

# VYUŽITÍ STÁTNÍCH DLUHOPISŮ KE KRYTÍ SCHODKŮ STÁTNÍHO ROZPOČTU ČESKÉ REPUBLIKY

Pavel Duspiva

Univerzita Pardubice, Fakulta ekonomicko-správní, Ústav ekonomiky a managementu

**Abstrakt:** Česká republika od roku 1996 trvale hospodaří se schodkovým státním rozpočtem. Tento vývoj se promítá do růstu státního a veřejného dluhu. Schodky rozpočtu jsou každý rok kryty emisí státních dluhopisů. Státní dluhopisy jsou zvláštním druhem dluhopisu a jsou emitovány pravidelně každý měsíc a jejich celkový objem stále roste. Emitování státních dluhopisů je úzce spojeno s řízením státního dluhu, jehož základním cílem je zajištění výpůjčních potřeb a platebních závazků vlády České republiky.

**Abstract:** Czech Republic permanent manages with the state budget deficit since 1996. This progress must be put on increasing of the state and public deficits. The budget deficits are backed every year by state bonds emissions. The state (or government) bonds are specific kind of bonds and they are emitted regular every month and their volume increases. The state bonds emissions are closely associated with state deficit management. The loans and payment deficits funding of Czech government is one of the fundamental goal.

**Klíčová slova:** Vláda České republiky, schodek státního rozpočtu, státní dluh, cenné papíry, emise státních dluhopisů.

## Úvod

Významnými makroekonomickými ukazateli jsou veřejný dluh a státní dluh. Veřejný dluh je dluh vlády a všech veřejných institucí vůči domácím i zahraničním subjektům. Státní dluh je součástí veřejného dluhu a je kumulací schodků státního rozpočtu. Existence dluhů, jejich výše a vývoj tak přesně doráží hospodaření státu. Souhrnně se do této oblasti promítá hospodaření vlády na různých úrovních, stav mimorozpočtových fondů a hospodaření orgánů samosprávy a místní správy. Nepřímo se na vzniku veřejného dluhu podílejí i ekonomické aktivity jednotlivých regionů. Význam uvedených ukazatelů podtrhují Maastrichtská kritéria pro vstup členských zemí do eurozóny tj. pro přijetí společné měny euro.

V posledním období mnoho států hospodaří schodkově. Týká se to jak ekonomicky vyspělých, tak i rozvíjejících se států. S výrazným schodkem hospodaří např. USA, kde v roce 2005 dosáhl deficit státního rozpočtu výše 725,8 miliard dolarů. Mnoho států Evropské unie rovněž hospodaří se schodkem. Maastrichtské kritérium schodku státních financí max. ve výši 3 % hrubého domácího produktu v roce 2005 nesplňovaly Německo, Francie, Itálie, Řecko, Portugalsko, Velká Británie. Přebytkově hospodařily pouze Dánsko, Finsko, Estonsko, Irsko, Švédsko a Belgie. Ostatní státy, včetně České republiky, vykázaly deficity.

Obdobná situace je i u veřejného dluhu, kde téměř všechny státy Evropské unie mají dluhy. Některé státy, jako Belgie, Portugalsko, Německo, Francie, Rakousko, nedodržely Maastrichtské kritérium, které určuje výši veřejného dluhu do 60 % hrubého domácího produktu. Např. veřejný dluh Řecka dosáhl úrovně 106,1 % HDP, dluh Itálie dokonce 110,4 % HDP. V této oblasti Česká republika splňuje kritérium, neboť výše veřejného dluhu dosahuje 35 % hrubého domácího produktu.

Mnoho států proto řeší problém, jakým způsobem krýt schodky státních a veřejných financí. Nejčastější je využití emise státních dluhových cenných papírů.

## Vývoj státního dluhu České republiky

Česká republika od roku 1996 trvale hospodaří se schodkem státního rozpočtu. Příčin je několik. Jedním důvodem pro deficitní financování bylo podpořit hospodářský růst, neboť v roce 1997 byl zaznamenán pokles hrubého domácího produktu o 0,7 % a v roce 1998 o 1,1 %. Tento záměr byl dosažen, od roku 1999 do současnosti Česká republika trvale dosahuje hospodářský růst. Dalším důvodem bylo zvyšování veřejných výdajů, zejména sociálního charakteru. Zde působily především mandatorní výdaje, které musely být do státního rozpočtu zahrnuty. Např. v roce 2006 mandatorní výdaje tvoří 40 % všech výdajů státního rozpočtu. Z objemu mandatorních výdajů tvoří důchody 60 %, sociální dávky 14 %, platba veřejnému pojištění 8 %, státní dluhová služba 8 %, nemocenská 7 % a podpora v nezaměstnanosti 2 %.

