

Veřejný dluh a jeho management

Bc. Dušan Jurča

Diplomová práce
2010

 Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky
Ústav regionálního rozvoje, veřejné správy a práva
akademický rok: 2009/2010

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: Dušan JURČA
Studijní program: N 6202 Hospodářská politika a správa
Studijní obor: Veřejná správa a regionální rozvoj
Téma práce: Veřejný dluh a jeho management

Zásady pro vypracování:

Úvod

I. Teoretická část

- Teorie, příčiny a důsledky veřejného dluhu.
- Analyzujte cíle, nástroje a institucionální uspořádání managementu dluhu.

II. Praktická část

- Analyzujte vývoj veřejného zadlužení v ČR.
- Zhodnoťte management veřejného dluhu v ČR a navrhněte zlepšení výkonu managementu veřejného dluhu.

Závěr

Rozsah práce: cca 70
Rozsah příloh:
Forma zpracování diplomové práce: tištěná/elektronická

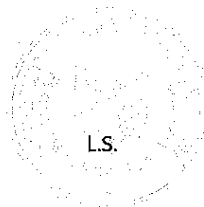
Seznam odborné literatury:

- [1] HALÁSEK, D. Veřejná ekonomika. 2. vyd. Opava: Optys, 2007. 207 s.
ISBN 978-80-85819-60-1.
[2] HAMERNÍKOVÁ, B., MAAYTOVÁ, A. a kol. Veřejné finance. 3. vyd. Praha: ASPI, 2007.
364 s. ISBN 978-80-7357-301-0.
[3] MUSGRAVE, R. A., MUSGRAVE, P. B. Veřejné finance v teorii a praxi. 1. vyd. Praha:
Management Press, 1994. 581 s. ISBN 80-85603-76-4.
[4] PEKOVÁ, J. Veřejné finance. Úvod do problematiky. 3. vyd. Praha: ASPI, 2005. 527 s.
ISBN 80-7357-049-1.

Vedoucí diplomové práce: prof. Ing. Dušan Halásek, CSc.
Ústav regionálního rozvoje, veřejné správy a práva
Datum zadání diplomové práce: 29. března 2010
Termín odevzdání diplomové práce: 3. května 2010

Ve Zlíně dne 29. března 2010

doc. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
děkanka



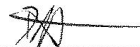
prof. RNDr. René Wokoun, CSc.
ředitel ústavu

PROHLÁŠENÍ AUTORA DIPLOMOVÉ PRÁCE

Beru na vědomí, že

- odevzdáním diplomové práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby ¹⁾;
- beru na vědomí, že diplomová práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k nahlédnutí;
- na moji diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3 ²⁾;
- podle § 60 ³⁾ odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- podle § 60 ³⁾ odst. 2 a 3 mohu užít své dílo – diplomovou - nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen s předchozím písemným souhlasem Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše);
- pokud bylo k vypracování diplomové práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tj. k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové práce využít ke komerčním účelům.

Ve Zlíně 3.5.2010.....



1) zákon č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, § 47b Zveřejňování závěrečných prací:

(1) Vysoká škola nevydělečně zveřejňuje disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce, u kterých proběhla obhajoba, včetně posudků oponentů a výsledku obhajoby prostřednictvím databáze kvalifikačních prací, kterou spravuje. Způsob zveřejnění stanoví vnitřní předpis vysoké školy.

(2) Disertační, diplomové, bakalářské a rigorózní práce odevzdané uchazečem k obhajobě musí být též nejméně pět pracovních dnů před konáním obhajoby zveřejněny k nahlázení veřejnosti v místě určeném vnitřním předpisem vysoké školy nebo není-li tak určeno, v místě pracoviště vysoké školy, kde se má konat obhajoba práce. Každý si může ze zveřejněné práce pořizovat na své náklady výtisky, opisy nebo rozmnoženiny.

(3) Platí, že odevzdáním práce autor souhlasí se zveřejněním své práce podle tohoto zákona, bez ohledu na výsledek obhajoby.

2) zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 35 odst. 3:

(3) Do práva autorského také nezasahuje škola nebo školské či vzdělávací zařízení, užije-li nikoli za účelem přímého nebo nepřímého hospodářského nebo obchodního prospěchu k výuce nebo k vlastní potřebě dílo vytvořené žákem nebo studentem ke splnění školních nebo studijních povinností vyplývajících z jeho právního vztahu ke škole nebo školskému či vzdělávacímu zařízení (školní dílo).

3) zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, § 60 Školní dílo:

(1) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení mají za obvyklých podmínek právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla (§ 35 odst.

3). Odpírá-li autor takového díla udělit svolení bez vážného důvodu, mohou se tyto osoby domáhat nahrazení chybějícího projevu jeho vůle u soudu. Ustanovení § 35 odst. 3 zůstává nedotčeno.

(2) Není-li sjednáno jinak, může autor školního díla své dílo užit či poskytnout jinému licenci, není-li to v rozporu s oprávněnými zájmy školy nebo školského či vzdělávacího zařízení.

(3) Škola nebo školské či vzdělávací zařízení jsou oprávněny požadovat, aby jim autor školního díla z výdělku jim dosaženého v souvislosti s užitím díla či poskytnutím licence podle odstavce 2 přiměřeně přispěl na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložily, a to podle okolností až do jejich skutečné výše; přitom se přihlédá k výši výdělku dosaženého školou nebo školským či vzdělávacím zařízením z užití školního díla podle odstavce 1.

ABSTRAKT

Předmětem diplomové práce nazvané Veřejný dluh a jeho management je analýza managementu veřejného dluhu. Teoretická část je zaměřena na vymezení pojmů týkající se veřejného dluhu, příčin veřejného dluhu a cílů i nástrojů managementu dluhu. Praktická část analyzuje vývoj dluhu v ČR a formuluje problémy i možnosti zlepšení managementu dluhu.

Klíčová slova: veřejné finance, veřejný dluh, deficit státního rozpočtu, management dluhu, politika

ABSTRACT

The present diploma paper on the topic Public debt and debt management aims to analyse the public debt management. The theoretical part deals with defining particular concepts about the public debt as well as causes public debt and aims and tools debt management. The practical part analyses development public debt in the Czech republic, problems with them and opportunities for debt management performance improvent.

Keywords: publice finance, public debt, budgetary deficit, debt management, politics

Na tomto místě bych rád poděkoval Prof. Ing. Dušanovi Haláskovi, CSc. za cenné připomínky a odborné rady, kterými přispěl k vypracování této diplomové práce. V neposlední řadě bych rád poděkoval své rodině za podporu při psaní této práce.

Prohlašuji, že odevzdaná verze diplomové práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

OBSAH

ÚVOD	10
I TEORETICKÁ ČÁST	11
1 TEORIE VEŘEJNÉHO DLUHU	12
1.1 VEŘEJNÉ FINANCE	12
1.2 TEORIE FISKÁLNÍ NEROVNOVÁHY	13
1.2.1 Rozpočtový deficit	15
1.2.2 Řešení dluhového problému.....	18
1.2.3 Veřejný dluh	18
1.2.4 Vztah mezi rozpočtovým deficitem a veřejným dluhem.....	21
2 PŘÍČINY VEŘEJNÉHO DLUHU	23
3 DŮSLEDKY VEŘEJNÉHO DLUHU	25
3.1 ŘEŠENÍ DLUHOVÉHO PROBLÉMU	25
3.2 UMOŘOVÁNÍ VEŘEJNÉHO DLUHU	28
4 CÍLE A NÁSTROJE MANAGEMENTU DLUHU	29
4.1 CÍLE MANAGEMENTU DLUHU	31
4.1.1 Důvody nutnosti spravovat veřejný dluh.....	33
4.2 INSTITUCIONÁLNÍ USPOŘÁDÁNÍ MANAGEMENTU DLUHU.....	33
4.2.1 ADMO - Autonomní úřad pro řízení státního dluhu.....	34
4.2.2 Včlenění do "nemonetární části" organizační struktury centrální banky	36
4.2.3 Jednotka v rámci organizační struktury státní pokladny (state treasury)	36
4.2.4 Jednotka v rámci organizační struktury Ministerstva financí	37
4.2.5 Organizace a působnost řízení státního dluhu v ČR	38
4.2.6 Management rizik a finanční nástroje v ČR.....	39
II PRAKTICKÁ ČÁST	41
5 ANALÝZA VÝVOJE VEŘEJNÉHO ZADLUŽENÍ V ČR	42
5.1 VÝŠE DLUHU ČR V RÁMCI EU	42
5.2 VÝŠE VEŘEJNÉHO DLUHU V ČR	44
5.3 STRUKTURA A VÝVOJ STÁTNÍHO DLUHU	45
5.3.1 Analýza vývoje hrubých výpůjčních potřeb vlády	48
5.3.2 Vývoj domácího a zahraničního dluhu.....	49
5.3.3 Státní dluhopisy podle typu instrumentu.....	52
5.3.4 Státní dluhopisy podle typu držitele.....	56
5.3.5 Náklady státního dluhu.....	58
5.4 VEŘEJNÝ DLUH ČR.....	60
5.4.1 Dluh dle typu instrumentu	60
5.4.2 Dluh dle typu držitele dluhu	62
6 ZHODNOCENÍ MANAGEMENTU DLUHU A NÁVRH ZLEPŠENÍ VÝKONU MANAGEMENTU DLUHU	65

6.1	ZHODNOCENÍ MANAGEMENTU DLUHU	66
6.2	NÁVRH VÝKONU MANAGEMENTU DLUHU	67
6.2.1	Koordinace veřejného dluhového managementu s fiskální a monetární politikou	71
6.3	NOVODOBÉ TRENDY V POUŽÍVÁNÍ DERIVÁTŮ	71
6.3.1	Použití derivátů veřejnými dluhovými manažery.....	72
7	VEŘEJNÝ DLUH V ROCE 2020	74
	ZÁVĚR	76
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY.....	78
	SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK	81
	SEZNAM OBRÁZKŮ	82
	SEZNAM TABULEK.....	83
	SEZNAM PŘÍLOH.....	84

ÚVOD

Problematika veřejného dluhu představuje inspirativní podnět ke zkoumání. V této diplomové práci se zaměřím na velmi zajímavou a stále poněkud opomíjenou oblast veřejného dluhu a jeho managementu.

Na začátku chci popsat příčiny a důsledky veřejného dluhu i analyzovat cíle a institucionální uspořádání managementu dluhu. V praktické části budu analyzovat vývoj veřejného zadlužení v ČR a zhodnotím management veřejného dluhu v ČR a navrhu alternativu zlepšení.

Na začátku diplomové práce jsem charakterizoval pojem veřejné finance. V další části se zabývám teorií fiskální nerovnováhy a vysvětluji pojmy rozpočtového deficitu, veřejného dluhu a jejich vzájemné vztahy.

Následující kapitoly se zabývají příčinami a důsledky veřejného dluhu. Obsahově nejrozsáhlejší v teoretické části je kapitola, která pojednává o cílech a nástrojích managementu dluhu. Zde charakterizuji důvody nutnosti spravovat dluhu a institucionální uspořádání managementu dluhu.

V praktické části analyzuji výši veřejného dluhu v ČR. Analýza je zaměřena na strukturu a vývoj hrubých výpůjčních potřeb vlády, domácího a zahraničního dluhu, instrumentů, držitelů a nákladů státního dluhu. V následující kapitole jsem se věnoval veřejnému dluhu v ČR.

Nedílnou součástí práce je také zhodnocení a návrh výkonu managementu dluhu a charakterizování novodobých trendů v používání derivátů dluhovými manažery.

Na konci praktické části popisují možný vývoj veřejného zadlužení zemí EU na základě analýzy Deutsche Bank.

Použité metody v této práci jsou sběr dat, studium odborné literatury, analýza získaných dat, komparace teoretických východisek s praktickými poznatky a syntéza a zhodnocení poznatků. Zaměřeny více na kvalitativní stránku než na kvantitativní.

Tato práce může být užitečná jako pomůcka a stručné vodítko při orientaci v problematice veřejného dluhu a výkonu dluhového managementu.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 TEORIE VEŘEJNÉHO DLUHU

Znalost a pochopení teoretických souvislostí, je základem pro zkoumání existujících vztahů souvisejících s předmětem mého zájmu. Proto je nutné znát teoretické východiska problematiky související s vytýčeným cílem diplomové práce. A tak je třeba vymezit pojmy jako veřejné finance, veřejný dluh, státní dluh.

1.1 Veřejné finance

Veřejné finance představují peněžní vztahy vznikající v souvislosti s tvorbou, rozdělováním a použitím peněžních fondů spojených s činností veřejných institucí, přičemž jedním ze subjektů vztahů v rámci veřejných financí je stát (a to ve všech případech a také většinou i příslušné územní správní jednotky). [1]

Veřejné finance jsou důležitou částí veřejného sektoru, protože určují jeho rozsah, strukturu a fungování. Veřejné finance slouží k zabezpečení veřejných statků prostřednictvím různých transferů. Aby mohly být veřejné statky financovány, musí být zajištěn dostatečný objem veřejných příjmů v rámci různých veřejných rozpočtů jako např. státního, regionálních, nebo místních rozpočtů. [2]

Veřejné finance tedy zajišťují fungování veřejného sektoru a přispívají k dosažení stability a efektivnosti národního hospodářství, přičemž mají naplňovat své tři základní funkce: alokační, redistribuční a stabilizační. Jako jeden z nástrojů veřejné politiky jsou veřejné finance aplikovány s ohledem na principy nenávratnosti, neekvivalence a nedobrovolnosti.

Veřejné finance jsou nejen obecnou teoretickou disciplínou, podřízenou ekonomickým zákonům, ale také politickou, disciplínou praktickou, řízenou rozhodnutími konkrétních jedinců a institucí. Z praktického hlediska jsou veřejné finance komplikovaným a málo průhledným rozhodovacím procesem. Bylo by naivní chybou automaticky předpokládat směřování k obecnému prospěchu a samozřejmě prosazení teoreticky optimálních postupů. [5]

Rozhodování v oblasti veřejných financí komplikováno následujícími skutečnostmi:

- jde o velmi mnoho peněz,
- jde o kolektivní rozhodování,

- důsledky kolektivní volby ve veřejných financích konkrétně ovlivňují ekonomickou situaci každého jednotlivce. [5]

1.2 Teorie fiskální nerovnováhy

K fiskální nerovnováze vede stav, kdy je objem reálných získaných a užitých prostředků není v souladu. Tento nesoulad se pak projeví v daném fiskálním roce jako rozpočtový deficit a z dlouhodobého hlediska jako veřejný dluh.

Fiskální nerovnováha všech veřejných financí konsoliduje příjmy a výdaje za všechny veřejné rozpočty. Lze se zabývat pouze fiskální nerovnováhou jednotlivých rozpočtů (státního rozpočtu, územního rozpočtu atd.).

V praxi se často setkáváme s termínem veřejný dluh, ale již málo lidí dokáže přesně vysvětlit tento pojem. Dochází často k zaměňování za státní dluh, i když rozdíly vyjádřené v peněžních částkách mohou být flagrantní.

Dle Lajtkepové lze vysvětlit pojem veřejný dluh jako souhrn pohledávek ostatních ekonomických subjektů vůči státu, včetně mimorozpočtových fondů, nižších článků samosprávy a veřejnoprávních institucí, a to bez ohledu, zda vznikly rozpočtovou či jinou cestou. [6]

Při existenci pohledávek vůči budoucím daňovým příjmům nastává situace, kdy se přerozdělují dosud nevytvořené zdroje. S ohledem na to, že nerovnováha může být zrušena pouze daňovými příjmy státu, tak pro soukromé ekonomické subjekty vzniká nedobrovolný závazek, který má být splacen.

Zejména ze strany politiků se obvykle věnuje více pozornosti rozpočtovému deficitu než veřejnému dluhu. Zatímco problém rozpočtového deficitu je konkrétní, stále se opakující a veřejně kontrolovaný, dluhový problém je složitější a méně viditelný. U rozpočtového deficitu je zřejmé, kdo za něho zodpovídá, protože je vztahován k výkonné složce (vládě), u veřejného dluhu není zcela zřejmé, kdo vlastně za jeho vznik zodpovídá. [7]

V průběhu let se mění důraz na diskuzi jednotlivých aspektů krátkodobé i dlouhodobé fiskální nerovnováhy. Markantní to je na příkladu Evropské měnové unie. Počáteční prvořadý důraz na nepřekročení 3% podílu rozpočtového deficitu na HDP byl později doplněn požadavkem Paktu stability a růstu na vyrovnanou či mírně přebytkovou rozpočtovou bilanci během hospodářského cyklu. Na počátku 21. století do popředí vystupuje problém dlouhodobé rovnováhy, tedy udržitelnosti veřejných financí v horizontu desetiletí.

Tato změna důrazu má své historické opodstatnění i při vývoji názorů na fiskální nerovnováhu. Již klasičtí ekonomové se vyjadřovali celkem jednoznačně ve prospěch vyrovnaného rozpočtu. Podle A. Smitha vládní půjčky zbavují ekonomiku zdrojů, které by mohly být investovány produktivnějším způsobem a jakmile převyší jistou mez, nutně vedou k bankrotu. [2]

Podle D. Ricarda byl vládní dluh jednou z největších pohrom, která může postihnout daný národ. Tento názor podle mě vysvětlil velmi precizně, tím že nás dluh nenutí posuzovat reálně existující finanční situaci a nenutí nás spořit. A tak za jediné pravidlo je vhodné považovat vyrovnaný rozpočet.

Později jako možná výjimka z vyrovnaného rozpočtového hospodaření byl vzat v úvahu rozdíl mezi běžnými a mimořádnými rozpočtovými výdaji s tím, že u mimořádných, běžně se neopakujících výdajů, je možno krytí výdajů půjčkami. Jiným pokusem snažícím se ospravedlnit nevyrovnaný rozpočet byla keynesiánská teorie zdůvodňující odchylky od vyrovnaného rozpočtu během hospodářského cyklu. Je však třeba dodat, že původní Keynesova myšlenka byla udržet celkově v průběhu celého cyklu rozpočet vyrovnaný. [2]

Současné diskuze ekonomů i politiků vyzdvihují, že za normálních okolností automatické stabilizátory by měly působit volně a že vládní diskreční politika je problematická díky časovým zpožděním a nejistotě ohledně jejich dopadů na ekonomiku. [2]

V evropských zemích je v posledních desetiletích fiskální nerovnováha způsobena především růstem podílu výdajů na HDP. To má několik příčin:

- rostoucí životní úroveň znamená růst poptávky po takových veřejných statcích jako je zdraví a vzdělání,
- proces schvalování rozpočtu v exekutivě i legislativě vede k procyklickému chování i při růstu ekonomiky, kdy by měly výdaje relativně klesat,
- ceny a náklady rostou zpravidla rychleji při poskytování statků veřejného sektoru nežli v sektoru soukromém,
- volební proces způsobuje, že je pro politiky obtížné odolat tlaku různých nátlakových skupin na schvalování pro ně zajímavých výdajů, na něž prostřednictvím daní přispívají jen částečně.

Problémy fiskální nerovnováhy tak vyplývají z celého spektra otázek týkajících se vývoje soustavy veřejných financí. [2]

1.2.1 Rozpočtový deficit

Rozpočtový deficit je v historickém srovnání s veřejným dluhem relativně mladým problémem. Objevuje se až v 19. století, nejprve mimořádně jako jev doprovázející války, období výrazných hospodářských poklesů apod. Od poloviny 70. let minulého století se však stává trvalým rysem veřejných financí. Rozpočtový deficit je viditelný, kontrolovatelný parlamentem a z hlediska zodpovědnosti přiřaditelný konkrétní instituci (vládě). [5]

Rozpočtový deficit je v mnoha zemích jednou z hlavních příčin vzniku a nárůstu veřejného dluhu, veřejný dluh je pak mimo jiné i důsledkem rozpočtového deficitu. Chronický deficit státního rozpočtu byl v mnoha rozvojových zemích hlavní příčinou obrovského nárůstu veřejného dluhu, zejména vnějšího dluhu a nárůstu úroků z vnějšího dluhu. [4]

Rozlišujeme deficit před zahájením rozpočtového období, v jeho průběhu a po jeho ukončení. Schválení vládního návrhu parlamentem představuje určitý předpoklad vývoje rozpočtového hospodaření. Skutečný výsledek hospodaření státu odráží saldo na konci rozpočtového období.

Za celé rozpočtové období je výsledkem rozpočtový přebytek (příjmy větší než výdaje), rozpočtový deficit (příjmy menší než výdaje) nebo vyrovnaný rozpočet (příjmy se rovnají výdajům). Vláda se prostřednictvím vládních výdajů snaží ovlivňovat ekonomiku. Státní rozpočet může být schválen jako vyrovnaný, přebytkový nebo deficitní. V případě plánovaného neboli záměrně schváleného deficitu u státního rozpočtu je zároveň schvalován způsob krytí deficitu. [8]

Rozpočtový deficit je projevem krátkodobé fiskální nerovnováhy. Z hlediska ekonomické teorie členíme rozpočtový deficit na strukturální a cyklický. Strukturální neboli aktivní deficit je uplatňován jako nástroj hospodářské politiky vlády při expanzivní fiskální politice zvyšováním vládních výdajů nebo snižováním daní. Při použití tohoto nástroje dochází k záměrnému deficitu pro podpoření ekonomického růstu. Naopak cyklický neboli pasivní deficit je důsledkem působení vnějšího faktoru, který je obtížně ovlivnitelný vládou a zapříčiňuje tak pokles reálného hrubého domácího produktu pod úroveň potencionálního produktu.

Příčiny vzniku a růstu veřejného dluhu mohou být:

- rozpočtové, tzn. deficity veřejného rozpočtu. V některých případech však deficit veřejného rozpočtu nevede k veřejnému dluhu, například je-li uhrazen:

- z minulých rezerv,
- z výnosů z prodeje majetku, z výnosů z privatizace státního majetku apod.

Veřejný dluh mohou ovlivnit i deficity mimorozpočtových fondů v rozpočtové soustavě,

- mimorozpočtové, tzn, například:
- přijetím závazku jiného subjektu. [4]

V tabulce je znázorněno, jak efekty příjmů a výdajů ovlivňují vznik či prohlubování deficitu.

Tab. 1. Efekty příjmů a výdajů na vznik či prohlubování deficitu [4]

Příjmy	Výdaje
stagnují	rostou
rostou pomaleji než výdaje	rostou rychleji než příjmy
klesají	rostou
klesají	stagnují
klesají rychleji než výdaje	klesají pomaleji než příjmy

Pro potřebu hodnocení rozpočtové politiky konkrétní vlády v konkrétním rozpočtovém období rozlišujeme mezi primárním a celkovým deficitem. Primární deficit je převis veřejných výdajů nad veřejnými příjmy v daném rozpočtovém roce (bez započtení úroků z veřejného dluhu). Někdy je označován také jako bezúrokový deficit. [9]

Celkový deficit je pak součet primárního deficitu a úroků z veřejného dluhu. Primární deficit je vhodné použít pro hodnocení fiskální politiky stávajícího období, protože úroky z veřejného dluhu nemusí být zapříčiněny současnou vládou.

Zajímavou oblastí jsou také různé metodiky vykazování rozpočtového deficitu. V zemích EU jsou uplatňovány dvě metodiky vykazování rozpočtového deficitu:

- metodika vládní finanční statistiky (GFS 1986), která byla vytvořena Mezinárodním měnovým fondem. Metodika GFS 1986 je založena na bázi peněžních toků. Znamená to, že veškeré operace uskutečněné v daném roce jsou sledovány na hotovostním principu a zařazeny do období, ve kterém je příjmová či výdajová operace realizována.

