 854	224 030	168 852		55 178	535 032
Státní pokladniční poukázky	160 582	157 550	163 782		-6 232	154 350
26. emise střednědobých dluhopisů (1999)	5		5		-5	0
Emise 26A střednědobých dluhopisů (2000)	4 995		4 995		-4 995	0
28. emise střednědobých dluhopisů (1999)	5 000				0	5 000
31. emise střednědobých dluhopisů (2000)	22 000				0	22 000
32. emise střednědobých dluhopisů (2000)	20 000				0	20 000
33. emise dlouhodobých dluhopisů (2000)	21 000				0	21 000
34. emise dlouhodobých dluhopisů (2001)	35 000				0	35 000
35. emise střednědobých dluhopisů (2001)	29 000		70		-70	28 930
36. emise dlouhodobých dluhopisů (2001)	50 272				0	50 272
37. emise střednědobých dluhopisů (2001)	28 000				0	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	18 985			18 985	47 985
41. emise dlouhodobých dluhopisů (2003)	15 000	14 495			14 495	29 495
42. emise střednědobých dluhopisů (2004)	0	22 000			22 000	22 000
Vnější dluh	13 330	51 508	47	-1	51 460	64 791
Eurobondy	0	48 824			48 824	48 824
Půjčky od EIB	11 730	2 634			2 634	14 364
Půjčky pro úhradu účasti u EBRD	94	49	47	-1	2	96
Půjčky pro úhradu účasti u IBRD	1 507				0	1 507

Tabulka 2

Výdaje na státní dluh České republiky v 1. pololetí roku 2004

v tis. Kč

	Čistý úmor	Úrok	Poplatky dluhové služby	Celkové výdaje
CELKEM	5 116 652,704	14 143 310,877	33 965,170	19 293 928,751
Vnitřní státní dluh	5 070 000,000	14 019 937,250	33 965,170	19 123 902,421
Státní pokladniční poukázky		2 108 024,191		2 108 024,191
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)			310,803	310,803
31. emise střednědobých dluhopisů (2000)		1 485 000,000	166,698	1 485 166,698
32. emise střednědobých dluhopisů (2000)		1 260 000,000	163,682	1 260 163,682
33. emise dlouhodobých dluhopisů (2000)		1 344 000,000	163,728	1 344 163,728
34. emise dlouhodobých dluhopisů (2001)		2 323 527,539	182,496	2 323 710,035
35. emise střednědobých dluhopisů (2001)	70 000,000	3 225,810	161,248	73 387,058
36. emise dlouhodobých dluhopisů (2001)			160,714	160,714
37. emise střednědobých dluhopisů (2001)			160,612	160,612
38. emise střednědobých dluhopisů (2003)		622 332,000	1 022,264	624 907,074
39. emise střednědobých dluhopisů (2003)		869 065,608	2 322,312	871 387,920
40. emise dlouhodobých dluhopisů (2003)		2 653 718,686	11 042,701	2 664 761,387
41. emise dlouhodobých dluhopisů (2003)		809 203,874	9 879,399	819 083,273
42. emise střednědobých dluhopisů (2004)		144 339,542	5 989,267	150 328,809
Ostatní			2 200,253	2 200,253
Vnější státní dluh	46 652,704	123 373,627	0,000	170 026,330
Půjčky od EIB		123 373,627		123 373,627
Směnky pro úhradu účasti v IBRD a EBRD	46 652,704			46 652,704

Tabulka 3

Přehled emisí SPP v 1. pololetí roku 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