Z uvedených důvodů byl vývoj **schodků státního rozpočtu** v miliardách Kč tento:

rok	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
skut. schodek	1,6	15,7	29,3	29,6	40,1	67,7	45,7	109,1	93,5	56,4

Pro rok 2006 a 2007 je nadále plánován deficit státních financí.

Výrazný nárůst schodků, zejména po roce 2000, se nutně projevil v růstu **státního dluhu**. Za sledované období byla výše státního dluhu v mld. Kč následující:

rok	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
státní dluh	155	173	195	228	289	345	396	493	593	691

I když Česká republika v současné době plní Maastrichtská kritéria pro výši schodku státního rozpočtu a veřejného dluhu, negativní je především dynamika veřejného dluhu. Za sledovaných deset let vzrostl státní dluh o 445,8 %. Tento nepříznivý vývoj se promítá do růstu objemu emise státních dluhopisů ke krytí jednotlivých schodků rozpočtů i dluhové služby (výplaty úroků ze státních dluhopisů).

### Emise státních dluhopisů

Státní dluhopisy jsou podle zákona č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, zvláštními druhy dluhopisů vydávaných Českou republikou. Jsou vydávány na základě:

- zvláštního zákona o státním dluhopisovém programu, který je zpravidla přijímán v návaznosti na krytí schodku schváleného státního rozpočtu,
- zvláštního zákona, který pověřuje ministerstvo financí vydat státní dluhopisy nebo mu vydání státních dluhopisů umožňuje, např. v roce 1997 vydání povodňových dluhopisů.

Emitentem státních dluhopisů je Česká republika, kterou zastupuje ministerstvo financí. Státní dluhopisy se v tuzemsku vydávají prostřednictvím České národní banky.

Podle charakteru dluhopisů se státní dluhopisy dělí na:

- **krátkodobé**, kterými jsou státní pokladniční poukázky, mající splatnost nejdéle do jednoho roku, diskontní výnos (rozdíl mezi jmenovitou hodnotou a emisním kurzem), obvykle jmenovitou hodnotu 1 mil. Kč. Slouží ke krytí časového nesouladu příjmů a výdajů státní pokladny. Jsou to vysoce likvidní, bezrizikové cenné papíry. Státní pokladniční poukázky jsou emitovány ve formě na majitele v zaknihované podobě a jejich primární emisi a evidenci zajišťuje Česká národní banka.
- **středně a dlouhodobé**, které mají splatnost 3, 5, 10 a v poslední době i 15 let, pevnou nebo pohyblivou úrokovou sazbu a jmenovitou hodnotu 10 000 Kč. Jsou

určeny pro krytí schodku státního rozpočtu, mimořádných investičních a sociálních výdajů. Tyto státní dluhopisy jsou bezpečným, výnosovým cenným papírem. Jsou emitovány na majitele v zaknihované podobě a evidenci dosud zajišťuje Středisko cenných papírů, později po zřízení Centrální depozitář cenných papírů.

**Primární emisi střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů** uskutečňuje Česká národní banka. Dluhopisy prodává v aukcích prostřednictvím elektronického systému Bloomberg, které pořádá jednou až dvakrát za měsíc. Aukce, po níž následuje vydání dluhopisů, se mohou účastnit jen přímí účastníci aukce, které určuje Česká národní banka pevně na celý rok. Pro rok 2006 určila 11 přímých účastníků aukcí, kterými jsou pouze tuzemské nebo zahraniční banky, z nichž jedna (PPF banka, a.s.) představuje český kapitál. Ostatní investoři a zájemci o státní dluhopisy musí využít služeb přímých účastníků, kteří jejich požadavky zahrnou do svých objednávek.

Každý emitovaný dluhopis musí mít přiděleno identifikační označení podle mezinárodního systému číslování pro identifikaci cenných papírů - kód ISIN (International Securities Identification Number), pod kterým je po celou dobu životnosti evidován. Dále musí být schváleny a zveřejněny emisní podmínky, které obsahují zejména způsob vydání dluhopisu, formu, druh a podobu dluhopisu, určení výnosu, podmínky výplaty úroků, dobu splatnosti a způsob splacení jmenovité hodnoty (dlužné částky). Emitovaný dluhopis má svůj název uváděný ve standardním tvaru, skládající se ze slov Dluhopis České republiky, posledního dvojčíslí roku splatnosti a procentní výše úroku dluhopisu.