- metodika Evropského statistického úřadu (ESA 95) je používána pro výpočet maastrichtských kritérií a v dokumentech předkládaných EU. Metodika ESA 95 je založena na aktuálním principu, tzn., že sleduje pouze příjmy a výdaje daného období, ale i v tomto období vzniklé pohledávky a závazky. [5]

Metodika GFS 1986 se blíží české národní metodice, která je využívána pro sledování příjmů, výdajů a deficitu veřejných rozpočtů. Za vykazování dle této metodiky odpovídá Ministerstvo financí.

Tvůrcem metodiky ESA 95 je Eurostat, který ji upravuje a kontroluje její implementaci v jednotlivých zemích EU. Odpovědnost za dodržování této metodiky vede vždy statistický úřad dané země (v ČR je to Český statistický úřad).

Metodika GFS 1986 poskytuje data v krátkém čase po skončení sledovaného období a má přímou vazbu na schvalovaný státní rozpočet a rozpočty státních fondů. Nevýhodou je, že neposkytuje komplexní obraz o hospodaření vládního sektoru.

Na druhé straně metodika ESA 95 podává komplexní obraz o hospodaření vládního sektoru a má větší vypovídací váhu pro hodnocení fiskální politiky. Ale tyto výhody implikují vyšší náročnost na datové zdroje. V tabulce v příloze I je srovnání výhod a nevýhod obou metodik.

Vztah mezi rozpočtovým deficitem a veřejným dluhem lze popsat kauzálním vztahem: rozpočtový deficit je příčinou veřejného dluhu a následně veřejný dluh je následkem rozpočtového deficitu.

Veřejný dluh vzniká kumulací předchozích rozpočtových deficitů. Veřejný dluh se skládá z aktuálního rozpočtového deficitu, jenž bývá také označován jako tzv. primární rozpočtový deficit. Důležitou položkou veřejného dluhu se však v posledních desetiletích stává dluhová služba, kdy především úroková sazba z veřejného dluhu se stává důležitou proměnnou. [2]

1.2.2 Řešení dluhového problému

Řešení dluhového problému lze vlivem pozitivních exogenních faktorů nebo aktivních vládních opatření. Mezi pozitivní exogenní faktory zařazujeme dosažení ekonomického růstu, který by výrazně a trvale převyšoval efektivní úrokovou sazbu z veřejného dluhu či inflaci na pokles reálné výše veřejného dluhu a zahraniční výpomoci (granty, dary, prominutí úroků atd.).

Jednorázová neanticipovaná inflace se projeví růstem nominálního HDP, přičemž úrokové sazby zůstanou nízké. Ale i toto řešení má své problémy v podobě střetu s nezávislou protinflační politikou centrální banky a také zkracuje dobu splatnosti emitovaných dluhopisů.

Aktivní vládní opatření zahrnují snahu o dosažení přebytku státního rozpočtu a z něho splácet dluh včetně úroků či uvalení mimořádné jednorázové paušální dávky z kapitálu k umoření dluhu nebo monetární řešení a nakonec odmítnutí existujícího dluhu.

V praxi se aktivní vládní opatření projevují omezením veřejných výdajů nebo zvýšením daňového zatížení. Obě tyto opatření jsou nepopulární a těžce uskutečnitelné, protože tyto opatření snižují hospodářský růst a ekonomika se může dostat do recese.

V případě monetizace dluhu se toto opatření projeví v peněžní nabídce a tím i ve zvýšení cenové hladiny a proto je toto řešení ve většině vyspělých zemí zakázáno. Nakonec odmítnutí existujícího dluhu nebo zastavení platby úroků poškozují věřitele a je při tomto řešení pravděpodobné, že stát v budoucnu nezíská žádnou půjčku, neboť dochází ke ztrátě důvěryhodnosti státu.

Možné alternativy řešení veřejného dluhu vytvářejí také své negativní důsledky. A tak podle politické teorie se vhodné řešení zvolí politicky. Jedná se vždy o střet zájmů konkrétních ekonomických skupin, které preferují jinou alternativu řešení dluhového problému.

1.2.3 Veřejný dluh

Veřejný dluh je kategorie historicky mnohem starší. Stát si vypůjčoval od občanů již v antice. Charles F. Bastable uvádí, že v těchto dobách bylo pohlíženo příznivěji na to, půjčují-li občané státu (protože to činí dobrovolně), než na to, kdy je-li stát veřejné výdaje nedobrovolně placenými daněmi. Již při svém založení roku 1694 zapůjčila Bank of England svůj upsaný akciový kapitál ve výši více než milion liber vládě na 8% úrok. [5]

Jestliže se podíváme na historický vývoj, tak dojdeme k zjištění jedné zásadní změny. V historii byl veřejný dluh spojen zejména s válečnými konflikty nebo recesemi, kdežto nyní veřejný dluh trvale roste i v mírových dobách konjunktury.

Veřejný dluh představuje pohledávku vůči současné i budoucí daňové povinnosti obyvatelstva. V tomto smyslu je také v anglické terminologii používán pojem public debt. [5]

Najdeme různé definice veřejného dluhu. Jednou z nich je definice P. A. Samuelsona, který definuje vládní dluh jako úhrn vládních závazků ve formě obligací a krátkodobých půjček.

Veřejný dluh je souhrn závazků:

- státu,
- jednotlivých článků územní samosprávy,
- mimorozpočtových fondů v rozpočtové soustavě,
- veřejnoprávních institucí zřizovaných státem a územní samosprávou (např. v ČR příspěvkových organizací),
- veřejných podniků (státních a municipálních). [4]

Veřejný dluh dále dělíme na čistý a hrubý. Hrubý dluh je celkový objem závazků určitého subjektu bez ohledu na pohledávky tohoto subjektu vůči jiným subjektům. Čistý dluh představuje obsah závazků snížený o obsah pohledávek daného subjektu. Veřejný (státní, vládní) dluh je konvenčně vykazován jako hrubý. [11]

Podle doby splatnosti se člení veřejný dluh na:

- krátkodobý, splatný do jednoho roku,
- střednědobý, splatný zpravidla do 10 let,
- dlouhodobý, splatný nad 10 let. [4]

Domácí dluh je kryt SPP, střednědobými a dlouhodobými státními dluhopisy a dalšími instrumenty (přímé úvěry). Zahraniční dluh je složen ze směnek, půjček od EIB a dalších zahraničních nástrojů.

Při mezinárodním srovnávání se využívá ukazatel hrubého dluhu, což může činit v praxi problémy v souvislosti s vykazováním inkasem pohledávek státu (mohou být nedobytné) či s vykazováním státních aktiv a jejich oceněním (odlišná metodika).

V posledních letech nabylo na významu členění veřejného dluhu na oficiální a skrytý. Oficiální veřejný dluh znamená, že je úředně vykazovaný. Kdežto skrytý, je potencionální dluh představující záruky státu, případně územní samosprávy za dluhy jiných subjektů. Tento dluh je potencionální proto, že když dlužníci nesplatí své dluhy, za které stát či územní samospráva ručí, tak přecházení tyto závazky na stát či územní samosprávu.

Velikost veřejného dluhu ovlivňuje:

- výše a četnost deficitů jednotlivých veřejných rozpočtů, zejména státního rozpočtu, resp. i mimorozpočtových fondů v rozpočtové soustavě;
- záruky státu a územní samosprávy za dluhy jiných subjektů;
- inflace. Vysoká inflace působí na snižování reálné hodnoty veřejného dluhu. Není-li však v závislosti na míře inflace prováděna indexace obligací, snižuje se schopnost umístění dalších obligací na kapitálovém trhu. [4]

Jestliže se zabýváme veřejným dluhem a jeho vlivem na hospodářskou politiku, tak je vhodné rozlišovat absolutní a relativní velikost veřejného dluhu. Jestliže je dluh vyčíslen v penězích a velmi rychle roste, tak mluvíme o absolutní velikosti veřejného dluhu. V tomto ohledu musíme vzít v potaz i velikost ekonomiky, počet obyvatel a celkový výkon ekonomiky.

Relativní velikost veřejného dluhu porovnává veřejný dluh s velikostí ekonomiky dané země, což se vyjadřuje jako procentuální poměr veřejného dluhu k HDP. V případě, že roste absolutní objem veřejného dluhu a relativní váha je stabilní, tak veřejný dluh roste i s HDP. Ale když roste absolutní i relativní váha veřejného dluhu je tento jev většinou způsoben trvalými rozpočtovými deficity.

Dalšími faktory ovlivňujícími růst relativní váhy veřejného dluhu jsou:

- míra zděděné dluhové zátěže,
- velikost primárního deficitu, který vyjadřuje nárůst zadlužení vlivem vládní fiskální politiky a exogenních faktorů,
- míra monetizace dluhu (emisní financování deficitu),
- poměr tempa růstu HDP a úrokové míry, který vyjadřuje relativní vliv úroků z veřejného dluhu. [5]

Mimo výše a četnosti deficitů jednotlivých veřejných rozpočtů a záruk státu a územní samosprávy za dluhy jiných subjektů ovlivňuje velikost veřejného dluhu i inflace. Inflace ovlivňuje reálnou hodnotu veřejného dluhu. Když je vysoká inflace, tak se reálná hodnota dluhu snižuje a stát jako dlužník na této situaci vydělává, ale v případě, že bude chtít vydat obligace v této situaci, tak se snižuje jeho schopnost umístění emitovaných obligací. V takovém případě je vhodné zavést indexaci obligací na míře inflace, která zvyšuje možnost umístění obligací.

Ve většině zemí se emisí státních obligací kryje státní dluh. Státní obligace pak nakupují různé subjekty, které se zajímají o nerizikový a poměrně stabilní výnos a stát pro ně představuje bonitního dlužníka s velkou kredibilitou.

1.2.4 Vztah mezi rozpočtovým deficitem a veřejným dluhem

Deficit státního rozpočtu a veřejný dluh spolu úzce souvisí. Vztah je popisován tradičně jednosměrným vztahem, že rozpočtový deficit je příčinou veřejného dluhu.

I když je tento vztah v úzké propojenosti, tak je tato formulace v několika aspektech nepřesná:

- existují jiné možnosti dluhového financování rozpočtového deficitu (dlouhodobá monetizace, privatizace),
- reálná změna objemu veřejného dluhu nezávisí pouze na přírůstcích způsobených rozpočtovými deficity (například vysoká inflace snižuje reálnou hodnotu veřejného dluhu),
- k veřejnému dluhu mohou přispívat i deficity některých mimorozpočtových fondů. [5]

Krytí veřejného dluhu emisemi státních cenných papírů vede ke snížení přeměny úspor na kapitál, čímž se snižuje možný ekonomický růst. V dlouhodobém období je pak základním problémem veřejného dluhu snížení zásoby domácího kapitálu a tím i zpomalení růstu produktu.

Vzhledem k tomu, že ve většině případů má veřejný dluh formu vládních dluhopisů, vystupuje v dlužnické pozici vláda, která dluhopisy emituje, a ve věřitelské pozici jejich držitelé, což mohou být jak domácí, tak zahraniční ekonomické subjekty.

Vláda by si měla vypůjčovat pouze v situacích blížících se plné zaměstnanosti, kdy není emisní financování deficitu vhodné kvůli potenciálním inflačním tlakům. Dluhové krytí

deficitu při existenci inflačního nebezpečí je výhodné, neboť redukuje nadměrnou kupní sílu domácích ekonomických subjektů. Emise vládních dluhopisů v této situaci je tedy účinným protiinflačním opatřením. [5]

Trvalé rozpočtové deficity a narůstající podíl dluhu na HDP ovlivňují produkt především snížením zásoby kapitálu. Kauzalita úspory → investice → změna zásoby kapitálu → produkt je nezpochybnitelná. Rostoucí zásoba cenných papírů je absorbována kapitálových trhem jen při vyšší úrokové míře. [2]

Platba úroků z veřejného dluhu, tzv. dluhová služba, je součástí veřejných výdajů. Při růstu veřejného dluhu dochází k růstu podílu dluhové služby na veřejných výdajích na úkor vládních nákupů a transferů. Je proto evidentní, že snahou vlády by z dlouhodobého hlediska mělo být snižování veřejného zadlužení či politika nezadlužování, která je však z politického hlediska velice neatraktivní či nebezpečná. Dalším argumentem pro snižování veřejného dluhu je nebezpečí růstu úrokové sazby vyvolané růstem veřejného dluhu. Vláda může ve snaze umístit na kapitálovém trhu další emisi státních dluhopisů zvyšovat jejich úrokové sazby s cílem jejich zatraktivnění pro potencionální investory. Úroková sazba státních dluhopisů díky jejich "bezpečnosti" bývá trhem chápána jako jakási referenční sazba, tzn. minimální úroková sazba pro ostatní emitenty cenných papírů a pro investory při jejich investičním rozhodování. [2]

V ČR existuje Jednotka Řízení státního dluhu spravuje hrubý státní dluh centrální vlády, který tvoří zhruba 90% hrubého dluhu centrální vlády. Do působnosti a evidence není zařazen dluh mimorozpočtových fondů, fondů sociálního a zdravotního pojištění, krajů a obcí. Do státního dluhu nejsou rovněž zařazeny státní záruky, které spravuje přímo státní rozpočet. [15]

2 PŘÍČINY VEŘEJNÉHO DLUHU

Jako nejpregnantnější rozdělení příčin veřejného dluhu považuji rozdělení na rozpočtové a mimorozpočtové příčiny.

Mimorozpočtové příčiny vzniku veřejného dluhu je možno hledat v minulosti ve spojitosti s vedením válek a následnou reparací škod. Mezi další mimorozpočtové příčiny patří přijetí dluhu z minulého období (např. v ČR po rozpadu federace) a přijetí závazků jiných subjektů vládou. Další způsob růstu veřejného zadlužení mimorozpočtovou cestou je vliv zadlužení mimorozpočtových fondů, které není zachyceno rozpočtovým hospodářstvím. [10]

Rozpočtové příčiny vzniku a růstu veřejného dluhu se týkají především dlouhodobých deficitů a způsobu jejich financování. Vzniklý schodek rozpočtu veřejných financí je možno krýt několika způsoby. Zvýšením daní a jiných veřejných příjmů, krácením veřejných výdajů, využitím prostředků z privatizace, dluhovým a emisním financováním. Z uvedených způsobů financování rozpočtového deficitu lze považovat za standardní a nejrozšířenější dluhové a emisní financování. [10]

Vznik rozpočtových deficitů a růst objemu veřejného dluhu je umožněn nejen iracionalitou chování ekonomických subjektů, tím, že podléhají fiskální iluzi, ale i zcela racionální úvahou. Kryjeme-li zvýšení veřejných výdajů daněmi, zdanění zatěžuje současnou generaci daňových poplatníků, zatímco ke splácení veřejného dluhu jsou užívány daně generací budoucích. [5]

Podle názoru Cukerman a Meltzer jsou podmínky pro růst veřejného dluhu vytvářeny politicky. Za hlavní funkci veřejného dluhu považují přerozdělování daňového břemene ve prospěch stávající generace a v neprospěch generací následujících.

Pro mnoho zemí je problémem tzv. dluhová past. Převyšuje-li reálná úroková míra reálné tempo růstu HDP, zvýšené úroky ovlivňují růst podílu dluhu na HDP, a to i při nulovém primárním deficitu, případně mírně přebytkovém státním rozpočtu. Vzpomeňme vliv exogenních faktorů na deficit, které vláda nemůže bezprostředně ovlivnit. [4]

Vlády začaly od 70. let zaměřovat svoji pozornost na optimalizaci nákladů řízení veřejného dluhu. Dále při sledování veřejného dluhu vstoupil v zemích OECD do popředí aspekt udržitelnosti dluhových portfolií.

Fiskální udržitelnost nemá přesně specifikovanou definici, ale pro bližší vymezení můžeme definovat následující charakteristiky:

- nelze sloučit fiskální udržitelnost s dlouhodobě rostoucí daňovou kvótou,
- udržitelná fiskální politika je tehdy, když se udržuje poměr čistého vládního jmění k HDP na současné úrovni,
- současné hodnoty budoucích primárních přebytků v poměru k HDP jsou rovny současné úrovni dluhu v poměru k HDP tzn. intertemporální rozpočtové omezení.

Nicméně dluhový management nebude hlavní faktor, který zaručí fiskální udržitelnost, ale může přispět k udržení fiskální udržitelnosti. Je zde rozpor mezi dlouhodobým dluhovým plánováním a politiků, kteří se konstantně chovají neodpovědně a hospodaří s rozpočtovými schodky v časovém rozmezí svého mandátu.

Udržitelnost dluhové pozice je v dluhové analýze velmi frekventovaný pojem. Který však podobně jako mnoho dalších ekonomických pojmů nemá přesně definovaný obsah. Pojem udržitelnost dluhové pozice klade důraz spíše na dluhovou dynamiku v rámci určitých podmínek než na konkrétní velikost dluhu. Fiskální pozice vlády tedy nemusí být dlouhodobě udržitelná, přestože plní příslušné maastrichtské kritérium.

Obecně se za udržitelnou výši dluhu považuje taková výše dluhu, která umožňuje dlužnické zemi splnit současné i budoucí závazky, tzn. bez problémů hradit náklady dluhové služby, pokud jde o splátky jistiny i úroků, aniž by to ohrozilo její makroekonomickou situaci. [5]

Hodnocení únosnosti zadlužení vychází z předpokladu, že fiskální politiku lze hodnotit jako dlouhodobě udržitelnou, zajišťuje-li stabilní podíl veřejného dluhu k HDP. Za postačující se považuje, jestliže relativní váha veřejného dluhu neroste a nedochází ke snowballing efektu. [5]

Do jisté míry nezávislým způsobem hodnocení dlouhodobé udržitelnosti dluhové pozice země je rating vládních obligací. Úvěrový rating slouží ke zhodnocení důvěryhodnosti dlužníka, je syntetickým výrazem jeho schopnosti dodržet vlastní závazky. Sovereign credit rating odhaduje riziko spojené s drženou vládních obligací jednotlivých zemí a je prováděn soukromými institucemi. [5]

3 DŮSLEDKY VEŘEJNÉHO DLUHU

Nárůst relativní váhy veřejného dluhu a především jeho negativní vliv na rozpočet a fiskální rovnováhu je příčinou věnování značné pozornosti důsledkům veřejného dluhu.

Rozpočtový deficit je v mnoha zemích jednou z hlavních příčin vzniku a nárůstu veřejného dluhu, veřejný dluh je pak mimo jiné i důsledkem rozpočtového deficitu. Je výrazem dlouhodobé fiskální nerovnováhy. Příčiny vzniku a růstu veřejného dluhu mohou být:

- rozpočtové, tzn. deficity veřejného rozpočtu
- mimorozpočtové, tzn. například přijetím závazku jiného subjektu. [4]

Nejvážnějším důsledkem veřejného dluhu je jeho zpětný rozpočtový a fiskální vliv. Dluh zpětně působí na nevyrovnanost vládního rozpočtu (rozpočtově negativní vliv) a dochází k posilování tendence k celkovému rozpočtovému deficitu v budoucím období. [5]

U veřejného dluhu není zřejmé, kdo je za jeho vliv vlastně zodpovědný. Stopy pro nalezení viníka se ztrácejí postupným během času a šikovnou politickou rétorikou, která zahaluje příčiny vzniku a otázky, zda bude veřejný dluh vůbec splacen. Tento zálužný fenomén často existuje desítky let a přetrvává jako ekonomický problém s vážnými makroekonomickými i rozpočtovými důsledky. A přitom se týká každého občana.

3.1 Řešení dluhového problému

K řešení dluhového problému lze využít pozitivních exogenních faktorů nebo aktivních vládních opatření.

Snížit objem veřejného dluhu lze dosáhnout využitím vlivu:

- pozitivních exogenních faktorů, tzn.:
 - dosáhnout, aby tempo ekonomického růstu trvale výrazně převyšovalo efektivní reálnou úrokovou sazbu z veřejného dluhu;
 - inflace na pokles reálné výše veřejného dluhu;
 - zahraniční pomocí, granty, dary prominutí úroků z vnějšího dluhu, resp. části či celého dluhu;
- aktivních vládních opatření, tzn.:

- snažit se důsledně o dosažení přebytku státního rozpočtu a z něho splácet dluh včetně úroků. ;
- uvalení mimořádné jednorázové paušální dávky z kapitálu k umoření dluhu;
- monetárním řešením, tzn. prostřednictvím monetizace dluhu, či snížením reálné hodnoty dluhu záměrně vyvolanou inflací;
- odmítnutí existujícího dluhu, případně úroku, novu vládou. [4]

V rámci aktivních opatření se vláda může snažit o dosažení přebytku státního rozpočtu, který pak následně použije na splácení dluhu včetně úroků. Tato snaha se projeví omezením veřejných výdajů nebo zvýšením daňového zatížení. Obojí nepopulární restriktivní rozpočtová opatření zpomalují hospodářský růst. Proto jsou tyto rozhodnutí vždy těžko realizovatelná.

V případě monetárního řešení dluhového problému dochází k navýšení peněžní nabídky, což vyvolá zvýšení cenové hladiny. A proto je toto řešení ve většině vyspělých zemích zakázáno.

Nastane-li velmi riskantní řešení v podobě odmítnutí existujícího dluhu, případně úroku, tak se vláda se diskredituje a v budoucnu nezíská žádnou půjčku. Ztráta důvěryhodnosti souvisí s budoucími problémy při financování deficitního rozpočtu.

Pozitivní exogenní faktory jako nástroj řešení dluhu v praxi také nesou své obtíže. V případě většího ekonomického růstu než je úroková míra z veřejného dluhu by došlo ke snížení dluhu na HDP. Ale tato situace je mnoha zemích těžce dosažitelná.

Jednorázová neanticipovaná inflace má pozitivní vliv na růst nominálního HDP. Přičemž toto řešení naráží na nezávislou protiinflační politiku centrální banky a působí i na zkracování doby splatnosti emitovaných dluhopisů.

Pozitivně ovlivnit velikost veřejného dluhu mohou zahraniční pomoci, granty a dary prominutí úroků z vnějšího dluhu. V případě vyspělých zemí tyto možnosti nehrají téměř žádnou roli. Zvláště v rozvojových zemích se můžeme setkat s touto výraznou pomocí v podobě prominutím dluhu nebo jeho části.