#### **Průběh aukce státních dluhopisů**

Přímý účastník může objednat maximálně 50 % z objemu v aukci nabízených státních dluhopisů a za kalendářní rok musí upsat minimálně 3 % z objemu emitovaných dluhopisů. Prodej státních dluhopisů je prováděn americkou aukcí tak, že objednávky jsou uspokojovány od nejvyšší nabídnuté ceny, resp. nejnižšího nabízeného výnosu. Proto objednávky lze do aukce zadávat podle ceny nebo výnosu zároveň s požadovaným objemem.

Aukce je rozdělena na dvě části, do nichž se účastník může přihlásit:

- **konkurenční část aukce**, kde se nabízí minimálně 85 % objemu emise v aukci. Část emise určená k tomuto průběhu aukce se rozdělí mezi objednávky tak, že se uspokojí ty s vyšší cenou nebo nižším výnosem. Tyto úspěšné konkurenční objednávky se uspokojí za cenu nebo výnos, jak byly objednány. Z výsledků konkurenční části aukce se vypočítá průměrná cena nebo výnos, která se určí jako vážený průměr cen nebo výnosů uspokojených konkurenčních objednávek.
- **nekonkurenční část aukce**, kde se nabízí zbývajících 15 % objemu emise dluhopisu. Po vyhlášení výsledků konkurenční části se vypočte tzv. nekonkurenční limit, což je maximálně možná výše objednávky každého účastníka nekonkurenční části aukce. V této části aukce se nekonkurenční objednávky účastníků uspokojí nejvýše do jejich nekonkurenčního limitu za průměrnou cenu nebo výnos dosažený v konkurenční části aukce.

**Majetkové a finanční vypořádání** zakoupených státních dluhopisů v primární emisi se uskuteční do tří dnů od data aukce. Vypořádání zajišťuje Univerzální vypořádací centrum a.s. (UNIVYC), které uskutečňuje dvě základní operace:

- zajišťuje **převod cenných papírů** v zaknihované podobě na účty první nabyvatelů státních dluhopisů ve Středisku cenných papírů,
- zprostředkovává **převod finančních prostředků** z účtů nabyvatelů státních dluhopisů v Zúčtovacím centru České národní banky, event. mezi účty jejich clearingových bank.

Na **sekundárním trhu** se státní dluhopisy obchodují na regulovaných trzích, konkrétně na Burze cenných papírů Praha, a.s. a RM-systému, a.s. To umožňuje získat státní dluhopisy jak profesionálním, tak i drobným individuálním investorům. O státní dluhopisy je mezi investory velký zájem, zejména u bank, pojišťoven, investičních společností a fondů nechybí v jejich portfoliu cenných papírů. Např. Allianz penzijní fond, a.s. měl ke dni 31. 12. 2005 v portfoliu státní dluhopisy v hodnotě 3,640 miliard Kč, což představovalo 70,25 % z celkové hodnoty majetku penzijního fondu. Vedle toho vlastnil státní pokladniční poukázky v hodnotě 694,8 milionu Kč s jejich podílem 13, 41 % na majetku fondu.

Vysokou likviditu státních dluhopisů dokládají objemy obchodů se státními dluhopisy na Burze cenných papírů Praha, a.s., které v letech 1998 až 2003 převýšily objemy obchodů s akciemi. Objemy obchodů s dluhopisy v miliardách Kč na Burze cenných papírů Praha, z nichž nejvíce bylo státních, byly tyto:

rok	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
obj. obchodů	143	433	688	1024	959	1858	1559	1110	692	533

Trh s dluhopisy v České republice patřil v předchozím období k nejrozvinutějším dluhopisovým trhům ve střední a východní Evropě. Z údajů o objemech obchodů je vidět, že aktivita na našem trhu dluhopisů kulminovala v roce 2001. Od roku 2002 objem obchodů klesá. Příčinou je pokles obchodů s podnikovými (v tom bankovními) dluhopisy na celkovém objemu s obchodů s dluhopisy, nikoli se státními dluhopisy. To je dobře patrné při srovnání podílu státních a podnikových dluhopisů na celkovém objemu obchodů. V roce 2000 činil podíl státních dluhopisů 37 % a podnikových 21 %, v roce 2005 byl podíl státních dluhopisů 90 % a podnikových pouhých 2,5 %. V současné době na dluhopisovém trhu České republiky mají dominantní místo státní dluhopisy a podnikové přestaly hrát významnější roli.

### **Krytí schodků státního rozpočtu v letech 2000 až 2005**

Ve sledovaném období byl každý rok plánován schodek státního rozpočtu. Deficit státních financí byl vypořádán:

- emisí státních dluhopisů,
- dlouhodobým úvěrem,
- změnou stavu na účtech státních finančních aktiv.