Další část této problematiky souvisí s tím, že se při obsluze dluhu musejí platit úroky. A tím nejdůležitějším činitelem je směr vývoje úrokových sazeb, který ministerstvo financí očekává. Když ti, kteří řídí dluh, očekávají, že sazby porostou, správnou volbou jsou dlou-

hodobé obligace; pokud očekávají, že se sazby sníží, výhodnější jsou krátkodobé obligace. Důležité je, že pokud se jednou volba provede, už z ní není úniku. Smluvené úrokové náklady je nutné dodržet po celé období, i když se úrokové sazby mohou snížit; a naopak výhody nízké sazby přetrvávají, i když se sazby zvýší. Řízení dluhu je tudíž vysokým uměním, které vyžaduje správné ocenění budoucího vývoje trhu se značným předstihem. Ti co řídí dluh, mohou v obdobích inflace v naději, že vysoké míry inflace pominou, preferovat krátkodobé cenné papíry. [3]

I v případě, že vezmeme v úvahu očekávané změny v sazbách, není kritérium minimálních úrokových nákladů postačujícím vodítkem. Musíme vzít v úvahu i rozdíly v chování investorů, kteří mají v držbě dlouhodobý a krátkodobý dluh. Je nutné přesvědčit investory, že se jim vyplatí spíše držet dluh než peníze; způsob, jakým toho dosáhneme, spočívá v tom, že jim za to zaplatíme. Prodlužování doby splatnosti dluhu v okamžiku refundace vykazuje tendenci k restrikci a zkracování doby splatnosti naopak tendenci k expanzi. Prodlužování povede ke zvýšení dlouhodobých sazeb v poměru ke krátkodobým. Investoři, kteří byli ochotni držet danou zásobu dlouhodobých a krátkodobých cenných papírů a méně krátkodobých. Budou tudíž požadovat výhodnější podmínky u dlouhodobých cenných papírů a budou ochotni akceptovat méně výhodné podmínky u krátkodobých cenných papírů. Restriktivní efekt výsledného zvýšení dlouhodobých sazeb na soukromé investice převáží expanzivní efekt poklesu krátkodobých sazeb, protože kapitálové výdaje jsou obvykle založeny na dlouhodobém financování. Krátkodobý dluh se podobá více penězům a prodlužování dluhu je tudíž restriktivní. [3]

Jak jsme již uvedli, dlouhodobý dluh vyžaduje menší objem refundací, to však není faktor rozhodující. Dluh v dané výši, pokud je krátkodobý, povede k větší likviditě v ekonomice, a tudíž může zvýšit její nestabilitu. Výsledkem je, že úloha stabilizační politiky je mnohem složitější. Na druhé straně příliš dlouhodobý dluh může vést k rigiditě finančního systému a selhat při zajišťování potřebné likvidity. V každém případě hraje velikost zásoby peněz důležitou roli. Vliv dlouhodobého dluhu kombinovaného s větší zásobou peněz na likviditu soukromého sektoru se může podobat efektu krátkodobého dluhu při nižší zásobě peněz. Protože nemůžeme jednoznačně rozhodnout, ukazuje se, že lepší mít "vyrovnanou" strukturu lhůt splatnosti, např. patnáctiletou, než mít dluh buď pouze krátkodobý, nebo pouze dlouhodobý. [3]

V každém případě lze řízení dluhu použít na podporu expanzivních nebo restriktivních účinků běžné stabilizační politiky. Z toho vyplývá, že rozhodujícím faktorem politiky řízení dluhu jsou spíše cíle krátkodobé politiky než expektace změny sazeb v dlouhém období a jejich vliv na úrokové náklady. [3]

3.2 Umořování veřejného dluhu

Splácení veřejného dluhu (umořování) závisí na ekonomických možnostech. Umořování veřejného dluhu lze zajistit:

-- prostřednictvím tzv. umořovacího fondu. To bylo obvyklé v minulosti. Umořovací fond byl vytvářen:

- z veřejných příjmů určených ke splácení veřejného dluhu, nebo
- z přebytku rozpočtu;

-- konverzí dluhu. K té docházelo zejména v případě krytí státního dluhu emisí státních cenných papírů. Konverze dluhu znamená, že dosud nesplacená část dluhu je splacena tím, že stát vydá další emisi státních dluhopisů;

-- konsolidaci dluhu. Konsolidace dluhu znamená změnu podmínek délky splatnosti emitovaných státních dluhopisů;

-- předčasným splácením dluhu, což je spíše výjimečný způsob. [4]

Nicméně existují omezení, které znepříjemňují či komplikují účinné řešení dluhového problému. Na prvním místě můžeme jmenovat nepopulárnost většiny opatření k řešení dluhového problému. Dále vstupuje do řešení dluhu i čas v souvislosti s omezeným časovým horizontem vlády. V neposledním místě existují politické tlaky k neřešení problému.

4 CÍLE A NÁSTROJE MANAGEMENTU DLUHU

J. M. Keynes říká, že neustálé vztahy mezi dlužníky a věřiteli tvoří základ kapitalismu. Pro porozumění povaze managementu dluhu je nutné pochopení právních aspektů. Dluhy můžeme definovat jako právní závazek mezi dlužníkem a věřitelem. Dluhy implikují víru věřitele v dlužníka, že půjčku splatí úrokem a jistinou v čas.

V tomto ohledu se dluh státu neliší koncepčně od dluhu každého jednotlivce. Nicméně finanční mechanismy mezi vládou jako dlužníkem a věřiteli jako jsou banky a pojišťovny, jsou více komplikované díky moci vydávat zákony k zdanění, vydávat zákonné platidla, regulovat bankovníctví a vyvlastňovat majetek.

Management veřejného dluhu lze popsat jako soubor aktivit spojených s obsluhou tohoto dluhu, jehož dlouhodobým cílem je zajistit financování vládních potřeb a úhradu jeho závazků za nejnižších možných nákladů ve střednědobém období, při zachování rozumné míry rizika.

Management veřejného dluhu je v úzkém, technickém smyslu vymezován jako proces ovlivňování struktury státního dluhu, směřující k zajištění potřebného objemu finančních zdrojů při minimalizaci nákladů dluhové a úrokové služby a existujících rizik. Pro činnost v dané oblasti existují mezinárodní standardy, zveřejňované v publikaci IMF a Světové banky "Guidelines for Public Debt Management". Při širším vymezení jsou do rámce dluhového managementu zahrnovány všechny operace, jež aktivně modifikují strukturu veřejného dluhu. Tedy i takové, které sledují makroekonomické (fiskální, ale i monetární) cíle. [5]

Řízení veřejného dluhu je proces vytváření a realizace strategie pro řízení vládou dluh, aby zvýšila požadované množství financování a docílila rizika a cenové cíle, a splnění všech ostatních stanovených cílů řízení dluhu, jako rozvoj a udržování účinného trhu po státních cenných papírech. [16]

Management dluhu je proces pro řízení veřejného dluhu s cílem dosáhnout požadovaného míry financování, rizika a nákladů. Můžeme se setkat s jinými cíli, které vláda stanovila, jako rozvoj a udržování efektivního trhu státních cenných papírů.

Management dluhu tvoří komplex vládních funkcí, které mají svoji slovní zásobu, kulturu a komunitu. Management dluhu je rozhodovací proces založený na politice (například si

vypůjčit dlouze nebo krátce) a na odhadu.

V širším makroekonomickém kontextu v souvislosti s veřejnou politikou, by měly vlády usilovat v první úrovni o zajištění udržitelného tempa růstu státního dluhu. V druhé úrovni může dluh upravit pod širokým okruhem okolností při určování cenových a rizikových cílů.

Manažeři dluhu musí brát v potaz fiskální politiku se zájmem na udržitelnost zadluženosti veřejného sektoru a důvěryhodné strategie k redukování nadměrné úrovně dluhu. Dluhová manažeři by měli zajistit, že finanční autority si uvědomí dopad vládních požadavků na financování a úrovně dluhu k nákladům na půjčku. Příkladem indikátorů, které vykazují udržitelnost veřejného dluhu je procento a poměr veřejného dluhu na HDP a příjmy z daní.

Řádné řízení dluhu závisí na inteligentní apreciaci kapitálu a pohybů peněžních trhů, na rozsáhlé síti kontaktů na "street" (street je stále více mezinárodního charakteru), na prchavosti a neocenitelnosti aktiva a na dobrém úsudku.

Management dluhu zahrnuje následující funkce:

- (1) sdělení dlužníka o podmínkách, časovém nastavení a velikosti nové nabídky,
- (2) změna termínové struktury nesplaceného dluhu v rukou veřejnosti prostřednictvím nákupu a prodeje cenných papírů na vlastní účet vlády (například jako principal),
- (3) udržování údajů o nesplacném přímém a zaručeném dluhu,
- (4) provádění souvisejících administrativních úkolů (například právní dokumentace, daňové a platební dohody o zastupování, evidence cenných papírů, zrušení a likvidace cenných papírů).

Problematika dluhového managementu nabyla na významu při růstu zadlužení od 70. let 20. století. Dříve byla tato disciplína chápána jako výběr mezi vydáváním státních cenných papírů ke krytí dluhu a financováním dluhu inflací. Postupem času se dluhový management osamostatňuje a navíc se odděluje od monetární politiky a zahrnuje pouze pasivní vydávání instrumentů ke krytí dluhu a doplňujících funkcí.

Při pasivním řízení dluhu ovšem nastal růst nákladů a rizikovosti dluhového portfolia a tak se přechází k aktivnímu řízení dluhu. Jednotný přístup aktivního řízení dluhu je charakterizován požadavky na minimalizaci očekávaných nákladů obsluhy dluhu a minimalizací rizik souvisejících s řízením dluhu.

4.1 Cíle managementu dluhu

Hlavní cíle managementu dluhu jsou:

- minimalizovat úrok a náklady půjčky emitenta. Dosažení správného stanovení cen je kritické. Když platí 3 či 4 bazické body nad tržní cenou je to považováno za špatné řízení dluhu. Prodej dluhopisů s kratší dobou splatnosti během období klesajících úrokových sazeb je další způsob jak snížit náklady dlužníka a čekat na dlouhodobou půjčku, když dlouhodobé úrokové míry dosáhnou dna,
- zajišťovat, aby při vydávání byl trh pohlcen minimem zmatků odrážejících se v cenách obchodů na sekundárním trhu,
- rozšiřovat trh státních cenných papírů a prodávat co možná nejširší skupině investorů a na různých kapitálových trzích. Široké umístění dluhu implikuje menší fluktuace cen, které ovlivňují investory v jejich rozhodování, zda likvidovat svou pozici,
- udržovat vyvážený rozptyl splatnosti, aby se vyvarovali extrémně těžkým refinančním operacím v určitém čase. Tento cíl vyžaduje periodické zajišťování operací,
- pro zajištění flexibility v operacích je nutné nedodržovat dogmaticky stanovené vzorce pro řízení dluhu. Flexibility může být dosaženo různými způsoby včetně zlepšení rozložení splatnosti a použití "call" vlastností.

Hlavním cílem politiky řízení státního dluhu Ministerstva financí je zajištění výpůjčních potřeb centrální vlády a jejích platebních závazků při dosahování co možná nejnižších nákladů dluhové služby ve střednědobém a dlouhodobém horizontu a při uvážlivém stupni rizika. [15]

Při konkretizaci definovaných cílů komunikuje Ministerstvo financí s veřejností a finančním trhem. Výsledkem tohoto procesu jsou kvantitativní kritéria, které jsou definovány v rámci dluhové strategie. Kritéria reflektují vzájemné srovnávání rizik a očekávaných nákladů dluhového portfolia.

V roce 2000 v souvislosti s novou emisní strategií byl stanoven cíl postupného snižování podílu státních pokladničních poukázek. Dále byl vyhlášen záměr posupného snižování podílu státních pokladničních poukázek v dluhovém portfoliu.

Komunikace Ministerstva financí v oblasti strategických cílů se neustále vyvíjí a je považována za klíčový prostředek posilování kredibility dluhového managementu. Její další

zintenzivnění a explicitnější formalizace je jedním z hlavních cílů samostatného oddělení Řízení státního dluhu, který bude záviset především na postupném budování jeho kapacit v oblasti kvantitativního modelového rámce a možnostech formulovat benchmarkový systém aktivního řízení dluhového portfolia. [15]

Na základě zkušeností zemí OECD určuje Ministerstvo financí strategické cíle, které jsou od roku 2004 projevem praktické aplikace řízení státního dluhu. Při koncipování dluhových strategických cílů je důležitým prvkem řízení rizik a stanovování kvantitativních kritérií a limitů. Tyto limity by měly minimalizovat negativní národohospodářské dopady krizového vývoje ekonomiky a externí turbulence na finančních trzích.

Mezi základní střednědobé cíle Ministerstva financí, potažmo jejich organizačních složek patří:

1. aktivní podpora efektivity a likvidity domácího finančního trhu vydáváním co nejmenšího počtu emisí a splatností, při navyšování objemů emisí jejich znovuotevíráním, s cílem zavedení tzv. benchmarkových emisí,
2. stabilizace refinančního rizika, která spočívá zejména ve snižování podílu krátkodobého dluhu a vyhlazování splatnosti státního dluhu v rámci jednotlivých let,
3. stabilizace tržního, zejména úrokového rizika prostřednictvím cílování durace dluhového portfolia,
4. institucionální (státní dluhopisy podle typu držitele) a geografická diverzifikace investorské báze ,
5. zvyšování transparentnosti a flexibility řízení státního dluhu. [15]

V tomto kontextu je vhodné zmínit některé cíle managementu v některých zemích. V Austrálii má za cíl AOFM řídit a platit dlouhodobě co nejnižší náklady s přijatelnou mírou rizika. Obdobný cíl mají i na Novém Zélandu a ve Velké Británii.

Ve Švédsku je cílem řídit dluh a minimalizovat na dlouhodobé bázi i náklady spojené s managementem dluhu a mimo to musí být vždy management veden v rámci požadavků monetární politiky a směrnicemi Rady ministrů.

V Irsku je cílem NTMA financovat splatný dluh a každoroční požadavky na výpůjčku takovým způsobem, aby bylo dosaženo likvidity v krátkém i v dlouhém období. A dále překonat benchmark nebo stínové portfolio.

V tomto přehledu cílů managementu dluhu můžeme definovat určité společné atributy, které jsou téměř vždy kladeny za cíl entity managementu dluhu. Mezi nejvýznamnější aspekty cílů patří averze k riziku, minimalizace nákladů a dále vstupují principy efektivnosti a transparentnosti. Úplný přehled vybraných zemí je v příloze II.

Manažeři dluhu čelí omezením. Mezi hlavní omezení můžeme vyjmenovat formu dluhu, tržní podmínky, odpor investorů a politické faktory. Mezi nejdůležitější proměnné, které redukuje flexibilitu dluhového manažera jmenujme např. volitelné platby dluhopisů, osvobození od daně, netržní dluhové nástroje, které mohou být proplaceny kdykoliv (savings bonds).

Rozhodující vliv na nastavení tržních nákladů a tím i směru vývoje úrokových sazeb mají mezinárodní vývojové trendy, které jsou dominantou tržních podmínek. V silné pozici jsou také investoři, kteří ovlivňují vyjednávací proces. Dalším omezujícím faktorem je hrozící politická nestabilita, která zvláště v době voleb implikuje zdrženlivost při investování do cenných papírů ze strachu poklesu ceny.

4.1.1 Důvody nutnosti spravovat veřejný dluh

Důvody nutnosti spravovat veřejný dluh:

1. deformace daňového systému – návrh financování veřejného dluhu by měl podporovat optimální daňový systém a posílit jeho konzistenci v čase,
2. neúplné trhy – řízení dluhu by mělo zlepšit sdílení rizik,
3. nedokonalé trhy – měla by být zvýšena efektivita trhů,
4. krátkozrakost daňového systému a omezený horizont plánování – dluhové nástroje by měly podporovat stabilizační politiku. [13]

4.2 Institucionální uspořádání managementu dluhu

Ze zkušeností se v průběhu historického vývoje vykristalizovaly různé institucionální alternativy pro umístění řídicích funkcí napříč jednou nebo více složek. Zahrnují jednu nebo více z následujících možností: Ministerstvo financí, Centrální banka, autonomní management dluhu a centrální depozitář. Management dluhu může být realizován jedním nebo

kombinací subjektů, jako je Ministerstvo financí, Centrální banky a autonomní agentura správy dluhu.

Bez ohledu na přístup, který je zvolen, tak jsou jasně specifikovány klíčové požadavky na zajištění organizačního rámce managementu dluhu. Jako jsou koordinace a sdílení informací, nařízení příslušných entit (právní rámec). Brát v úvahu rozsah činností, které jsou rozdílné podle základního výběru jednotek managementu dluhu. [17]

Regulační rámec managementu dluhu každé země odráží důležité stupně právní, politické a institucionální historie. Nicméně nalezneme vždy hlavní rysy, které se vztahují na veškeré platné regulační rámce pro řízení managementu dluhu. Jako je vládní legislativa managementu dluhu, spolu se zákony, které pokrývají operace fiskální a monetární politiky a vládních auditorských funkcí. Centrálním prvkem všech těchto činností je zaměření vlády na tvorbu zdravé peněžní politiky s adekvátním požadavkem na transparentnost a odpovědnost. [17]

Světové zkušenosti nabízejí v zásadě čtyři rámcové modely organizačního začlenění instituce zodpovědné za výkon politiky řízení státního dluhu do rámce veřejné administrativy:

1. autonomní úřad (agentura) pro řízení státního dluhu (debt office, debt agency),
2. včlenění do "nemonetární části" organizační struktury centrální banky,
3. jednotka v rámci organizační struktury státní pokladny (state treasury),
4. jednotka v rámci organizační struktury ministerstva financí. [18]

4.2.1 ADMO - Autonomní úřad pro řízení státního dluhu

Z historického hlediska byl první úřad tohoto typu založen již v roce 1789 ve Švédsku (SNDO). V současnosti tento model nalezneme v Irsku, na Islandu, v Německu, v Nigérii, v Portugalsku, v Rakousku, v Řecku, ve Velké Británii, v Maďarsku a jako nejmladší byla založena agentura na Slovensku. [18]

Autonomní kancelář managementu dluhu představuje právnickou osobu vytvořenou jako samostatný úřad pro řízení státního dluhu, který je oddělen od ministerstva financí i od centrální banky.

V Austrálii a na Novém Zélandu jsou sice autonomní dluhové úřady, ale součástí státní pokladny. Mezi další země, které mají formálně oddělenou státní pokladnu odpovídající za

řízení státního dluhu na Ministerstvu financí patří Finsko, Lotyšsko, Lucembursko a Turecko.

Autonomní úřady pro řízení státního dluhu jsou v posledních letech nejpoblárnější při řízení veřejného dluhu. Hlavním argumentem pro vznik těchto úřadů je, že každý si může půjčit na finančním trhu, ale takové půjčování ovšem ohrožuje stabilitu v dlouhodobém období. A tyto úřady by měly být samostatné a nezávislé, aby půjčování nebylo prováděno pod vlivem politických tlaků, ale pod vlivem odpovědných a rozumných rozhodnutí.

Zřízení autonomní kanceláře managementu dluhu jako samostatné právnické osoby je nejatraktivnější alternativou. Vzhledem ke skutečnosti, že agentura je v podstatě soukromou právnickou osobou, která disponuje svým rozpočtem, může přilákat žádoucí specializovanou a zkušenou pracovní sílu s odpovídajícím ohodnocením.

Pro činnost agentury jsou jasně definovány cíle, pravidla a kritéria pro složení a struktury a skadence dluhu a limity dluhu. Tento model je vhodný k využívání moderních metod řízení rizik a napomáhá k racionalizaci správy veřejného dluhu a snižování nákladů.

Výhody autonomního řízení státního dluhu:

- kredibilní odclonění dluhového managementu od politiků, kteří mohou spíše usilovat o jeho podřízení fiskálním zájmům a preferovat oportunistickou minimalizaci nákladů bez ohledu na rizika v dlouhodobém horizontu,
- využití všech dostupných vlastních zdrojů instituce ke sledování vytyčených cílů.
- nezpochybnitelné oddělení řízení státního dluhu a měnové politiky,
- jasný signál finančním trhům ohledně snahy posilovat transparentnost a zodpovědnost.

[19]

Nevýhoda vyplývá ze samotného charakteru modelu, a to že musí vzniknout další instituce, která si vyžádá finanční zdroje. Dále existuje větší riziko asymetrických informací a morálního hazardu a proto musí být kladeny větší nároky na kontrolní mechanismy. Nevýhodou je také větší riziko problémů týkajících se vztahu principal - agent, což implikuje vyšší požadavky na efektivní delegování odpovědnosti.

Na druhou stranu světově uznávaní odborníci nedoporučují okamžité vytvoření autonomního dluhového úřadu a raději vidí posílení kapacity nově zřízeného útvaru na ministerstvu financí.

4.2.2 Včlenění do "nemonetární části" organizační struktury centrální banky

V současnosti centrální banka má v kompetenci monetární politiku a dluhový management jen v Dánsku a Indii. V minulosti byl management dluhu oddělen od monetární politiky z důvodu konfliktnosti cílů.

Tento model implikuje ohrožení nezávislosti Centrální banky při implementaci měnové politiky. Jediným argumentem pro tento model může být v podobě lepšího technického a personálního zázemí.

Jedinou zemí OECD, která má tento model je Dánsko (od roku 1991). V této zemi centrální banka jedná jako podřízený orgán Ministerstva financí. Důvodem zavedení bylo minimalizace rizika a zavedení silnější koordinace mezi řízením deviz a zahraničního dluhu a také kvůli dostatečným profesním kapacitám.

4.2.3 Jednotka v rámci organizační struktury státní pokladny (state treasury)

Model vytvoření jednotky v rámci organizační struktury státní pokladny se používá v Austrálii či ve Francii.

The Australian Office of Financial Management byla vytvořena v roce 1999 jako agentura uvnitř ministerstva financí. Je zodpovědná za řízení veřejného dluhu. Základní organizační struktura, počty zaměstnanců a schopnosti, finanční zdroje a uspořádání odpovědnosti se nezměnila celých 20 let. A tak se Austrálie rozhodla přijmout komplexní finanční řízení rizik pro řízení dluhu. Při novém uspořádání dostala kancelář dodatečné zdroje a významnou každodenní nezávislost.

V roce 2000 bylo rozhodnuto o vytvoření Agence France Tresor. Agentura je umístěna u ministerstva financí a je zodpovědná za řízení dluhu, cash management a back-office operace.

Byly zavedeny různé typy kontrol včetně interních kontrol AFT, kontroly rozpočtové správy nezávislými auditory. Všechny zprávy se předkládají finančním výborům Ministerstva financí a Národnímu shromáždění.

AFT si klade za cíl řídit splatnost veřejného dluhu, zachovat likviditu na sekundárních trzích, snížit cenu dluhové služby. Riziko spatřuje v rámci cash flow volatility a jeho dopadu na rozpočet. AFT dále vyvinulo vlastní rizikový model kvantifikace, který je definovaný v

rámci full asset and liability management modelu s obdobím 10-15 let integrující HDP, inflaci, vládní primární přebytky a úrokové sazby s dluhem. Model generuje výroční finanční strategii, která má za následek specifickou duraci.

Ve Francii není dluh aktivně obchodován a tak AFT nemusí brát v úvahu tržní názory, a že obchodníci nejsou schopni vytvořit "beat benchmark" strategii. Namísto toho se zaměřují na dosažení průměrných výnosů za použití "average in".

Výhodou AFT může být nepřímá podřízenost ministru financí, využití personálních aktivit státní pokladny. Právě ve Francii je možné, aby dluhová jednotka v rámci státní pokladny využívala aktivní zůstatky na účtech k financování veřejného dluhu.

4.2.4 Jednotka v rámci organizační struktury Ministerstva financí

Přes všeobecný trend zvyšování autonomie zůstává v řadě zemí dluhový management centralizovaný na úrovni odboru, sekce či ředitelství stále v rámci běžné organizační struktury Ministerstva financí. Dluhový útvar může být organizačně také opět součástí generálního direktorátu či divize státní pokladny v rámci ministerstva financí, jak je tomu například v Brazílii, Itálii, Maroku či Španělsku. [18]

Kancelář managementu dluhu je zahrnuta do organizační struktury Ministerstva financí nebo Centrální banky. Tento model je uplatňován například v Bulharsku, Rumunsku, Polsku, Estonsku, Litvě, Slovinsku, Jihoafrické republice, Kolumbii, Mexiku, Jamajce, Japonsku, Kanadě, Spojených státech nebo Švýcarsku.

Model je vhodný v zemích s rozvíjející se tržní ekonomikou, protože ministerstvo financí provádí dluhovou politiku a zároveň fiskální a monetární politiku a tak to snižuje možné problémy v oblasti koordinace managementu dluhu s monetární politikou. Ve srovnání s ADMO není nutné budování koordinačního a kontrolního systému pro řešení problémů týkající se dopadů nákladů obsluhy dluhu na rozpočet. A tak prostředky, které by byly využity na budování složitějšího koordinačního a kontrolního systému mohou být investovány do modernizace úřadu a posílení personálních kapacit.

Slabou stránkou tohoto organizačního uspořádání může být přímá podřízenost ministru financí, který může sledovat krátkodobé cíle v souvislosti s jeho časově omezeným mandátem. Dalším významným determinantem může být omezení platové úrovně na Ministerstvu

financí, které může implikovat neschopnost získat a udržet zkušené dluhové manažery s příslušnou odborností.

Modely DMO mohou nabývat různých podob. Některé mohou být téměř srovnatelné s existencí autonomní organizace a jiné nemusí naprosto odpovídat moderním představám dluhového managementu. V současné době je i tento model uplatňován v České republice a je stále běžně používaným institucionálním uspořádáním při managementu dluhu.

4.2.5 Organizace a působnost řízení státního dluhu v ČR

Od roku 1990 začalo svou existenci v ČR řízení státního dluhu v rámci Oddělení Státních cenných papírů v rámci Ministerstva financí. Rozhodnutím ministra financí 19/2003 vzniklo 1. října 2003 Samostatné oddělení Řízení státního dluhu. Po externím auditu v rámci zlepšení efektivity a racionalizace správy státního dluhu vznikl Odbor Řízení státního dluhu a finančního majetku.

Na obrázku vidíme, že Ředitel odboru Řízení státního dluhu a finančních aktiv je podřízen I. Náměstku ministra. V rámci této vertikální delegace pravomocí stojí na jejím vrcholu Ministr financí. V rámci odboru Řízení státního dluhu a finančních aktiv existují tři oddělení, které mají své přidělené kompetence. V následujících řádcích je uveden nástin jednotlivých činností, které jsou podrobněji uvedeny v příloze III.



Obr. 1. Organizace řízení státního dluhu v ČR [15]

Mezi nejdůležitější úkoly oddělení Financování a řízení portfolia patří vytváření strategie financování a řízení státního dluhu a finančního majetku, koncipování a realizování emisních činností a derivátových operací a vytváření politiky řízení rizik v oblasti financování potřeb centrální vlády.

V oddělení Správy státního dluhu stanovují základní koncepční a rozvojové směry, provádí a monitorují platby, vypracovávají rozpočet kapitoly a metodiku účetního státního dluhu, analyzují a predikují likviditu státní pokladny a spravují účty (OFT, umořovací, jaderný a další).

Poslední uvedené oddělení Správy finančního majetku státu zabezpečuje vedení a aktualizace finanční bilance státních fondů, kvantifikuje potencionální ztráty státu z půjček a záruk, zabezpečuje vedení a aktualizaci majetkových účastí státu a účastní se vypracování novel zákonů, především rozpočtových pravidel, zákona o dluhopisech a zákona o podnikání na kapitálovém trhu.

4.2.6 Management rizik a finanční nástroje v ČR

Řízení rizik je na Ministerstvu financí zřetelně vnímáno jako integrální součást koncipování alternativních dluhových strategií a jádro moderního dluhového managementu. Identifikace hlavních rizik relevantních pro český dluhový management je determinována v první řadě prohlubováním primárních rozpočtových deficitů, které vedou k akceleraci růstu výpůjčních požadavků centrální vlády. [15]

Při koncipování emisní a dluhové strategie Ministerstva financí hraje minimalizace fundamentální roli. Přetrvávající převis dluhu, který je nutný refinancovat nad objemem dluhu splatným v daném roce dále souvisí se snižováním likvidního rizika, protože aukční nabídka nemusí najít odpovídající poptávku.

Protože se dluh akumuluje a rostou náklady dluhové služby, tak úrokové riziko v současnosti determinuje volatilitu cash-flow dluhové služby. Generování tohoto rizika je zapříčiněno zejména podílem krátkodobého dluhu.

Kreditní riziko je v současnosti spojeno zejména s realizovanými úrokovými swapy. Vzhledem k velikosti swapového portfolia nemá Ministerstvo financí v současnosti nastaveny speciální procedury a ani nevyužívá kolaterálu pro řízení kreditního rizika. Protože Ministerstvo financí vlastní dluh v cizí měně, tak je vystaveno i kurzovému riziku. [15]

Další důležitou roli při managementu rizik hraje ocenění (rating) ČR. Rating vyjadřuje kvalitu dlužníka a jeho ekonomické schopnosti dodržet vydané vlastní závazky a splatit včas a v úplném množství úroky i jistinu dlužné částky. [15]

Hodnocení v praxi se projevuje tím, že dlužník s nižším oceněním než je nejlepší stupeň musí zaplatit při vydávání emisí kreditní přírážku, která zohledňuje horší kvalitu dlužníka. Tato přírážka znamená přírážku cirká 0,3 % proti evropské referenční hladině.

Rating ČR od roku 1993 prochází fází neustálého zlepšování, kdy v roce 1993 bylo hodnocení ČR Moody's na úrovni Baa3 a Standard and Poor's BBB, což je poslední pozice na žebříčku investičního stupně.

Nicméně, od roku 1994 docházelo kontinuitními zlepšování ratingu, kdy v roce 2008 měla ČR velmi příznivé hodnocení. Od Moody's dostala známku A1, Standard and Poor's A a Fitch hodnotilo ČR známkou A+.

V současnosti se ČR pohybuje na stupních žebříčku spolu s Estonskem, Slovenskem, Koreou, Maltou, Izraelem a Čínou. Pro doplnění lze uvést, že na nejvyšších příčkách hodnocení nalezneme Francii, Německo, USA, Švýcarsko, Švédsko, Dánsko, Kanadu, Norsko, Velkou Británii, Rakousko, Singapur a Lucembursko.

Podle zákona o dluhopisech (č. 190/2004 Sb) je emitentem státních dluhopisů ČR zastoupená Ministerstvem financí. K financování krátkodobého státního dluhu jsou používány SPP a státní dluhopisy jsou používány především pro financování dlouhodobého státního dluhu.

Vždy 1. pracovní den měsíce, který předchází čtvrtletí je zveřejňován emisní kalendář SPP a emisní kalendář SDD. V aukcích vymezuje Ministerstvo financí velmi obecné podmínky, které mají za cíl vykreslit cenovou tvorbu.

Dále pro řízení likvidity mohou být podle zákona o rozpočtových pravidlech a o změně některých souvisejících zákonů (č. 218/2000 Sb.) používány repo operace. Od dne 28. listopadu 2002, kdy Ministerstvo financí realizovalo první derivátovou operaci, se staly finanční deriváty součástí řízení státního dluhu.

Obchody s deriváty sjednává Referát dluhové strategie a řízení rizik, který je integrován do Oddělení řízení státního dluhu.

Finanční požadavky státu jsou rovněž zajišťovány dlouhodobými úvěry státu od mezinárodních finančních organizací (dosud EIB). Přijetí těchto úvěrů je podmíněno (zákon č. 218/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech, § 2, odst. 1) schválením příslušných zákonů Parlamentem ČR. [15]

II. PRAKTICKÁ ČÁST

5 ANALÝZA VÝVOJE VEŘEJNÉHO ZADLUŽENÍ V ČR

Základní legislativa byla ve srovnání s ostatními vyspělými zeměmi OECD přijata v mírném zpoždění. Od 1. ledna 1993 vznikla základní legislativa státního dluhu a byla zahájena emisní činnost.

Při vzniku České republiky a Slovenské republiky byly převedeny závazky v poměru 2/3 ve prospěch České republiky. Řízení dluhové služby se vyznačovalo snahou o úplné oddělení dluhového portfolia státu a splacení přímých úvěrů ČNB i obchodních bank.

Řízení dluhové služby v tomto období nemělo příliš velký prostor k rozvoji emisní činnosti. Vydávání státních dluhopisů prostřednictvím aukcí bylo rozšířeno o prodej způsobem syndikátního úpisu (dluhopis s kupónem 14,6%). [15] Státní dluh byl kryt ze dvou třetin státními pokladničními poukázkami, které měly omezovat příliv krátkodobého zahraničního kapitálu.

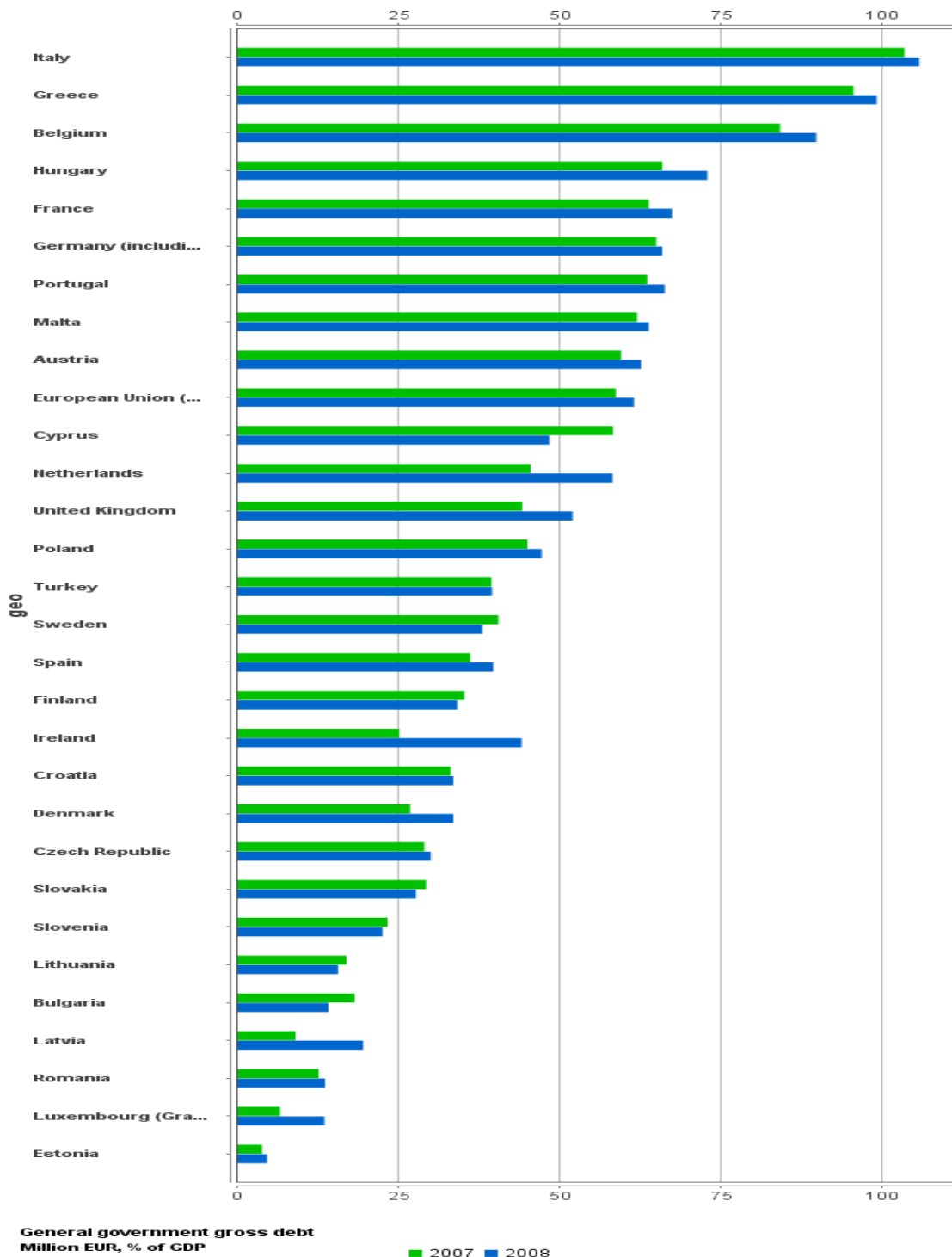
Od 1. ledna 2000 Ministerstvo financí uplatňuje novou emisní strategii, která klade důraz na jednoduchost a průhlednost emisní činnosti spojenou s efektivní podporou tržní likvidity vydávaných státních dluhopisů. [15] Snaha o zvýšení tržní likvidity v roce 2001 vedla k vydávání emisí i s patnáctiletou dobou splatnosti a o minimálním objemu 20 až 30 mld. Kč. Nově byl zřízen poradní orgán s názvem Stálá komise pro řízení státního dluhu, který měl koordinovat fiskální politiku a politiku řízení státního dluhu s měnovou politikou.

Období od roku 2002 až 2005 se vyznačuje zřízením Úseku řízení rizik, kvalitativními změnami řízení státního dluhu (aktivní řízení portfolia státních dluhopisů, zvýšená podpora jednotky řízení státního dluhu, ISDA smlouvy s protistranami). Od 1. října 2003 vzniklo samostatné oddělení Řízení státního dluhu, které bylo podřízeno prvnímú náměstkovi ministra.

5.1 Výše dluhu ČR v rámci EU

Vzhledem k tomu, že Česká republika vstoupila 1. května 2004 do EU, tak je vhodné popsat její postavení s ohledem na výši veřejného dluhu mezi členskými státy EU. V současné 27 členné EU mezi země s nejvyšší mírou dluhu v poměru na HDP patří Itálie, následovaná Řeckem a Belgií. Tyto země jako převyšují 75% hranici veřejného dluhu. V roce 2008 to bylo Itálie 105,8 %, Řecko 99,2 % a Belgie 89,87 %. Kdežto průměr 27 zemí EU dosahoval v roce 2008 míry 61,5 %.

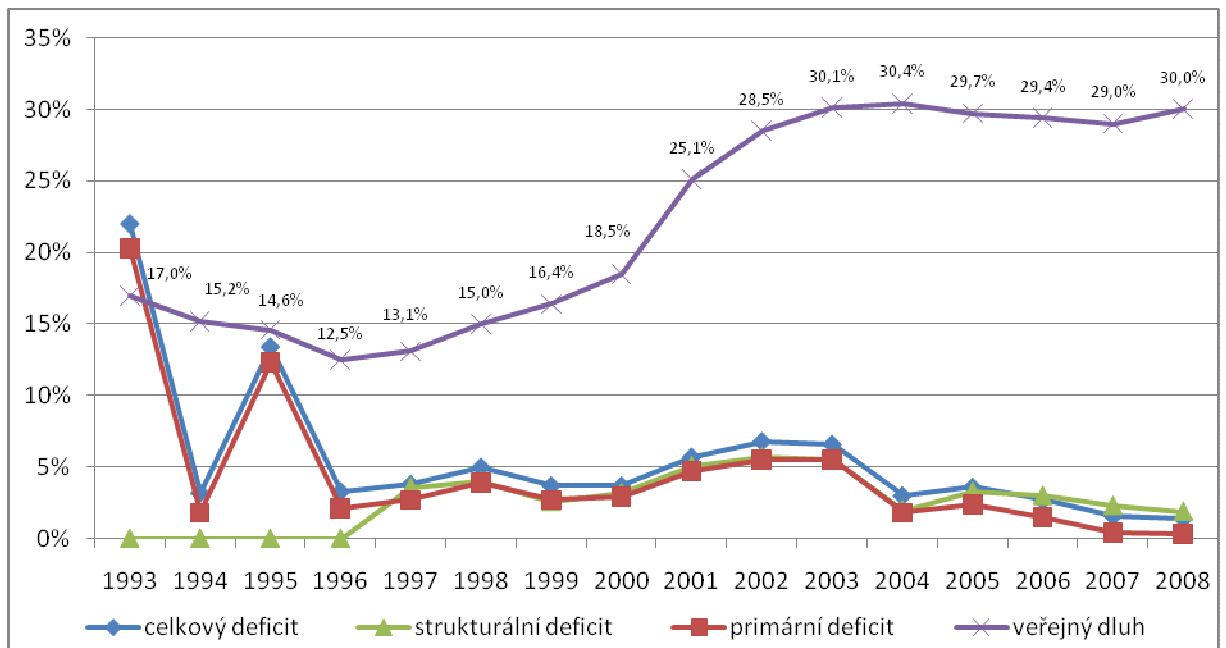
Mezi země, které nesplnily 60% podmínku výše veřejného dluhu v roce 2008 patřily Maďarsko (72,9 %), Francie (67,4 %), Portugalsko (66,3 %), Německo (65,9 %), Malta (63,8 %) a Rakousko (62,6 %). ČR se nacházela v roce 2008 na 9. nejlepším místě s 30 % výší veřejného dluhu na HDP. V tomto ohledu lze konstatovat, že v roce 2008 patřila ČR mezi 1/3 zemí EU s nejnižším poměrem veřejného dluhu na HDP.



Graf 1. Veřejné zadlužení v zemích EU v letech 2007 a 2008 (metodika ESA 95) [20]

5.2 Výše veřejného dluhu v ČR

V roce 1993 po rozdělení Československa dosahoval dluh 17 % HDP a výše 163,6 mld. Kč. Tento dluh tvořil součet převzatého dluhu ve výši 98 mld. Kč a existujícího dluhu České republiky ve výši 65,6 mld. Kč. Ve srovnání s jinými tranzitivními zeměmi při svém vzniku česká republika převzala relativně nízkou úroveň dluhu.



Graf 2. Vývoj veřejného dluhu v ČR [26]

Období od roku 1993 až 1996 přetrvával příznivý makroekonomický vývoj, který se odrážel v mírném veřejném dluhu. Hospodaření veřejných rozpočtů skončilo přebytkem vyjma roku 1996, kdy se začaly projevovat sklony k deficitnosti a tak poprvé skončil státní rozpočet s deficitem 1,6 mld. Kč. Další faktor, který příznivě působil na veřejný dluh, můžeme jmenovat růst nominálního HDP převyšující implicitní úrokovou míru.

V období let 1993 až 1997 také došlo ke zpomalení dynamiky příjmů a výdajů. Nicméně dynamika výdajů zpomalila mírněji než příjmy a důsledky tohoto trendu se následně odrazily ve zvyšování veřejného dluhu.

Z grafu je patrné, že nárůst dluhu započal v roce 1997 po období trvalého poklesu. Tento růst je ovlivněn několika faktory. Jako zásadní příčinu zvyšujícího objemu veřejného dluhu můžeme definovat existenci rozpočtových deficitů.

Pokud jde o směr a tempo vývoje relativní váhy veřejného dluhu, jedná se v letech 1996-2005 o tendenci naprosto odlišnou od evropského vývoje. V tomto období se relativní váha

veřejného dluhu zemí eurozóny snížila ze 75,4 na 68,6 %. V ČR se za stejné období hodnota tohoto ukazatele více než ztrojnásobila. [5]

Mezi hlavní příčiny růstu dluhu jmenujme zpomalení ekonomického růstu, vydávání dluhopisů na financování opatření k odstranění následků povodní a také rozhodnutí vlády uhradit ztrátu Konsolidační banky. Dále negativní vliv mělo i oslabení koruny, emise dluhopisů na řešení kosovské krize a clearingového vztahu s Německem.

Velká část transformačních nákladů¹ navyšovala více než deset let přímo veřejný dluh. Je nutno zdůraznit, že v tomto případě leží příčina nárůstu veřejného zadlužení mimo veřejné finance a ve většině případů i mimo veřejnou kontrolu. [5]

V dalším období od roku 2004 až do roku 2007 můžeme vyzorovat klesající deficity státního rozpočtu a veřejného dluhu. Tento trend byl zapříčiněn vstupem České republiky do Evropské unie.

Při analýze příčin zvyšujícího se objemu veřejného dluhu můžeme konstatovat, že za růstem stojí deficitnost státního rozpočtu. Tento deficit byl z majoritní části financování především emisemi cenných papírů a státních dluhopisů.

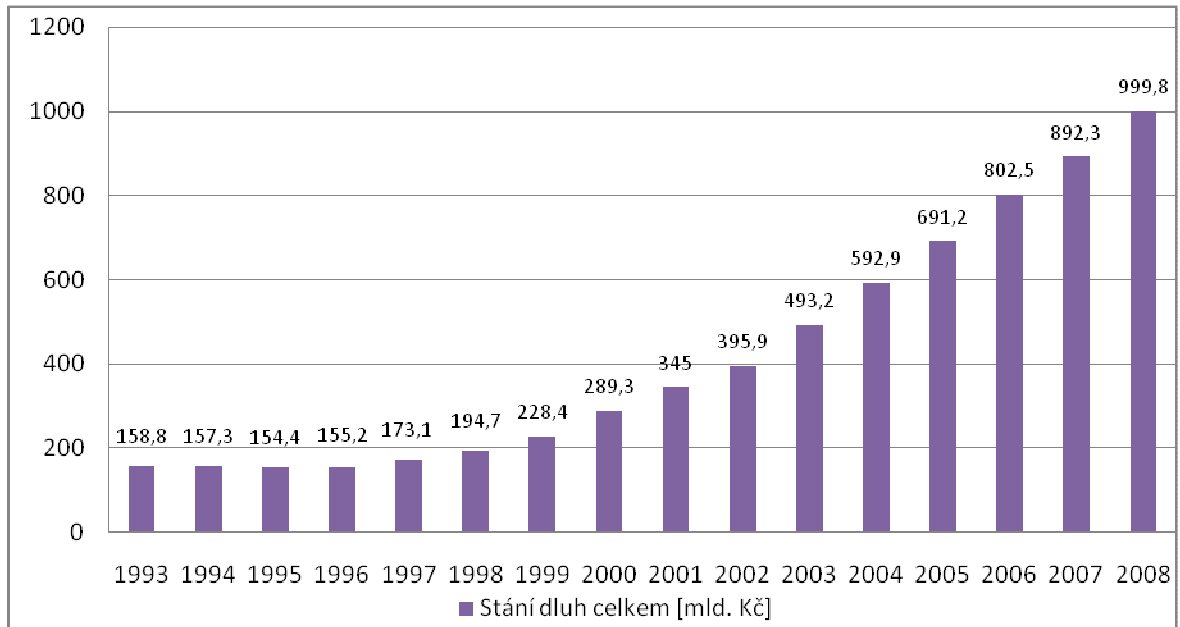
V další části práce budu hovořit o hrubém státním dluhu centrální vlády, který spravuje jednotka Řízení státního dluhu. Tento dluh tvoří přibližně 90 % hrubého dluhu centrální vlády. Do působnosti a evidence této jednotky není zařazen dluh mimorozpočtových fondů, fondů sociálního a zdravotního pojištění, krajů a obcí. Do státního dluhu nejsou rovněž zařazeny státní záruky, které spravuje přímo státní rozpočet. [15]

5.3 Struktura a vývoj státního dluhu

V nominálním vyjádření vzrostla výše státního dluhu České republiky od roku 1993 do roku 2009 o neuvěřitelných 629,6 % na 998 mld. Kč. Přičemž průměrná míra růstu dosahuje 11,5 % per annum.