Podmínky emise státních dluhopisů a jejich průběh byl již popsán. U dlouhodobých úvěrů se jedná o půjčky státu u České národní banky a zahraničních bank, např. Světové banky, Evropské banky pro obnovu a rozvoj. Změna stavu na účtech státních finančních aktiv zahrnuje např. majetkové účasti státu v obchodních společnostech, cenné papíry v majetku státu, pohledávky státu z poskytnutých úvěrů, návratné finanční výpomoci.

Podíly jednotlivých **zdrojů krytí schodků** státního rozpočtu v období let 2000 až 2005 v procentech byly tyto:

rok	2000	2001	2002	2003	2004	2005
emise státních dluhopisů	100	82	95	96	90	85
dlouhodobý úvěr	0	0	0	3	5	13
změny finančních aktiv	0	18	5	1	5	2

Struktura zdrojů krytí schodků státního rozpočtu za posledních pět let potvrzuje výsadní postavení státních dluhopisů. Mírný pokles jejich podílu souvisí se snahami diverzifikovat zdroje a snižovat náklady na pořízení cizího kapitálu. Přesto objemu emitovaných státních dluhopisů v jednotlivých letech rostl v závislosti na růstu schodků státního rozpočtu. Vývoj

objemu emise státních dluhopisů a schodků státního rozpočtu v miliardách Kč ve sledovaném období byl tento:

rok	2000	2001	2002	2003	2004	2005
objem emise stát. dluhopisů	47,0	63,3	70,0	110,4	105,6	131,2
schodek státního rozpočtu	40,1	67,7	45,7	109,1	93,5	56,4

Značně vyšší objem emise dluhopisů proti schodku státního rozpočtu v roce 2005 souvisí mimo jiné i s nárůstem dluhové služby (placení úroků) z dříve vydaných dluhopisů.

Ministerstvo financí od roku 2000 postupně realizuje strategii řízení státního dluhu. Střednědobé **strategické cíle v oblasti využití státních dluhopisů** jsou:

1. Aktivně podporovat efektivitu a likviditu domácího finančního trhu vydáváním co nejmenšího počtu emisí a splatností při navyšování objemu emisí jejich znovu otevíráním s cílem zavedení tzv. benchmarkových emisí.
2. Stabilizovat refinanční rizika, která spočívají zejména ve snižování podílu krátkodobého dluhu a vyhlazování splatnosti státního dluhu v rámci jednotlivých let.
3. Stabilizovat tržní, především úrokové riziko, prostřednictvím cílování durace dluhového portfolia.
4. Diverzifikovat institucionální a geografickou investorskou bázi.
5. Zvyšovat transparentnost a flexibilitu řízení státního dluhu.

### **Závěr**

Státní dluhopisy představují dlouhodobý zdroj finančních prostředků k zajištění výpůjčních potřeb vlády. Využívány jsou ke krytí schodků státního rozpočtu, déle na rozsáhlé a významné investiční akce jako je výstavba dálnic nebo obnova po povodních a na další finančně náročné akce např. sanace ztrát České konsolidační agentury. Objem emitovaných státních dluhopisů, četnost jejich emise a doba splatnosti v posledních deseti letech rostla v důsledku dluhových potřeb vlády a státních institucí. Na náklady získání cizích zdrojů emisí státních dluhopisů pozitivně působí příznivé ratingové hodnocení České republiky v investičním stupni, které odráží příznivou ekonomickou situaci a trvalý ekonomický růst vyjádřený hrubým domácím produktem. V budoucnu lze očekávat, že význam státních dluhopisů pro financování státních potřeb bude zachován, ale objem i četnost emisí, vzhledem k přibližujícímu se vstupu České republiky do eurozóny se bude snižovat.

### **Použitá literatura:**

Dvořáková, A. *Trh dluhopisů v České republice – analýza s použitím a porovnáním různých ekonomických pohledů*. Praha: Univerzita Karlova, 2003

Malínská, E. *Státní dluhopisy české republiky*. Pardubice: Univerzita Pardubice, 2006

Musílek, P. *Trhy cenných papírů*. Praha: Ekopress, 2002

Pavlát, V. *Kapitálové trhy*. Praha: Professional Publishing, 2003

Zákon č. 190/2004 Sb., *o dluhopisech*

[www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

[www.czso.cz](http://www.czso.cz)

[www.mfcr.cz](http://www.mfcr.cz)

[www.pse.cz](http://www.pse.cz)

### **Kontaktní adresa:**

doc. Ing. Pavel Duspiva, CSc.

Ústav ekonomiky a managementu, Fakulta ekonomicko-správní, Univerzita Pardubice

Studentská 84, 532 10 Pardubice

[pavel.duspiva@upce.cz](mailto:pavel.duspiva@upce.cz) +420 466036559