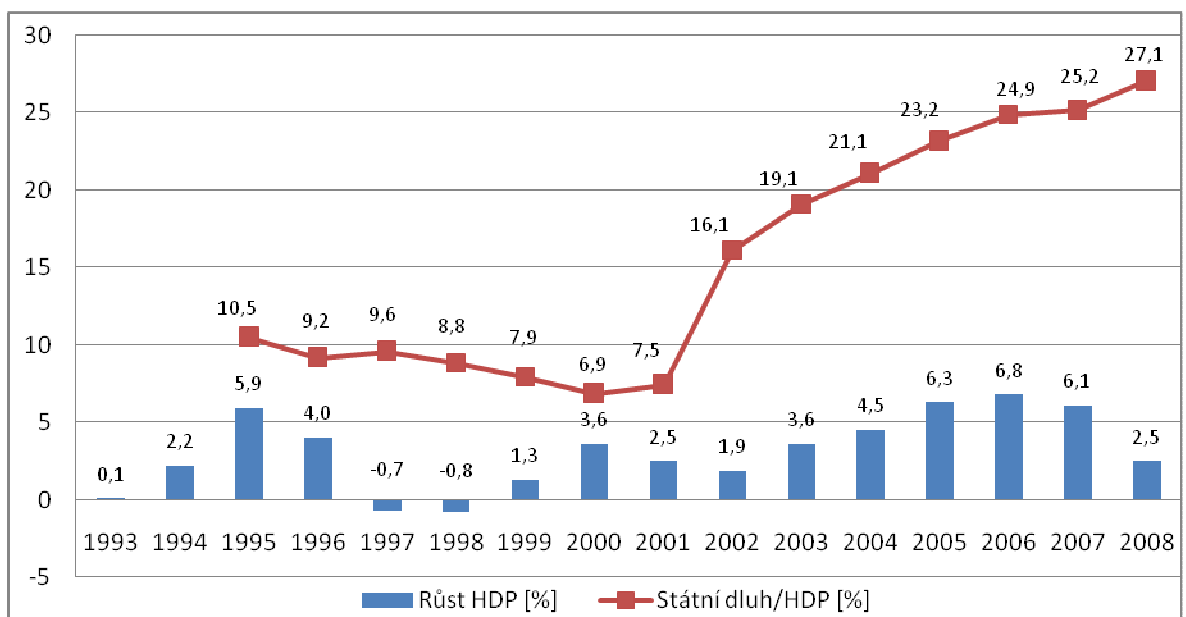
¹Tzn. transformační náklady (TN1), předprivatizační náklady (TN2) a náklady ostatních operací (TN3).

V letech 1994 a 1995 vidíme mírné snížení státního dluhu, ale od roku 1996 se každoročně výše dluhu zvyšuje a taktéž dynamika růstu. V nominálním vyjádření vypadá růst státního dluhu hrozivě. Jestliže vyjádříme státní dluh % HDP, uvidíme situaci v jiném světle.



Graf 3. Vývoj státního dluhu v ČR celkem [26]

Vyjádření státního dluhu v poměru k HDP je využíváno častěji a může být použit při srovnání s ostatními zeměmi. Z grafu vidíme rozdílné tendence ve srovnání s nominálním růstem státního dluhu. V nominálním vyjádření státní dluh nepřetržitě rostl. Když vyjádříme státní dluh v poměru k HDP, tak můžeme vypořádat atraktivní kauzality.



Graf 4. Růst HDP a výše státního dluhu/HDP [26]

V letech 1993 a 1994 nejsou dostupné data. V roce 1995 činil státní dluh 154,4 mld. Kč neboli 10,5 % státní dluh/HDP. Jestliže se podíváme do historie, tak rok 1995 byl posledním rokem, kdy nebylo dosaženo deficitního státního rozpočtu.

Od roku 1995 klesal poměr státního dluhu z 10,5 % na 6,9 % v roce 2000, což je nejnižší úroveň v historii. A troufám si tvrdit, že nebude nikdy opět dosaženo této nízké úrovně dosaženo.

Při tak nízkých úrovních v počátcích existence České republiky dokonce poměr státního dluhu klesal, i když růst HDP byl záporný nebo velmi nízký. Tento jev byl zapříčiněn nízkými splátkami obligací a neobchodovatelného dluhu.

S neustálým vykazováním schodku státního rozpočtu od roku 1996 narůstají také splátky obligací a splátky neobchodovatelného dluhu. Neuvěřitelný nárůst ukazatele státní dluh/HDP v roce 2002 má příčinu ve vykázání vysokých deficitů státního rozpočtu v letech 2000 a 2001 ve výši 46,1 mld. Kč a 67,7 mld. Kč.

S příchodem nového tisíciletí se obrátil směr vývoje poměru státního dluhu k HDP. I přes pěkný růst HDP ve výši 3,6 % a 2,5 % nedošlo ke snížení. Tento růst je zapříčiněn rostoucími vysokými deficity vyjádřené v nominální výši.

Další podpora strmého růstu ukazatele státní dluh/HDP přišla hned v letech následujících, a to v roce 2003 a 2004, kdy byl vykázán deficit státního rozpočtu ve výši 4,2 % HDP (109,1 mld. Kč) a 3,3 % HDP (93,7 mld. Kč).

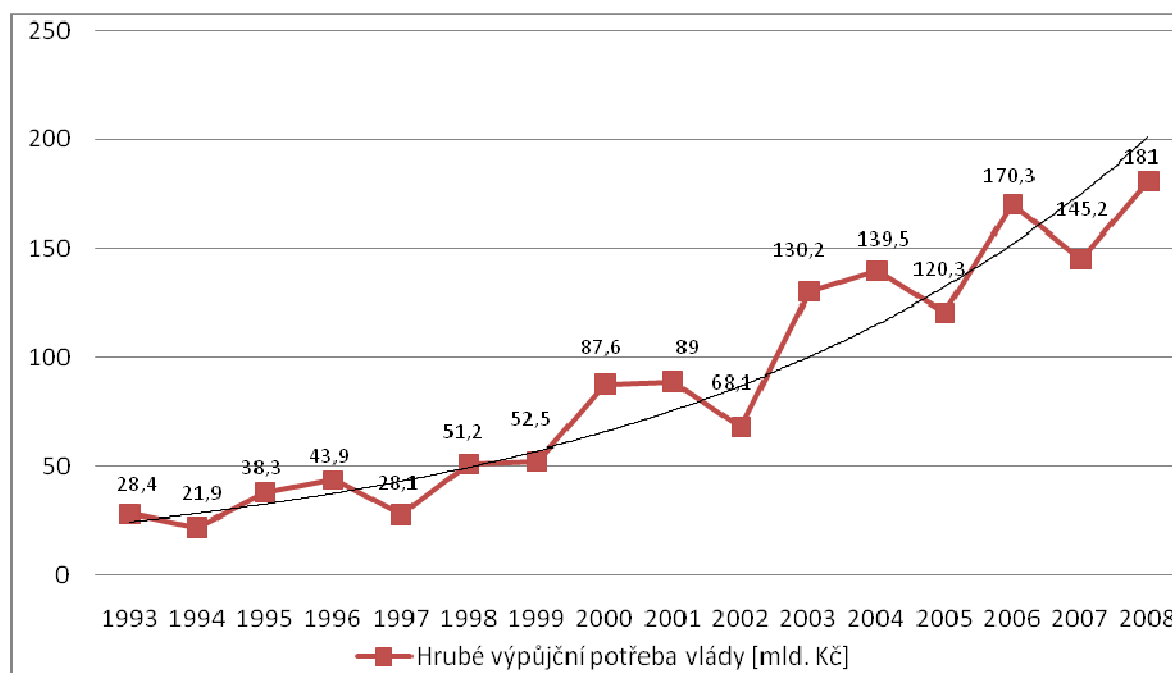
Další položka, která přispěla k růstu poměru státního dluhu k HDP, byla úhrada ztráty ČKA v letech 2005, 2006 a 2007 ve výši 30, 20 a 13,3 mld. Kč. Která v konečném důsledku navyšovala už tak vysokou čistou potřebu vlády na financování.

Při tristním vývoji státního rozpočtu a současném růstu splátek obligací a splátek neobchodovatelného dluhu se dostala Česká republika téměř na čtyřnásobek v roce 2008 z nejnižší úrovně v historii v roce 2000, kdy státní dluh/HDP dosahoval 6,9 %.

Významná dynamika dluhu v posledních letech je dána neschopností vlády konsolidovat rozpočet a významně redukovat dynamiku výdajů. Hlavní část veřejného dluhu ČR v tomto kontextu představuje státní dluh.

5.3.1 Analýza vývoje hrubých výpůjčních potřeb vlády

Součtem čisté potřeby vlády na financování a splátek obligací a splátek neobchodovatelného dluhu dostaneme hrubou potřebu vlády na financování. Která upravená o změny stavu státních finančních aktiv, ostatních vlivů zvyšujících/snižujících hrubou výpůjční potřebu vlády a o tvorbu/čerpání rezervy na financování a o tvorbu/čerpání rezervy na převod kladného rozdílu mezi příjmy tvoří hrubou výpůjční potřebu vlády. Vývoj této položky je zakreslen v následujícím grafu.



Graf 5. Vývoj hrubých výpůjčních potřeb vlády [26]

V případě, že vložíme do grafu hrubé výpůjční potřeby vlády exponenciální spojnicí, tak vidíme jasnou souvislost s grafem, který vyjadřuje velikost státního dluhu celkem v mld. Kč. Odchyly od této spojnice jsou zapříčiněny do roku 2000 ostatními vlivy zvyšující/snižující hrubou výpůjční potřebu vlády.

V roce 2001 za nárůstem hrubé výpůjční spotřeby vlády stojí splátky obligací ve výši 22 mld. Kč, které mírně kompenzuje změna stavu státních finančních aktiv. V dalších letech tuto položku ovlivňovala zejména tvorba a čerpání rezerv. Od roku 2004 i přesto rostoucí státní dluh byly tvořeny rezervy na financování, kromě roku 2006, kdy byla čerpána rezerva na financování ve výši 10,1 mld. Kč.

Hrubou výpůjční potřebu vlády tvoří čistý přírůstek státních pokladničních poukázek, hrubá emise obligací a neobchodovatelný dluh. Do roku 2002 byl zaznamenáván čistý přírůs-

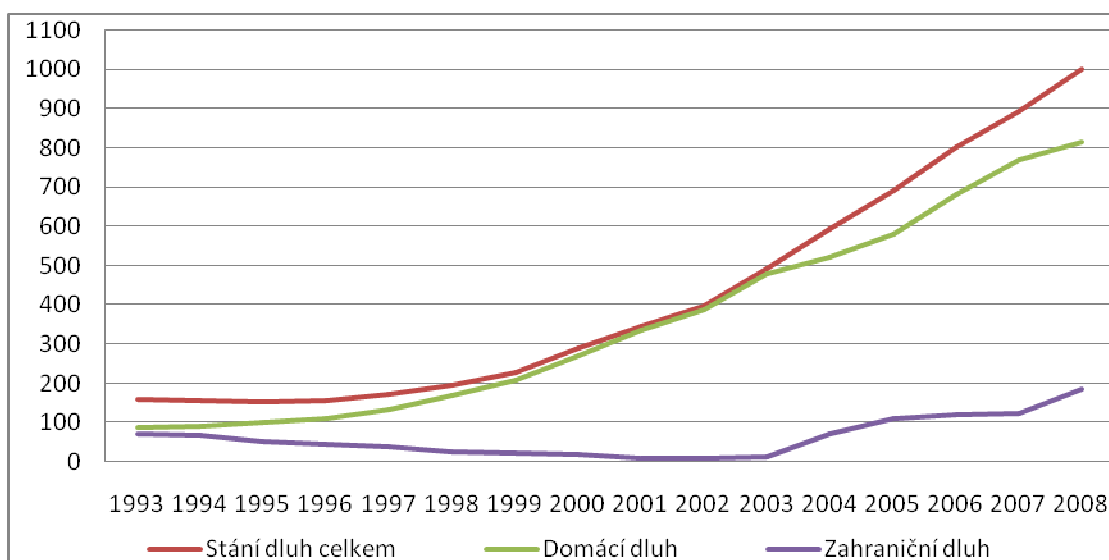
tek státních pokladničních poukázek, ale od tohoto roku se změnil trend na záporné čisté přírůstky SPP. Nicméně silně rostoucí trend mají hrubé emise obligací, které v roce 1993 dosahovaly 10,5 mld. Kč a v roce 2008 již dosahovaly 16 násobku úrovně z roku 1993. Můžeme konstatovat, že majoritní část hrubé výpůjční potřeby vlády v současnosti tvoří hrubé emise obligací.

5.3.2 Vývoj domácího a zahraničního dluhu

V roce 2003 byl domácí a zahraniční dluh téměř na stejné úrovni. Domácí dluh byl ve výši 86,4 mld. Kč a zahraniční činil 72,4 mld. Kč. Od tohoto roku zahraniční dluh trvale klesal až do roku 2001, kdy dosáhl 8,8 mld. Kč, což je 2,5 % celkového dluhu. V tomtéž období dosahoval domácí dluh 336,2 mld. Kč.

Rostoucí zadlužení přinutilo Ministerstvo financí inovovat dluhovou službu a byly zahájeny reverzní aukce na zpětné odkupy státních dluhopisů. A od března 2004 vstoupila ČR v roli emitenta na zahraniční kapitálový trh. Příčinu růstu zahraničního dluhu můžeme najít v rostoucím celkovém dluhu a tím pádem alarmující necesivitu prostředků na jeho financování.

Kromě sekuritizace můžeme sledovat snižování podílu zahraničního veřejného dluhu, který se jmenuje internalizace. Tento jev předchází kurzovému riziku a tak možným nepříznivým změnám ve směném kurzu, které by se odrážely ve splátkách dluhopisů. Nicméně od roku 2003 jsme svědky nárůstu zahraničního dluhu.



Graf 6. Vývoj státního dluhu, domácího dluhu a zahraničního dluhu [26]

Vezmeme-li v úvahu, že celkový státní dluh vzrostl od roku 1993 o 6,3 násobek do roku 2009, pak zahraniční dluh jen od roku 2001 vzrostl na 21 násobek v roce 2009. Pak vidíme výraznou změnu ve směru financování státního dluhu od roku 2001, kdy zahraniční dluh v roce 2009 dosahuje 18,5 % celkového státního dluhu.

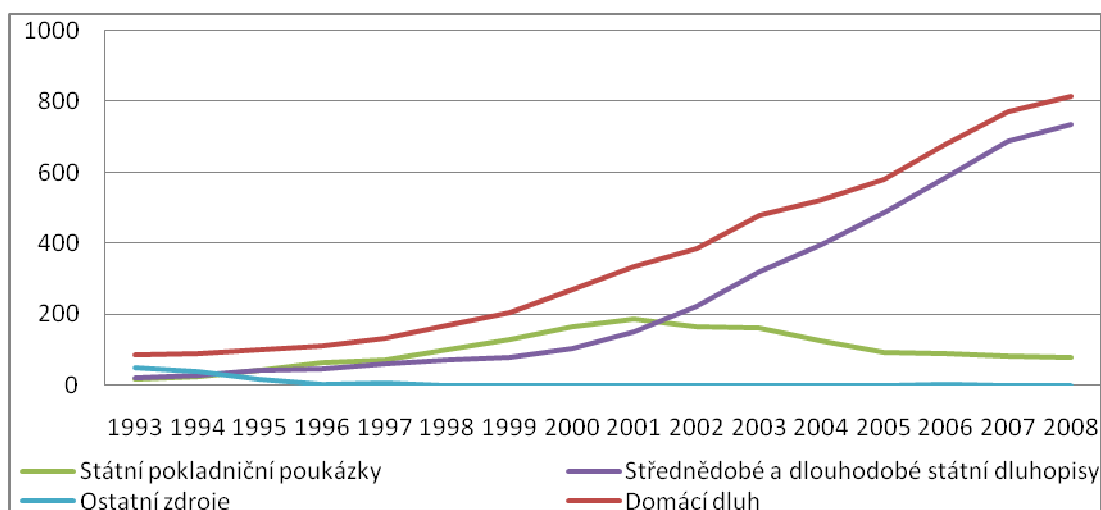
Domácí dluh je financování státními pokladničními poukázkami, střednědobými a dlouhodobými státními dluhopisy a ostatními zdroji. Na začátku vzniku České republiky byl domácí dluh tvořen ostatními zdroji ve výši 49,9 mld. Kč, střednědobými a dlouhodobými státními dluhopisy ve výši 19,5 mld. Kč a SPP ve výši 17 mld. Kč.

Vývoj těchto instrumentů tvořící domácí dluh je zaznamenán v grafu. Do roku 2001 převažovaly SPP, které na konci roku měli hodnotu 186,6 mld. Kč. V tomtéž roce střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy byly vydané v hodnotě 149,6 mld. Kč.

V dalším vývoji byly vydávány stále více střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy, když v roce dosáhly objemu 735,6 mld. Kč, což tvořilo 73,6 % státního dluhu. Zatímco SPP byly vydány v objemu 78,7 mld. Kč, což bylo 7,9 % státního dluhu celkem.

Do roku 2000 byl jedním z charakteristických rysů státního dluhu rostoucí poměr krátkodobých nástrojů užívaných při financování dluhu. V roce 2002 představovaly krátkodobé pokladniční poukázky téměř 60 % z celkového státního dluhu, což vystavovalo vládu značnému refinančnímu riziku.

Vláda si více či méně uvědomila možné problémy a zavedla od roku 1999 jako jeden z cílů managementu dluhu, zvýšit duraci dluhu, když v roce činila durace jen 0,65 roku. Jedním z důvodů nízké durace byla snaha vlády minimalizovat náklady na údržbu dluhu.



Graf 7. Vývoj domácího dluhu z pohledu struktury financování [26]

Jak již bylo poznamenáno dříve, tak v roce 2009 tvořil zahraniční dluh 185,5 mld. Kč, což bylo 18,5 % celkového státního dluhu. Zde je vývoj ve srovnání s domácím dluhem diametrálně odlišný.

V počátcích vývoje tvořily zahraniční dluh zejména půjčky na podporu platební bilance, závazky převzaté od ČSOB v konvertibilních měnách a závazky od ČSOB v nekonvertibilních měnách. Tyto půjčky a závazky tvořily v roce 1993 zahraniční dluh ve výši 71,7 mld. Kč, což bylo 99% celkového zahraničního dluhu. V roce 2003 již tyto druhy půjček a závazků ve struktuře zahraničního dluhu nenajdeme.

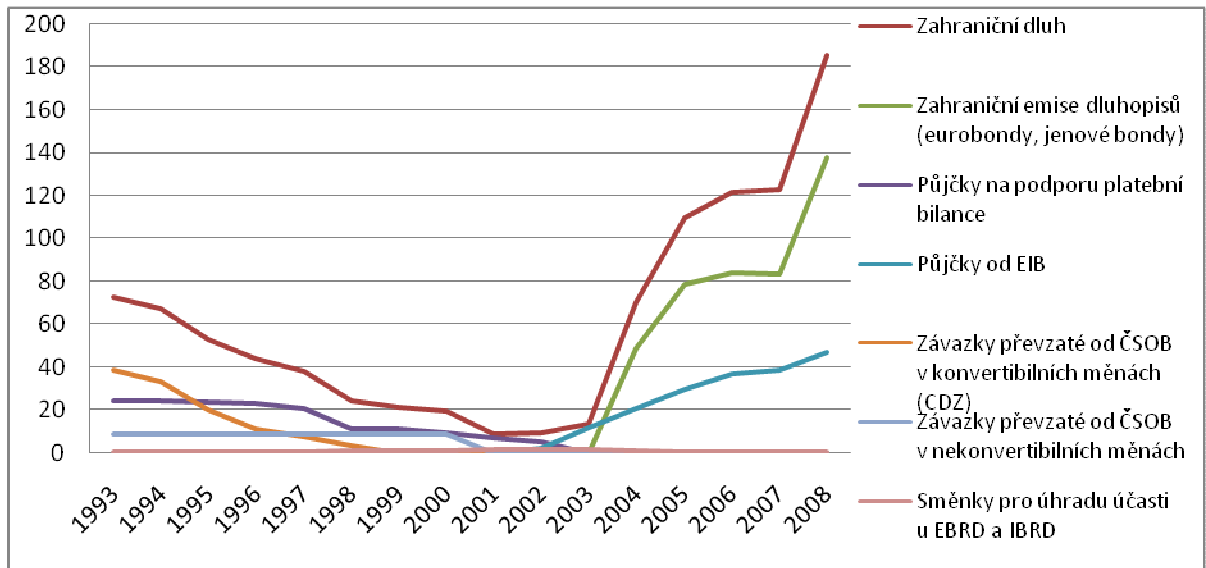
V roce 2000 zavedlo Ministerstvo financí novou emisní strategii při převládajícím pasivním managementu dluhu. V závěru roku 2002, ale přistoupilo k aktivnímu řízení dluhu. Za období od roku 1998 do roku 2003 se výše veřejného dluhu v poměru HDP více než zdvojnásobila na 30,1%.

Tento nárůst byl vyvolán zahrnutím většiny identifikovaných nepřímých závazků. Šlo zejména o vládní garance, České inkasní, České konsolidační agentury a jejich dceřiných společností do sektoru vládních institucí.

V letech 2001 a 2002, kdy se zvýšila celková výše státního dluhu/HDP z 7,5 % na 16,1 % byl tento nárůst kompenzován formou domácího dluhu. Takový vývoj můžeme zaznamenat i v roce 2003, kdy vzrostl státní dluh/HDP na 19,1 %. V dalších letech zahraniční dluh rostl a v roce 2004 dosahoval 70,3 mld. Kč.

Zahraněční dluh byl tvořen z 69,4 % zahraničními emisemi dluhopisů (eurobondy, jenové bondy) a z 29,4 % půjčkami od EIB. Nepatrnou část zahraničního dluhu tvořily směnky pro úhradu účasti u EBRD a IBRD ve výši 0,9 mld. Kč.

Jak vidíme z grafu, tak majoritní část v kontextu expanzivního růstu dluhu tvoří zahraniční emise dluhopisů. Tyto zahraniční emise dluhopisů dosahovaly v roce 2009 výše 137,9 mld. Kč. Při srovnání nominální výše SPP, které měly hodnotu 78,7 mld. Kč, můžeme charakterizovat zásadní trendy ve vývoji struktury státního dluhu.



Graf 8. Vývoj zahraničního dluhu z pohledu struktury financování [26]

V novodobém vývoji ve struktuře domácího dluhu vidíme odklon od využívání SPP. Hlavním instrumentem ve struktuře státního dluhu jsou střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy, které v období expanze státního dluhu hrají primární roli.

V případě zahraničního dluhu, kdy v počátcích vývoje tuto část státního dluhu tvořily zejména půjčky na podporu platební bilance, závazky převzaté od ČSOB v konvertibilních měnách a závazky od ČSOB v nekonvertibilních měnách. Tak v současné době tvoří zahraniční dluh novodobě etablované instrumenty, jako jsou eurobondy, jenové bondy a v nemalé míře také půjčky od EIB.

Na závěr lze predikovat, že bude růst significance těchto instrumentů ve struktuře státního dluhu a to zejména střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů i zahraniční emise dluhopisů. A zejména v tom ohledu, že se Česká republika se zavázala být členem EMU, tak je zřejmé, že budou dominovat střednědobé a dlouhodobé dluhopisy ve struktuře státního dluhu.

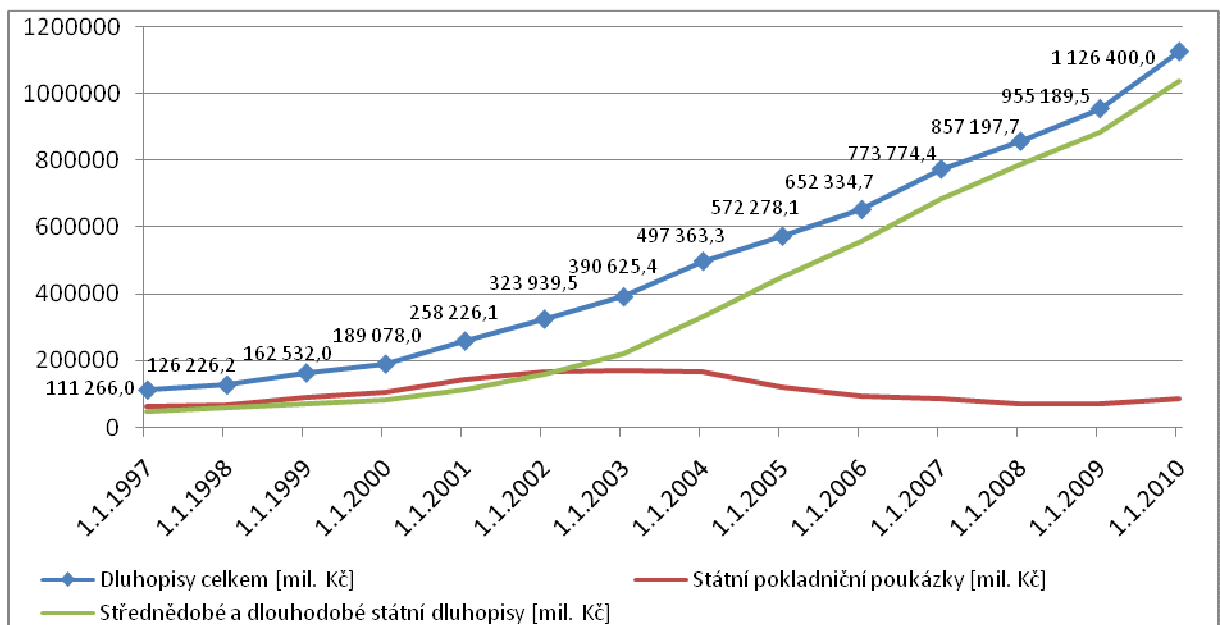
5.3.3 Státní dluhopisy podle typu instrumentu

Před rokem 1989 neexistovala žádná reálná poptávka po dluhových nástrojích, protože je plánované hospodářství prostě nepotřebovalo. Nyní se v ČR využívají dva základní typy instrumentů, jako státní pokladniční poukázky a střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy.

Na začátku panoval velmi likvidní trh s SPP a trh se státními dluhopisy byl limitován. V současnosti je dosti rozvinutá likvidita a poptávka po obou druzích nástrojů a existují stabilní skupiny primárních aukčních účastníků, kteří mohou vstoupit do dražby SPP a státních dluhopisů.

V první polovině 90. let byl veřejný dluh z větší části kryt bankovními úvěry. Šlo tedy o neobchodovatelný dluh. Později vývoj měnil poměr ve prospěch obchodovatelného dluhu, který byl kryt státními cennými papíry.

K 31. 1. 2010 stát vydal dluhopisy v celkové hodnotě 1126399,9542 mil. Kč, z toho SPP činily 88931 mil. Kč a střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy 1037468,9542 mil. Kč. Z grafu vidíme, že růst objemu dluhopisů pokračuje nepřetržitě a v současné době je 10 krát vyšší než v roce 1997.

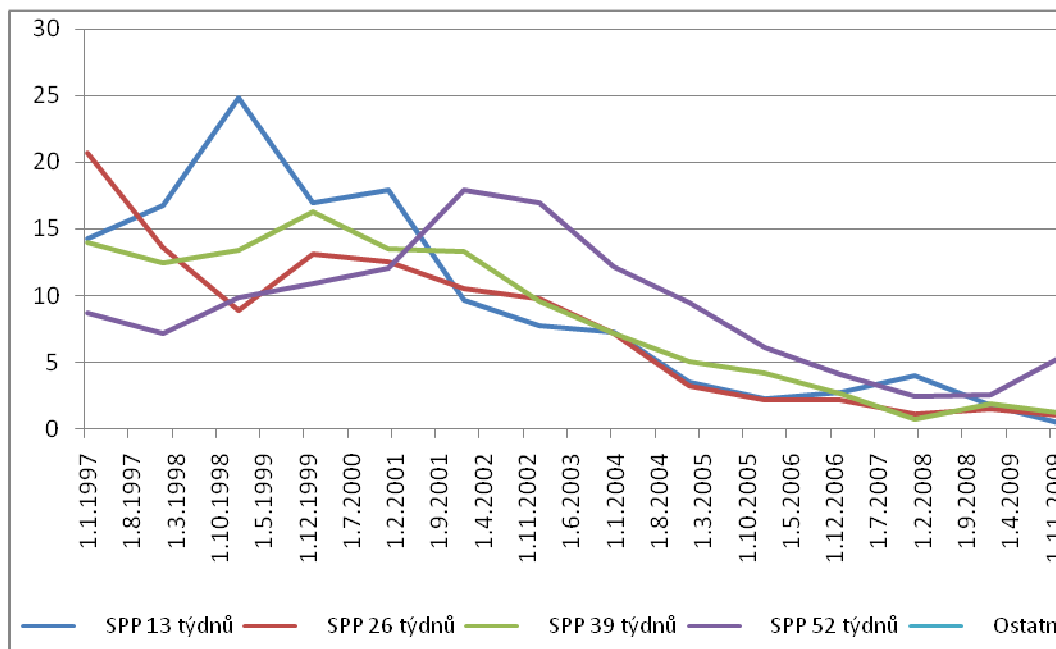


Graf 9. Vývoj dluhopisů z pohledu instrumentů [26]

Až do roku 2002 tvořily hlavní podíl dluhopisů SPP, kdy tvořily 51,3 % dluhopisů celkem. Od tohoto období se zvyšuje podíl střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů, které v současnosti tvoří více než 92 % z celkového objemu dluhopisů.

Jak jsme již konstatovali, tak je zřejmý trend ve snižování podílu SPP na celkovém objemu dluhopisů. Na celkovém objemu dluhopisů v roce 1997 dosahovaly největšího podílu SPP 26 týdnů s 20,69 %, SPP 13 týdnů s 14,28 % a SPP 39 týdnů s 14,01 %.

Tyto podíly se v průběhu let měnily a na významu nabyly SPP s nejdelší splatností tj. SPP 52 týdnů. V roce 2010 nastala situace diametrálně odlišná a nejvyššího podílu v případě SPP dosahovaly SPP 52 týdnů s 5,31%. Dále s nepatrnými podíly následují SPP 39 týdnů s 1,2 %, SPP 26 týdnů s 0,98 % a SPP 13 týdnů s 0,4 % podílem na celkových dluhopisech.



Graf 10. Vývoj státních pokladničních poukázek [26]

V případě vývoje dluhopisů je situace zajímavější. V některém období se objevují dluhopisy s novou dobou splatnosti nebo některé státní dluhopisy přestanou být emitovány atd.

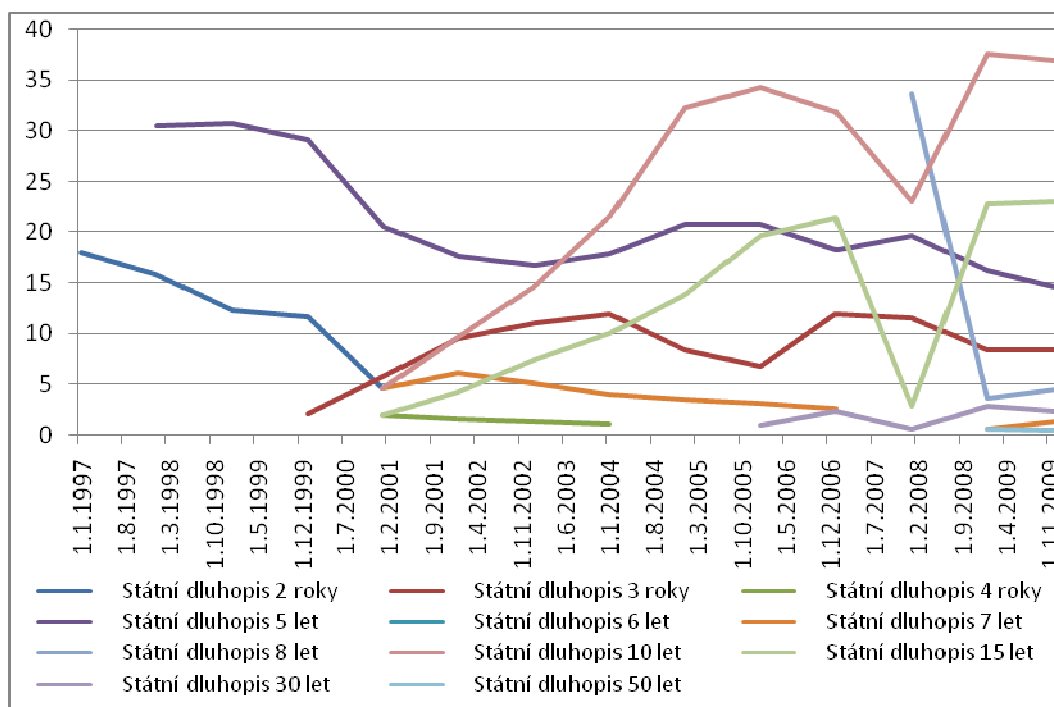
Jestliže se podíváme do období, kdy podíl na SPP přesahoval podíl státních dluhopisů na celkových dluhopisech, můžeme konstatovat, že byly využívány zejména státní dluhopisy se splatností 2 roky a 5 let. Dluhopisy s jinou splatností byly využívány jen zřídka např. státní dluhopis se splatností 4 roky.

V období, kdy se zvyšuje podíl státních dluhopisů na celkových dluhopisech, můžeme sledovat nové emise státních dluhopisů se splatností 3 roky, 7 let, 10 let a 15 let. Tradičně nejoblíbenější jsou dluhopisy se splatností 5 let. Tyto dluhopisy v roce 1998 dosahovaly 30,5 % podílu na celkových dluhopisech, ale v současné době již jen 14,42 %.

V roce 2005, kdy státní dluh vzrostl meziročně o 98,3 mld. Kč a dosáhl výše 691,2 mld., můžeme pozorovat nový směr v časové struktuře splatností dluhopisů. Největšího podílu dosahovaly emise se splatností 10 let s celkovým podílem 32,34 % na celkových dluhopisech.

Nově nabývají na významu dluhopisy se splatností 15 let, jejichž podíl na celkových dluhopisech dosahoval v roce 2010 podílu 23,03 %. Největší podíl v témže roce zaujímají státní dluhopisy se splatností 10 let s 37,25 %.

V posledních letech pozorujeme trend zvyšování emisí dluhopisů se splatností 30 let. V roce 2009 byly poprvé v historii vydány dluhopisy s bezprecedentní dobou splatnosti v rámci České republiky a to 50 let.



Graf 11. Vývoj státních dluhopisů podle splatnosti [26]

V roce 2006, kdy Česká republika zvažovala vydání dluhopisů se splatností 50 let, byly v Evropě jen čtyři země, které již emitovaly padesátileté dluhopisy (Francie, Řecko, Itálie, Velká Británie).

Již v období 2. světové války si americká vláda půjčovala finanční prostředky na vojenský materiál pro americké spojence prodejem dluhopisů se splatností 50 let. V současném období post hypoteční či finanční krize, kdy roste podíl zadlužení států, můžeme pozorovat celosvětový trend v emitování dluhopisů s vysokou dobou (ultra-long) splatnosti.

Jako příklad může být uvedena zpráva The Wall Street Journal z 28. listopadu 2009, která popisuje první vydání státních dluhopisů Číny v pátek. Čímž vstoupila do malého zástupu rozvinutých zemí, které již emitovaly tyto ultra dlouhé dluhopisy, mezi něž patří USA,

Francie a Velká Británie. Je nutno podotknout, že Česká republika se mezi těchto pár rozvinutých zemí zařadila již 26. listopadu 2007. [21]

Nicméně musíme podotknout, že s prodlužující dobou splatnosti se zvyšuje i úroková míra a tím rostou náklady státního dluhu.

V oblasti managementu státního dluhu se neprojeví žádné základní změny. Uplatňovaly se strategie sekuritizace a internalizace s cílem rovnoměrného rozložení struktury splatnosti dluhu.

V současné době nalezneme sekuritizovaný dluh² v naprosté většině zemí EU (s výjimkou Lucemburska, Estonska a Rumunska). Podíl přímých úvěrů v zemích eurozóny postupně klesá k 10% hrubého veřejného dluhu. [5]

V nově přistupujících zemích je podíl sekuritizovaného dluhu nižší než v zemích eurozóny, rovněž však převyšuje objem přímo poskytnutých úvěrů. Rozhodující formou, ve které se vyskytuje veřejný dluh, jsou tedy státní dluhopisy.

5.3.4 Státní dluhopisy podle typu držitele

Ministerstvo financí od roku 1996 vykazuje na svých internetových stránkách statistickou evidenci státních dluhopisů podle typu držitele. Mezi hlavní sektory zařazuje nefinanční podniky a korporace, peněžní instituce a korporace, pojišťovací společnosti, vládní sektor, soukromé neziskové instituce, domácnosti a zbytek světa.

Od roku 2003 byl změněn způsob vykazování a pojišťovací společnosti byly zahrnuty do nového oddílu finančních institucí, dříve byly zvlášť vykazovány peněžní instituce a korporace a pojišťovací společnosti. Toto jsem vyřešil vlastním přepočtem.

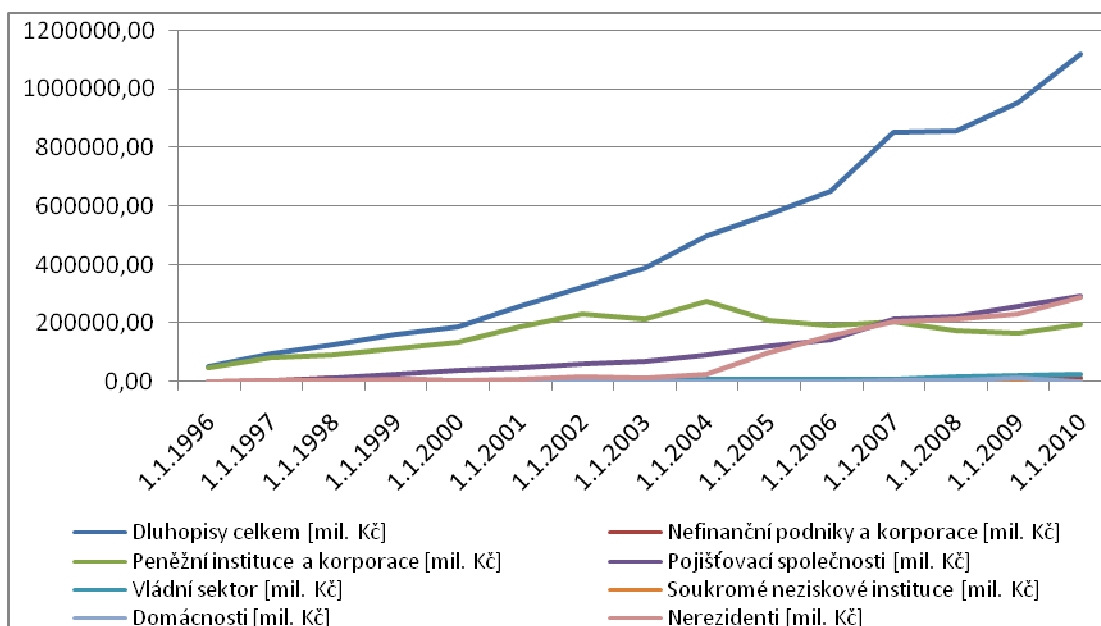
V roce 1996 vlastnily dluhopisy z 93,5 % sektor peněžních institucí a korporací v hodnotě 48657,29 mil. Kč. Největší podíl dluhopisů z tohoto sektoru vlastnily soukromé peněžní instituce a jiné peněžní instituce. Další vývoj je zřetelný z grafu.

K 31. 1. 2010 vlastnily státní dluhopisy z 26,04 % pojišťovací společnosti, což je 291552,99 mil. Kč. Z toho pojišťovací společnosti a penzijní fondy soukromé pod zahra-

² Dluh transponovaný z formy přímých úvěrů do formy vládních obligací.

niční kontrolou vlastní 283848,03 mil. Kč, pojišťovací společnosti a penzijní fondy veřejné 6,26 mil. Kč a pojišťovací společnosti a penzijní fondy soukromé národní v hodnotě 1,44 mil. Kč.

Dalším významným sektorem, který vlastní státní dluhopisy můžeme jmenovat sektor nerezidentů. Tento sektor nerezidentů vlastnil 25,73 % celkových státních dluhopisů v hodnotě 288099,95 mil. Kč.



Graf 12. Vývoj držitelů státních dluhopisů dle jednotlivých odvětví [26]

Na základě těchto údajů můžeme verbalizovat odklon majoritního vlastnictví státních dluhopisů z rukou peněžních institucí a korporací ve prospěch pojišťovacích společností a nerezidentů.

Při hlubším rozboru se vlastnictví státních dluhopisů transponuje do držení zahraničních subjektů, ať už jde o sektor nerezidentů či soukromých pojišťovacích společností pod zahraniční kontrolou.

Za posledních 5 let došlo k rapidnímu nárůstu zahraničních investorů, což vede ke zvýšeným obavám českých ekonomů, protože zahraniční instituce mají v porovnání s českými subjekty výrazně větší sklon zbavovat se státních dluhopisů v případě problémů dané země. [22]

Kromě toho je zájmem zahraničních subjektů oktrojovat Českou republiku emitovat eurobondy. Tyto dluhopisy jsou spojeny s kurzovým rizikem, které může v případě nestability české koruny exponovat stát dalším nákladům.

Dalším problémem je zvyšující se nabídka dluhopisů na trhu. Investoři si začínají hodně vybírat, co koupí a co ne. Zvýšená nabídka dluhopisů pravděpodobně potáhne výnosy investorů nahoru. V případě zvýšení úrokových sazeb pak hrozí, že se financování rozpočtového deficitu ještě více prodraží. [22]

V současnosti roste zvyšující se nedůvěra bank v platební bilanci některých států v souvislosti se stavem veřejných financí. Zvyšující se nebezpečí nesplácení některých států splácet své závazky začínají banky uvažovat o určitých zárukách a hledají větší jistotu při půjčování peněz.

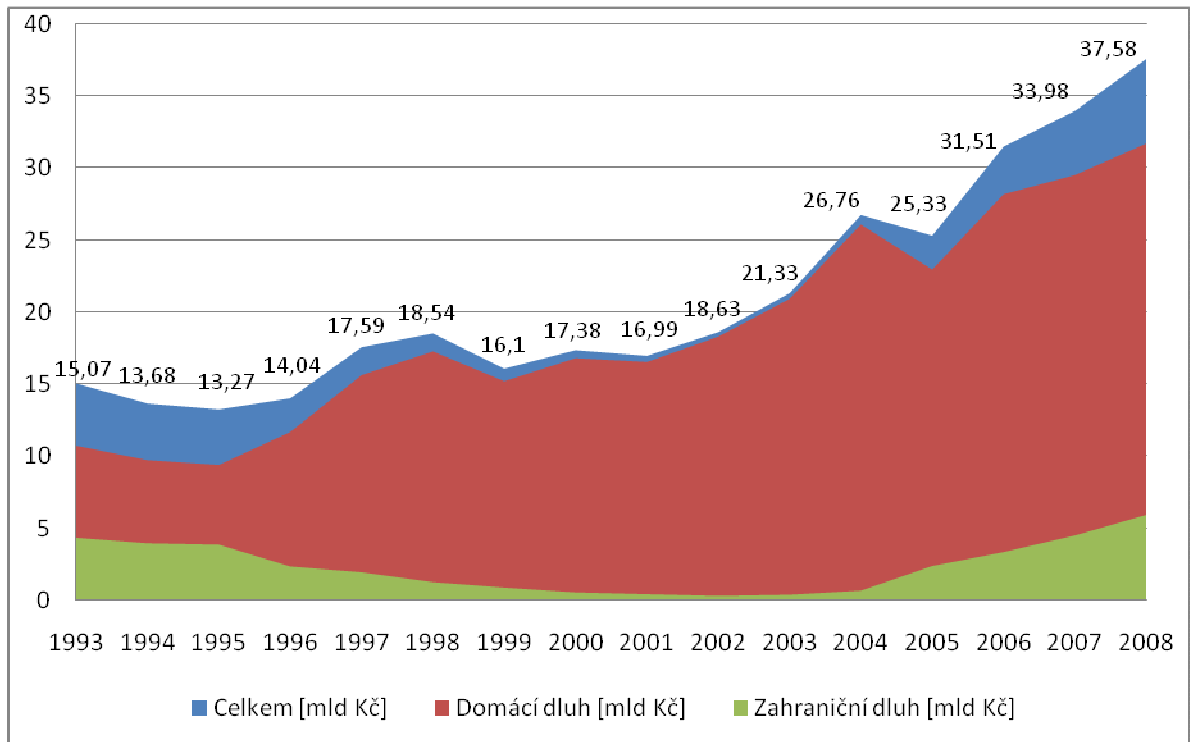
5.3.5 Náklady státního dluhu

Růst státního dluhu implicitně souvisí s růstem úrokových nákladů na státní dluh. Státní dluh roste kontinuálně od roku 1996 a taktéž náklady na státní dluh, vyjma dvou zřetelných výjimek. Nicméně není růst nákladů tak dynamický jako samotný státní dluh.

První rychlejší nárůst je možné zaznamenat v období 1997 a 1998. Další rychlejší růst nastal v roce 2004, kdy vzrostly náklady ve srovnání s předchozím rokem o 25 %. Tento nárůst nákladů státního dluhu byl způsoben 1. a 2. emisí eurobondů. V roce 2005 došlo k poklesu nákladů, i když došlo ke zvýšení státního dluhu.

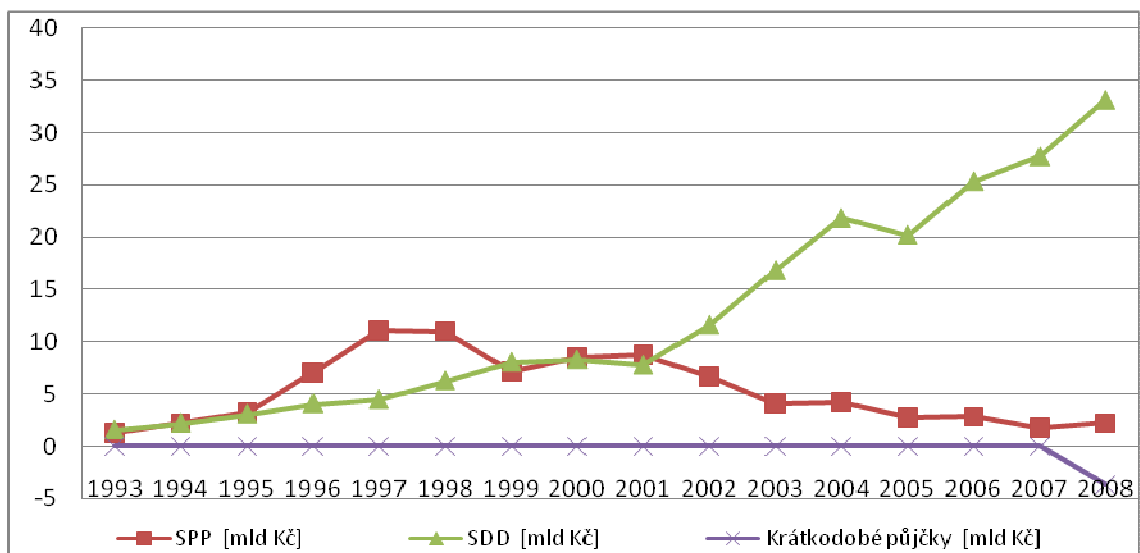
Zahraněční dluh kontinuálně klesal od vzniku České republiky až do roku 2002, kdy dosáhl 0,33 mld. Kč. Od tohoto období následuje růst zahraničního dluhu, ale také domácího dluhu. Nicméně při srovnání v letech 2006 a 2007 rostly náklady na zahraniční dluh rychleji než na domácí dluh.

Je na místě poznamenat, že vypůjčování v zahraničí je problematické a snad i protichůdné s makroekonomickou stabilitou či dlouhodobou strategií, která by měla minimalizovat dluhové náklady.



Graf 13. Vývoj nákladů domácího a zahraničního dluhu [26]

Při hlubším pohledu na domácí dluh, který se vztahuje k státním pokladničním poukázkám, střednědobým a dlouhodobým dluhopisům a krátkodobým půjčkám vidíme nepřetržitý růst nákladů na střednědobé a dlouhodobé dluhopisy. Na druhou stranu tyto úrokové náklady snižují v roce 2007 a 2008 krátkodobé půjčky o 0,01 mld. Kč a o 3,67 mld. Kč.



Graf 14. Vývoj nákladů SPP, SDD a krátkodobých půjček [26]

V letech 1994 a 1995 byly náklady státních pokladničních poukázek a střednědobých a dlouhodobých dluhopisů téměř stejné. Pak začaly úrokové náklady státních pokladničních

poukázek převyšovat náklady střednědobých a dlouhodobých dluhopisů. Tento stav byl zapříčiněn rostoucím podílem státních pokladničních poukázek a také inverzním tvarem výnosové křivky.

V letech následujících po roce 2001 pak začínají výrazně úrokové náklady střednědobých a dlouhodobých dluhopisů převyšovat náklady státních pokladničních poukázek. Tento stav je *causa efficiens* rostoucím podílem střednědobých a dlouhodobých dluhopisů na celkovém státním dluhu. Toto snižování státních pokladničních poukázek je v rámci programu stabilizace či redukce.

5.4 Veřejný dluh ČR

Jelikož jednotka Řízení státního dluhu spravuje hrubý státní dluh centrální vlády (90 % hrubého dluhu centrální vlády). Tudíž do její působnosti není zařazen dluh mimorozpočtových fondů, fondů sociálního a zdravotního pojištění, krajů a obcí a rovněž do státního dluhu nejsou zařazeny státní záruky, které spravuje přímo státní rozpočet. Zaměřím se nyní na hrubý dluh vládního sektoru konsolidovaného mezi jednotlivými subsektory vlády (metodika ESA 95).

Tyto údaje vykazuje odbor Finanční politiky Ministerstva financí a každoročně jsou konsolidovány a následně zveřejňovány v měsíci červnu na webových stránkách Ministerstva financí. A proto v době psaní mé diplomové práce byly dostupné pouze data týkající se roku 2008.

5.4.1 Dluh dle typu instrumentu

Vykazovaný konsolidovaný dluh centrální vlády činil 1070791 mil. Kč. Tento dluh je tvořen 979628 mil. Kč státním rozpočtem a fondy, 741 mil. Kč centrálními mimorozpočtovými účty, 69 mil. Kč sociálními fondy a 94706 mil. Kč místními rozpočty.

Tento veřejný dluh můžeme rozdělit na domácí a zahraniční. Domácí dluh činí 70,7 % celkového dluhu, což je 756722 mil. Kč. Státní rozpočet a fondy zahrnují celkový domácí dluh z 90 %, který je financován dlouhodobými dluhopisy v celkové hodnotě 635368 mil. Kč.

Místní rozpočty financují dluh z 62 % z domácích zdrojů a to zejména dlouhodobými půjčkami, které dosáhly v roce 2008 výše 50655 mil. Kč. V malé míře jsou pak využívány dluhopisové nástroje pro financování z domácích zdrojů.

Můžeme tedy konstatovat, že místní rozpočty financují svůj dluh zejména z domácích zdrojů a to z půjček a záloh. Tato situace je diametrálně odlišná od státního rozpočtu a fondů, kde jsou používány k financování výhradně dluhopisy a SPP. V tomto ohledu musíme konstatovat, že vhodně definované dluhopisové nástroje uváděné renomovanými emitenty by mohly snížit náklady na financování místních rozpočtů.

Centrální mimorozpočtové účty a sociální fondy jsou financovány pouze domácími půjčkami a zálohami v celkové výši 810 mil. Kč. Nicméně tyto položky jsou v rámci veřejného dluhu se svou nominální výší zanedbatelné.

Tab. 2 Domácí dluh podle instrumentu [27]

[mil. Kč]	Státní rozpočet a fondy	Centrální mimorozpočtové účty	Sociální fondy	Místní rozpočty	Konsolidovaná centrální vláda
Domácí dluh	701 557	741	69	58 708	756 722
Dlouhodobé dluhopisy	635 368			6 374	640 876
Krátkodobé dluhopisy a SPP	66 189			356	66 505
Dlouhodobé půjčky		688	69	50 655	47 965
Krátkodobé půjčky a zálohy		53		1 323	1 376

Financování dluhu státních rozpočtů a fondů ze zahraničí jsou používány i zahraniční dlouhodobé půjčky, které dosahují výše 64812 mil. Kč. Ale majoritní část dluhu je financována opět dlouhodobými dluhopisy.

Zajímavější situace je financování místních rozpočtů ze zahraničních zdrojů. Zde jsou využívány dva zdroje, a to ve formě dlouhodobých půjček a dlouhodobých dluhopisů. Převládaly dlouhodobě půjčky ve výši 19436 mil. Kč. Ale můžeme pozorovat nárůst objemu

dlouhodobých dluhopisů, které činily 28,2 % z celkového dluhu místních rozpočtů. V nominálním vyjádření byly tak vydány dluhopisy v objemu 16562 mil. Kč.

Využívání dluhopisů k financování dluhu může implikovat získání úvěru s nižší úrokovou sazbou než v případě získání úvěru v bance. Na druhou stranu existuje riziko v umístění emise na kapitálovém trhu, dále relativně vysoké náklady související s emitováním. A v případě zahraničních dluhopisů zde existuje vysoké kurzové riziko, které může relativně levný zdroj financování dluhu proměnit ve velmi nákladný prostředek pro krytí vytvořených dluhu.

Proto by měly správci rozpočtů spadající pod celkový sledovaný ukazatel místních rozpočtů věnovat tomuto riziku značnou pozornost. A dobře zvažovat zda jsou schopni vyrovnat se s tímto rizikem nebo jestli mohou získat špičkové dluhové manažery, kteří by byli schopni toto riziko eliminovat nebo v lepším případě ho efektivně zajišťovat.

Tab. 3 Zahraniční dluh podle instrumentu [27]

[mil. Kč]	Státní rozpočet a fondy	Místní rozpočty	Konsolidovaná centrální vláda
Zahraniční dluh	278 071	35 998	314 069
Dlouhodobé dluhopisy	230 204	16 562	246 766
Krátkodobé dluhopisy a SPP	230		230
Dlouhodobé půjčky	46 812	19 436	66 248

5.4.2 Dluh dle typu držitele dluhu

Je důležité znát nejen jaký sektor, v jakém objemu a jakých dluhových instrumentech obhospodařuje dluh, ale pro komplexní zobrazení dané problematiky je nutné vědět, kdo si tento dluh kupuje. Protože tvůrci dluhu musí mít v patrnosti důležité pravidlo, které ovlivňuje jejich hospodaření s veřejnými prostředky. Tedy, že budou moci vytvářet dluhy do té míry, dokud budou existovat věřitelé, kteří budou ochotni si jejich dluhy koupit nebo jim poskytnout půjčku.

Domácí dluh v rámci státního rozpočtu a fondů vlastní v největší míře depozitní peněžní banky v objemu 333216 mil. Kč, ostatní rezidenti v objemu 315183 mi. Kč a ostatní finanční instituce v objemu 292047 mil. Kč.

Dále mezi vlastníky domácího dluhu můžeme jmenovat peněžní autority (52252 mil. Kč), nefinanční soukromý sektor a veřejné společnosti (23136 mil. Kč), domácnosti (10280 mil. Kč) a podniky (3639 mil. Kč).

V rámci místních rozpočtů dominovali vlastníci depozitních peněžních bank, kteří vlastnili domácí dluh ve výši 59873 mil. Kč. Zbylá část domácího byla ve vlastnictví jiných úrovní vlády, které operovaly s dluhem v objemu 3447 mil. Kč.

Tab. 4 Domácí dluh dle typu držitele [27]

[mil. Kč]	Státní rozpočet a fondy	Centrální mimorozpočtové účty	Sociální fondy	Místní rozpočty	Konsolidovaná centrální vláda
Domácí dluh	701 557	741	69	58 708	756 722
Jiné úrovně vlády	906			3 447	
Peněžní autority	52 252				52 252
Depozitní peněžní banky	333 216	353	69	59 873	393 511
Ostatní rezidenti	315 183	388		-4 612	310 959
Neidentifikovatelný držitel				-4 612	-4 612
Ostatní finanční instituce	292 047				292 047
Nefinanční veřejné společnosti	9 217	388			9 605
Nefinanční soukromý sektor	13 919				13 919
Podniky	3 639				3 639
Domácnosti	10 280				10 280

Zahraniční dluh státního rozpočtu a fondů se nacházel ve vlastnictví ostatních zahraničních subjektů, kteří vlastnily 82,8 % dluhu. Druhým vlastníkem byly Mezinárodní rozvojové instituce, které disponovaly s dluhem ve výši 47637 mil. Kč.

Druhý sektor, který vykazuje zahraniční dluh je sektor místních rozpočtů. Tento dluh byl bezezbytku v rukou neidentifikovatelných držitelů. Tato informace je zajímavá v tom směru, že 38 % celkové dluhu místních rozpočtů vlastní držitelé, které nelze prokazatelně identifikovat.

Tato nejasná situace z pohledu dobré správy a řízení je podle mého názoru velmi tristní. Protože místní rozpočty z majoritní části financovali zahraniční dluh pomocí dlouhodobých půjček neidentifikovatelným držitelům. A v této souvislosti si je možné představit situaci, že byl za účelem téměř bezrizikového obohacení věřitelů záměrně vytvořen dluh, který byl prvotně určen pro formu zahraničního dluhu a to s ohledem na míru korupce v ČR.

Tab. 5 Zahraniční dluh dle typu držitele [27]

[mil. Kč]	Státní rozpočet a fondy	Místní rozpočty	Konsolidovaná centrální vláda
Zahraniční dluh	278 071	35 998	314 069
Neidentifikovatelný držitel		35 998	35 998
Mezinárodní rozvojové instituce	47 637		47 637
Ostatní zahraniční	230 434		230 434

Pro úplnost lze dodat, že tyto dluhové údaje vykazují memorandové položky³ (Memorandum items), které byly zahrnuty ve výši 4353 mil. Kč. V tomto případě se jedná o intravládní dluh, který není zahrnutý výše.

³ Položky vykazované v účetní rozvaze, ale nezahrnuté v bilančním souhrnu, jako potencionální nároky či závazky za jiné možné rizika či pohledávky.

6 ZHODNOCENÍ MANAGEMENTU DLUHU A NÁVRH ZLEPŠENÍ VÝKONU MANAGEMENTU DLUHU

Řízení veřejného dluhu patří mezi činnosti, které zahrnují fiskální oblast, ale také se dotýká celé hospodářské politiky. S institucionálním zabezpečením souvisí rozložení a delegování kompetencí, úroveň autonomie, taktéž předávání informací a komunikace.

Zdravé složení dluhu pomáhá vládám redukovat jejich expozici vůči úrokovým sazbám, měně a dalším rizikům. Mnoho vlád usiluje o vytvoření struktury etablující benchmarkové portfolio vztahující se žádoucí měnové struktuře, durace a struktuře splatnosti dluhu, aby bylo vodítkem pro budoucí složení portfolia.

Několik dluhových tržních krizí zvýrazňuje význam a potřeby účinného a zdravého kapitálového trhu. Dokonce v situaci, kdy je zdravě nastavena makroekonomická politika, tak riziková praxe managementu dluhu zvýší zranitelnost ekonomiky jako celku a i s ohledem na finanční šoky. Nebezpečné struktury dluhu jsou často následkem nepřiměřené hospodářské politiky.

Jestliže makroekonomická politika je nastavena bídňě, tak zdraví management dluhu nemusí sám od sebe zabránit krizi. Zdravá politika managementu dluhu redukuje náchylnost finanční nákaze a riziko dalšího rozšiřování do finančního trhu a finančního prohlubování.

Vytvoření strategie managementu veřejného dluhu tak, aby byla v souladu s požadavky EU je podmíněno existencí různých opatření minimalizujících náklady a rizika spojená s vývojem veřejného zadlužení. O jaká rizika se v souvislosti s řízením veřejného dluhu jedná? Jedno z nejvýznamnějších rizik je tzv. refinanční riziko vyjadřující buď nemožnost vlády realizovat půjčky na pokrytí dluhu, nebo schopnost půjčky realizovat, ale s vysokými ztrátami. Výše refinančního rizika je závislá na podílu domácího a zahraničního dluhu a s tím související účastí na domácích nebo mezinárodních finančních trzích včetně hodnocení ekonomiky daného státu na těchto trzích. [14]

Novodobá zkušenost podporuje tvrzení, že domácí dluhové trhy mohou být náhradou za bankovní financování, kdy tento zdroj vysychá (a vice versa), pomoc ekonomikám přežít finanční otřesy.

6.1 Zhodnocení managementu dluhu

Jak jsem již poznamenal v praktické části, tak začátky managementu státního dluhu v ČR se datují od roku 1990. V tomto období se jednalo spíše o pasivní management dluhu prováděný v rámci oddělení Státních cenných papírů na Ministerstvu financí. Toto oddělení bylo začleněno do odboru Státního závěrečného účtu.

V období vzniku ČR státní dluh probíhal fází stagnace a nemuselo být nutné aktivně aplikovat management dluhu. Další narůstání objemu dluhu vedlo k aplikování emisní strategie založené na jednoduchosti, průhlednosti za účelem podpory tržní likvidity emitovaných státních cenných papírů.

Nejlepší období managementu dluhu v ČR nastalo až v roce 2003, kdy se pasivní přístup začal měnit na aktivní a rovněž nabyly na významu nové standardní nástroje. Zřízením samostatného oddělení nazývaného Řízení státního dluhu se implementovalo členění na front office, middle office a back office. Dále byla zřízena Stálá komise pro řízení státního dluhu, která koordinovala dluhovou strategii s fiskální a monetární politikou.

Nové organizační uspořádání, jak ho známe dnes, vzniklo 1. listopadu 2005 na základě externího auditu v rámci zlepšení efektivity a racionalizace. Došlo také k zavedení nového informačního systému Wallstreet Suite. Vznikl odbor Řízení státního dluhu a finančního majetku, který zůstal řízen náměstkem ministra. Jak již víme z teoretické části, odbor se členění na tři oddělení.

Toto uspořádání již není totožné s předchozím modelem, ale oddělení Řízení státního dluhu vykonává činnosti charakteristické pro výkon front a middle office. A oddělení Správy státního dluhu a oddělení Správy finančního majetku zastávají činnosti obsažené v náplni činností back office.

Současné uspořádání managementu dluhu odpovídá nadstavbě modelu ALM, který je označován jako SALM. Uplatňovaný model nerespektuje racionální oddělení činností front a middle office, dále činnosti odboru pracují s aktivy a pasivy, které vede Ministerstvo financí a neřídí tak všechna státní aktiva a pasiva.

V průběhu vývoje managementu dluhu v ČR docházelo k postupnému rozvíjení a korigování jednotlivých kompetencí v rámci oddělení pověřeného managementem dluhu na Ministerstvu financí. Na závěr můžeme shrnout, že model ALM je stále běžně používané

uspořádání managementu dluhu ve světě.

V souladu s nejlepší praxí vyspělých zemí EU počínaje rokem 2007 zahájilo ministerstvo systematické a transparentní hodnocení výkonnosti přímých účastníků na primárním a sekundárním trhu státních dluhopisů.

Na základě kvantifikovaných kritérií je konstruován Index celkové výkonnosti (ICV)⁴. Tato hodnocení jsou brány na zřetel při výběru vedoucích manažerů eurobondů. Nicméně konečné rozhodnutí náleží ministru financí a samotné rozhodnutí provádí ustanovená hodnotící komise. Přehled těchto kritérií je v příloze IV.

6.2 Návrh výkonu managementu dluhu

Máme-li na zřeteli různé ve světě aplikované modely managementu dluhu, tak můžeme konstatovat, že samotný model nám nezaručí odpovídající výkon managementu dluhu v kontextu přístupů dobré praxe ve státech zemí OECD. Spíše je důležité jeho nastavení a provádění v rámci zásad dobré praxe. Proto je důležité implikovat zásady dobré praxe managementu dluhu do zvoleného modelu v určité zemi.

Podle mého názoru, který zohledňuje ve světě aplikované zásady dobré praxe při managementu dluhu je nevýhodou spravování dluhu v rámci oddělení Ministerstva financí. Další nevýhodu současného uspořádání managementu dluhu v ČR lze spatřovat v přímé podřízenosti odboru Řízení státního dluhu a finančního majetku I. Náměstků ministra, který je podřízen přímo ministru financí.

Při tomto uspořádání může Ministr financí s ohledem na svůj časově omezený mandát sledovat krátkodobé cíle bez ohledu na riziko. V oblasti personálního zajištění je náročné získat vzdělané odborníky pro aktivní řízení veřejného dluhu.

V posledních letech byla patrná rostoucí pozornost vlád na řízení jejich dluhu, protože tak mohou přispět k makroekonomické a finanční stabilitě. Ačkoliv cíl udržet veřejný dluh na

⁴ Kritéria jsou rozdělena do čtyř hlavních skupin A: Primární trh domácích státních dluhopisů, B: Sekundární trh domácích státních dluhopisů, C: Sekundární trh eurobondů a D: Operace MF na sekundárním trhu.

správné cestě je společným zájmem (či by měl být) politických činitelů a manažerů dluhu. Tak je práce vládních dluhových manažerů odlišná od politických činitelů či poradců.

Vládní dluhová manažeri zkoumají strukturu veřejného dluhu a změny se zaměřením očekávaných cen a rizika dluhového portfolia, aby zůstalo v přijatelné toleranci pro vládu. Naopak političtí činitelé se zase zabývají efekty nahromaděných vládních výdajů a zdanění na řadě makroekonomických proměnných, včetně úrovně státního dluhu a mikroekonomických dopadů na osobní zdanění a výdajové politiky přerozdělování zdrojů.

Podnět pro reformu veřejného dluhového managementu je posílen rekognoskací, že rizikové dluhové struktury přispěly k finančním krizím. Dluhová portfolia s významnými proporcemi denominovaná či indexována v zahraniční měně, stejně jako s krátkou durací, způsobily, že náklady dluhu se zvýšily, když udeřily otřesy.

To pak vede k postupné eskalaci dluhové úrovně (např. Tequila krize v Mexiku v letech 1994 až 1995, neplacení domácího dluhu v Rusku a Brazílii, Turecko v letech 2000 až 2001 a v současnosti Řecko). Proto nám finanční krize zdůrazňují význam pečlivého hodnocení rizik spojené s cizí měnou a krátkodobým dluhem.

Ačkoliv zdravý management veřejného dluhu nemůže sám předejít krizím, ale může být důležitým faktorem v podpoře makroekonomického rámce a zvýšení spolehlivosti makroekonomického řízení. To je stále více důležité ve vzájemně závislé globální ekonomice, kdy jsou kapitálové toky liberalizovány, a stádové chování mezi investory může mít za následek přenosu nákazy mezi trhy.

Proto pro splnění požadavků moderního managementu dluhu byly v téměř všech zemích OECD značné institucionální změny a reformy v oblasti zodpovědnosti managementu dluhu. Nicméně můžeme sledovat jasný trend konsolidování managementu dluhu do jedné entity.

Měla by být provedena institucionální reforma za účelem regulace veřejných financí a dluhového managementu, která by kladla důraz na řízení rizika a napomáhala klasickému funkčnímu odloučení front, middle a back offices.

Zatímco je v ČR široká dohoda při definování hranic rizikových charakteristik portfolia, tak by měla být na politické úrovni vytvořena moderní dluhová manažerská instituce. A proto je vhodné vyjmout manažerské funkce z působnosti Ministerstva financí do autonomní kanceláře.

Důvod pro vytvoření autonomní instituce vychází z konfliktu zájmů s cíli mezi fiskální politikou a managementem dluhu. Tak autonomní dluhová kancelář bude s menší pravděpodobností angažovat riskantní dluhové strategie, které by maximalizovaly krátkodobé politické zisky.

Tato instituce by měla mít vyšší provozní a manažerskou autonomii ve srovnání s vertikálně integrovanou strukturou uvnitř Ministerstva financí. Provozní distanc od politické sféry podporuje pak implementaci jasných dluhových manažerských cílů a konzistentní strategii snižování rizika.

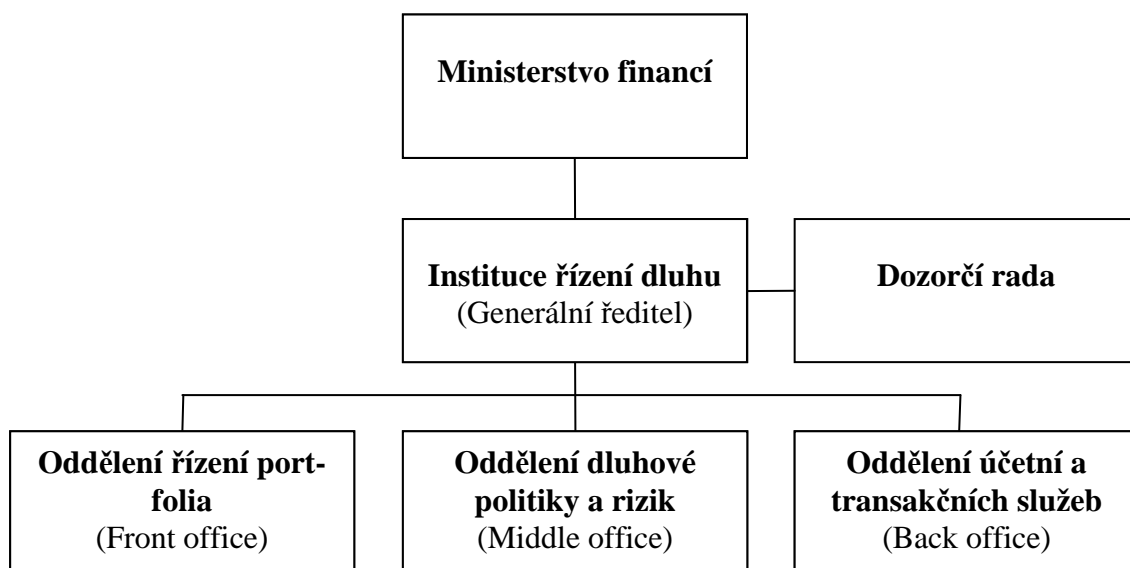
Důležité je také vybudování zdravé rizikové manažerské kultury s přijímáním více komerčních přístupů v přezkoumávání potřeb dodatečných výdajů, kompenzací platu a přijímání zkušeného personálu. To by mohlo podporovat flexibilní management s takovou platovou strukturou, která by se blížila praxi v soukromých sektorech. Což by přitahovalo vysoce kvalifikovaný personál, který je dobře informovaný o stále více rostoucím souboru finančních nástrojů a trhů.

Dluhové manažerské funkce by měly být organizovány jako separátní jednotky s odlišnými cíli, povinnostmi a personálními potřebami a podporovat oddělené vztahy podřízenosti a nadřízenosti šéfu exekutivy dluhové instituce.

Front office by měla být typicky zodpovědná za provádění transakcí na finančních trzích, včetně managementu aukcí jiných forem půjček a všech finančních operací. Nesla by odpovědnost za analýzu a efektivní výkon veškerých transakcí portfolia, v souladu s politikou managementu portfolia agentury.

Individuální správci portfolia v rámci front office mají různé jiné funkční povinnosti, obvykle nástroje, trh či měnový základ. Mohou také poskytovat rady vládním iniciativám pro rozvoj primárního a sekundárního trhu státních dluhopisů a eventuální tržní reakci na novou finanční informaci.

V tomto návrhu uspořádání je autonomní Instituce řízení dluhu součástí MF, ale míra autonomie je vysoká vůči samotnému ministerstvu a neexistuje zde funkční závislost jako v současnosti aplikovaném modelu v ČR. Při reorganizaci by zůstaly výhody zachování personální a administrativní vybavenosti a technického zázemí, které by muselo být nově vypracováno, což by mělo za následek zvýšení finanční náročnosti při uvedení alternativního modelu do praxe.



Obr. 2. Návrh organizačního uspořádání managementu dluhu

Middle office by mělo vyvíjet dluhovou strategii řízení etablující náklady a riziko manažerského rámce. Podle vládních preferencí s ohledem na náklady a riziko by měli zaměstnanci middle office vyvíjet soubor politiky managementu portfolií. Dále by vyvíjela a monitorovala strategické benchmarky pro řízení rizik.

Toto oddělení podporuje nezávislost nastavení a monitorování manažerského rámce a hodnocení výkonu od odpovědnosti provádění transakcí v rámci front office. Proto by měli být zaměstnanci middle office dostatečnou svobodu při pátrání po různých způsobech přidání hodnoty dluhovým manažerským operacím, nalézání možností nižších nákladů, zvýšení likvidity a redukování rizika.

Back office by tradičně provádělo platby, účtování, vedlo statistiky a vydávalo zprávy o managementu dluhu.

Dozorčí rada by měla fungovat jako nezávislý kontrolní orgán, který dohlíží na činnost Instituce řízení dluhu, řízení rizika a strategický plán. Dozorčí radu by mohly tvořit dle zkušeností na Novém Zélandu ředitelé společností zabývajících se řízením rizik a akademičtí pracovníci z oblastí financí.

Důležitá je dohoda o základních rolích kancelářů, jejich kapacitě k vyvíjení silných synergií a jasněho souboru odpovědnosti.

Snad nejvíce důležité je budování silného, vysoce kvalitního týmu pro výkon zásadních úkolů dluhového managementu. Efektivní mechanismy koordinace by měly být nastaveny napříč všemi dluhovými manažerskými kanceláři.

6.2.1 Koordinace veřejného dluhového managementu s fiskální a monetární politikou

V současné době roste konsenzus mezi odborníky, že management dluhu by měl být považována za separátní makroekonomickou politiku s vlastním politickými cíli a separátním úkolem politických prostředků.

Výsledkem by mělo být dosažení kompromisu mezi finanční, monetární a dluhovou manažerskou politikou danou vládním mezikasovým konsolidovaným rozpočtovým omezením. Je vhodné mít benigního sociálního diktátora určujícího politický mix a pak každý politický producent může sledovat jeho přiřazené cíle.

V praxi se jedná o koordinaci zahrnující dohadování a vyjednávání ve formě nějakých politických pravidel, které mohou být přijaty s parametrem společného cíle. Například v EU existuje Smlouva o stabilitě a růstu k nastavení stropů fiskálních deficitů a celkového úrovně dluhu, aby usnadnila implementaci požadované monetární politiky v měnové unii. Implicitně smlouva redukuje variabilitu fiskálních výsledků a vede vlády k implementaci zdravého dluhového managementu.

Fiskální autority by se měly zabývat dlouhodobými důsledky, ale realitou jsou často politické tlaky, které vedou krátkozrací zvolení političtí činitelé. A tak oddělení managementu dluhu od fiskální a monetární politiky může pomoci se vyhnout konfliktům a tak zlepšit politickou kredibilitu.

Další hledisko dluhového managementu je míra koordinace s fiskální a monetární politikou. Aktivní koordinace dluhové politiky kriticky závisí na úrovni vývoji domácího dluhového trhu a makroekonomické stabilitě.

6.3 Novodobé trendy v používání derivátů

Existuje ostrý růst derivátů na vyspělých i rozvíjejících se trzích. Veřejní dluhový manažeri ve většině vyspělých trzích používají deriváty v určitém rozsahu a mnoho rozvíjejících trhů dluhových manažerů je začínají také užívat. V první řadě používají úrokové a měnové swapy, futures a forwardy, aby dosáhli strategických cílů.

Používání úvěrových derivátů roste zvláště rychle. To vede k přetvoření dluhových trhů. Dostupnost úvěrových derivátů usnadňuje rozšiřování investorské základny pro veřejné dluhové manažery, zvláště v rozvíjejících se trzích.

Růst byl masivní v obchodech na burze a over-the-counter (OTC) derivátech. Tyto dva druhy mají individuální výhody. Deriváty obchodované na burze redukovují riziko ze selhání protistrany a operační riziko přes centrální clearingové mechanismy a jsou považovány za více transparentní, likvidní a přístupnější širší řadě tržních účastníků. OTC deriváty jsou snadno vyvinuty, rostou organicky, nevyžadují hotovostní trhy a jsou více přizpůsobeny zákazníkům.

Burzovní deriváty čelí tlaku jejich OTC protějšků, kdy se významné investice v nových elektronických platformách vyvíjejí rychle a mohou poskytovat právní confirmaci obchodů za několik pár minut jejich uskutečnění. Obdobně je několik modelů výměny nabídky clearingových služeb k OTC účastníkům.

OTC deriváty mohou poskytovat manažerům státního dluhu větší flexibilitu k upravení transakčního rizika a redukcí specifických rizik v jejich portfoliích. Dluhový manažeréi používající burzovní a OTC deriváty získávají prospěch z obou produktů při jejich manažerských operacích.

Rozvíjející trhy mohou mít prospěch z posilování OTC trhů za předpokladu, že poskytnou adekvátní právní a regulační rámec, který bude pomáhat chránit účastníky před rizikem selhání protistrany v OTC obchodech a zlepšit transparentnost a odhalení.

6.3.1 Použití derivátů veřejnými dluhovými manažery

Dluhový manažeréi by měli nejdříve zvážit, zda použití derivátů je ve shodě s jejich dosaženými rizikem a cenovými cíli uvnitř zdravě specifikované dluhové strategie, s ostatními cíly jako rozvoj a udržení efektivní poptávky po státních cenných papírech.

Dále by měli determinovat účel transakcí, aby vybrali vhodný nástroj a strukturu. Pro mnoho dluhových manažerů v rozvíjejících se trzích, by mělo být stále rozvíjení spolehlivého a zdravě fungujícího emisního programu, prohlubování dluhového trhu a výstavba diverzní investorské základny.

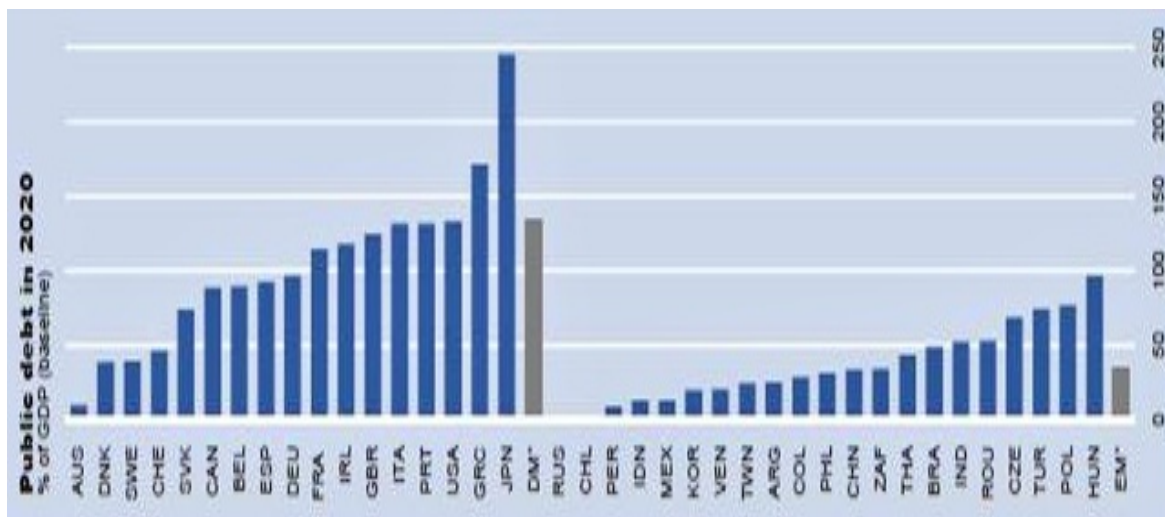
Propracované trhy s deriváty mohou přinášet prospěch veřejným dluhovým manažerům, i když nejsou uživatelé takových nástrojů. Derivátové nástroje přispívají k celkové tržní

efektivitě a likviditě. Což se odráží v možnostech efektivního zajišťování, nepřetržitého obchodování a aktualizované ceně.

Postupně, tyto faktory mohou přispívat přímo ke snižování financujících nákladů pro vládu, s více konkurenčními účastníky na aukcích a lepším vytvářením sekundárního trhu.

7 VEŘEJNÝ DLUH V ROCE 2020

Jestliže se podíváme na graf, který představuje budoucnost veřejného zadlužení některých zemí v roce 2020 a máme-li určitou představu o současném stavu veřejného zadlužení, tak nemáme důvod k optimismu. Nicméně americký prozaik a novinář T. Dreiser říká: "Nemáte-li úspěšnou minulost, není to důvod, abyste neměli úspěšnou budoucnost." To by měl být impuls ke zlepšení stavu veřejného zadlužení.



Graf 15. Scénář Deutsche Bank veřejného dluhu v roce 2020 ve vybraných zemích [23]

Podle základního scénáře Analýzy udržitelnosti veřejného dluhu Deutsche Bank má ČR v roce výše veřejného dluhu dosáhnout výše 69 % HDP. Přičemž v období 2010 až 2020 předpokládá průměrný reálný růst HDP ve výši 3,6 %, průměrnou reálnou úrokovou míru ve výši 2,2 % a průměrnou primární bilanci -2,8 % HDP.

Nicméně v dalších scénářích, kdy jsou počítány možné otřesy ve třech různých proměnných, je situace ještě nepříznivější. V případě permanentního otřesu reálného růstu HDP tak může dosáhnout v nejhorším možném případě výše 101 %. Jestliže budou permanentní otřesy v rámci reálných úrokových měr a otřesů primární bilance, tak může dosáhnout veřejný dluh 80 % a 85%. Jestliže budou přetrvávat permanentní otřesy ve všech třech proměnných, tak veřejný dluh podle analýzy může dosáhnout až 99% HDP.

Tyto čísla vypadají hrozně, ale když se podíváme na další státy obsažené v této analýze, tak celou situaci můžeme vidět v jasnějším světle. V rámci základního scénáře analýzy, tak v roce 2020 může veřejný dluh Japonska dosáhnout 246 % HDP, Řecka 171 %, USA 133

%, Portugalska 132 %, Itálie 131 %, Velké Británie 124 %, Irsko 118 % a Francie 114 %. Tyto státy mají horší vyhlídky než ČR.

Dále můžeme pro zajímavost jmenovat státy, které jsou v rámci analýzy na nejnižších úrovních veřejného dluhu v roce 2020. Jako je Austrálie s 10 % HDP, Dánsko s 39 %, Švédsko s 39 %, Švýcarsko s 46 % a Slovensko s 74 %.

Zvýšení objemu emisí může vést k tlaku investorů na regulaci emisních podmínek a navíc země s vysokou mírou zadlužení mohou trpět vytěšňovacími efekty nebo budou muset akceptovat podstatně vyšší rizikovou prémii. Což může komplikovat zachování udržitelné úrovně v krátkodobém období.

V tomto ohledu analýza předpokládá, že by mohl být přijat insolvenční zákon pro nejvyšší dlužníky (státy) nebo ustanoven Mezinárodní měnový fond správců konkurzní podstaty. Nebo některé skupiny zemí by mohly vytvořit systém záruk vytvořením Asijského či Evropského peněžního fondu (EMF).

Tento systém záruk by měl pomoci zmírnit přeshraniční externality a problém morálního hazardu. Jako potencionální návrh EMF by měl být tento fond součástí evropského institucionálního rámce založený pravděpodobně na Maastrichtských kritériích.

Konečné slovo načrtnutých změn bude mít obyvatelstvo, to jest voliči dané země. V příštích letech bude hrát kritickou roli politický činitel, který by měl neustále prosazovat fiskální konsolidaci s použitím politického tlaku, pro mnohem efektivnější institucionální uspořádání.

ZÁVĚR

Na problémy veřejného dluhu neexistuje univerzální cesta, která by vedla ke zdárným výsledkům. Životně důležité je, aby političtí činitelé používali zdravého rozumu a nesledovali pouze krátkodobé cíle v rámci volebního období.

Management dluhu je oblast dynamického vývoje, který reflektuje specifické vlivy ekonomické situace. Cílem je zajistit vládní finanční potřeby a uspokojení jeho platební závazky v nejnižších možných nákladech v dlouhodobém horizontu v souladu s rozumnou mírou rizika.

Se zvyšujícím zahraničním dluhem vláda čelí změnám směnného kurzu měny a úrokových sazeb a proto finanční řízení rizik hraje důležitou roli v celkové finanční stabilitě. Navíc, kdy finanční trh je stále ve vývoji.

Rozumný management veřejného dluhu musí být designován, aby redukoval pravděpodobnost, že vláda může udělat ostré úpravy ve fiskální politice navzdory makroekonomickým otřesům.

Racionální institucionální rámec managementu dluhu, vývoj dluhové strategie a důkladné řízení rizik vede k poklesu dluhu a usnadňují vzájemné armovací procesy snižování měnové a úrokového rizika v dluhovém portfoliu. Stále více jsou využívány automatizované aukční procedury zvyšující efektivitu vis a vis zvyšující rychlost, spolehlivost a efektivnost nákladů.

V OECD zemích vidíme zvyšování konvergence v kompozici dluhu a to zejména ve struktuře a splatnosti jednotlivých typů instrumentů. Rostoucí podobnost v emisních procedurách a zvyšující se standardizace tržních konvencí.

Krise a recese indikují zvyšování očekávaných deficitů, které zhoršují emisní podmínky, což vede ke zvyšujícím se nákladům. Dramatické zvyšování dluhu pak zvyšuje tlak na likviditu na sekundárních trzích a oslabuje poptávku, což deformuje primární trhy. V tomto ohledu nedávná zvýšená volatilita na finančních trzích podtrhává význam managementu dluhu.

Krise často vznikaly následkem nadměrného soustředění vlád na možné úspory nákladů spojené s velkým množstvím krátkodobého dluhu či plovoucí sazby dluhu. Toto zaměření zanechalo veřejné rozpočty nebezpečně exponované změně finančních tržních podmínek,

včetně změn ratingu země, v případech kdy dluh musí valit před sebou.

Dluh v zahraniční měně představuje specifická rizika a nadměrné zadlužení v cizí měně může vést ke kurzovým změnám či monetárním tlakům, když investoři nebudou inklinovat k dluhu v zahraniční měně.

Práce dluhových manažerů má rozšířené důsledky nejen pro vládní financování, ale také pro makroekonomický stabilní rozvoj a pro dlouhodobou ekonomickou udržitelnost. V budoucnu bude management dluhu čelit stále náročnějším výzvám a problémům než před několika lety a může být činitelem, který učiní zemi méně náchylnou k finančním nákazám a rizikům.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

- [1] HALASEK, D. Veřejná ekonomika. 2. vyd. Opava: Optys, 2007. 207 s. ISBN 978-80-85819-60-1.
- [2] HAMERNÍKOVÁ, B., MAAYTOVÁ, A., a kol. Veřejné finance. 3. vyd. Praha: ASPI, 2007. 364 s. ISBN 978-80-7357-301-0.
- [3] MUSGRAVE, R. A., MUSGRAVE, P. B. Veřejné finance v teorii a praxi. 1. vyd. Praha: Management Press, 1994. 581 s. ISBN 80-85603-76-4.
- [4] PEKOVÁ, J. Veřejné finance. Úvod do problematiky. 3. vyd. Praha: ASPI, 2005. 527 s. ISBN 80-7357-049-1.
- [5] DVORŽÁK, P. Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2008. 348 s. ISBN 978-80-7400-075-1.
- [6] LAJTKEPOVÁ, E. Veřejné finance. 1. vyd. Brno: CERM, 2007. 151s. ISBN 978-80-7204-495-5
- [7] STRECKOVÁ, Y., MALÝ, I. A kol. Veřejná ekonomie pro školu i praxi. 1. vyd. Praha: Computer Press, 1998. 214s. ISBN 80-7226-112-6.
- [8] SELEŠOVSKÝ, J., JAHODA, R. Veřejné finance v ČR a EU: distanční studijní opora. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2004, 158s. ISBN 80-210-3410-6.
- [9] SLANÝ, A. A KOL. Makroekonomická analýza a hospodářská politika. Praha: C. H. Beck, 2003. 375s. ISBN 80-7179-738-3.
- [10] HAMERNÍKOVÁ, B., KUBÁTOVÁ, K. Veřejné finance - učebnice. 2. vyd. Praha: Eurolex Bohemia, 2004. 355s. ISBN 80-86432-88-2.
- [11] PILNÝ, J., Veřejné finance. 5. dopl. vyd. Pardubice: Univerzita Pardubice, 2007. 226s. ISBN 978-80-7194-963-3.
- [12] MEDVEĎ, J., Veřejné finance. 1. vyd. Bratislava: Sprint, 2005. 464s. ISBN 80-89085-32-6.
- [13] MISSALE, A., Public Debt Management. 1. ed. Oxford: Oxford University Press, 1999. 309s. ISBN 0-19-829085-3.

- [14] SIVÁK, R., Verejné financie. 1. vyd. Bratislava: Iura, 2007. 311s. ISBN 978-80-8078-094-4.
- [15] Ministerstvo financí ČR: Řízení státního dluhu[online]. [cit. 2010-02-25]. Dostupný z WWW: <<http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/>>.
- [16] IMF: Guidelines for Public Debt Management [online]. [cit. 2010-03-18]. Dostupný z WWW: <<http://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2000/eng/>>.
- [17] The Public Debt Management Network for Emerging Markets: Institutional Framework[online]. [cit. 2010-04-01]. Dostupný z WWW: <<http://www.imf.org/external/np/mae/pdebt/2000/eng/index.htm/>>.
- [18] Dluhová politika - kredibilita a instituce [online]. [cit. 2010-02-17]. Dostupný z WWW: <http://journal.fsv.cuni.cz/storage/935_01_190-219.pdf/>.
- [19] Sovereign Debt: Managing the Risks [online]. [cit. 2010-04-05]. Dostupný z WWW: <<http://imf.org/external/pubs/ft/fandd/1997/12/pdf/cassard.pdf/>>.
- [20] Eurostat: General government gross debt [online]. [cit. 2010-02-25]. Dostupný z WWW: <<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/>>.
- [21] The Wall Street Journal: In a first, China Sells 50-Year Bond [online]. [cit. 2010-03-11]. Dostupný z WWW: <<http://online.wsj.com/article/>>.
- [22] Sfinance.cz: Státní dluh u nás a ve světě [online]. [cit. 2010-01-16]. Dostupný z WWW: <<http://www.sfinance.cz/zpravy/finance/247376-statni-dluh-u-nas-a-ve-svete/>>.
- [23] Deutsche Bank: Public debt in 2020 [online]. [cit. 2010-02-19]. Dostupný z WWW: <<http://www.dbresearch.com/PROD/>>.
- [24] AOFM [online]. [cit. 2010-03-11]. Dostupný z WWW: <<http://www.aofm.gov.au/content/role.asp/>>.
- [25] The World Bank : Institucional arrangements for public debt management [online]. [cit. 2010-02-22]. Dostupný z WWW: <<http://econ.worldbank.org/external/>>.
- [26] Ministerstvo financí ČR: Dluhová statistika [online]. [cit. 2010-02-01]. Dostupný z WWW: <<http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/>>.

- [27] External Debt Management Best Practices [online]. [cit. 2010-01-19]. Dostupný z WWW: <<http://www.scribd.com/doc/22809498/External-Debt-Management-Best-Practices/>>.
- [28] Coordinating public debt management with fiscal and monetary policies: an analytical framework [online]. [cit. 2010-04-28]. Dostupný z WWW: <<http://ideas.repec.org/p/wbk/wbrwps/4369.html/>>.
- [29] An Essay on Principles of Debt Management[online]. [cit. 2010-03-24]. Dostupný z WWW: <<http://cowles.econ.yale.edu/P/cp/p01b/p0195.pdf/>>.
- [30] Debt Management and Government Securities Markets in the 21 st Century [online]. [cit. 2010-01-04]. Dostupný z WWW: <<http://www.oecdbookshop.org/oecd/display.asp?K=5LMQCR2K6PKJ&LANG/>>.
- [31] Guidelines for Public Debt Management[online]. [cit. 2010-03-28]. Dostupný z WWW: <<http://www.eclac.org/prensa/noticias/comunicados/9/>>.
- [32] Greco-Roman Lessons for Public Debt Management and Debt Market Development [online]. [cit. 2010-04-23]. Dostupný z WWW: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=625291/>.
- [33] The future of public debt: prospects and implications [online]. [cit. 2010-04-21]. Dostupný z WWW: <<http://www.bis.org/publ/othp09.htm/>>.
- [34] The Public Debt Management Network for Emerging Markets [online]. [cit. 2010-03-15]. Dostupný z WWW: <http://www.publicdebt.net/public/technical_assistance/providers/>.
- [35] The Management of Government Debt [online]. [cit. 2010-04-02]. Dostupný z WWW: <<http://ideas.repec.org/b/ccb/hbooks/5.html/>>.
- [36] Guidelines for central government debt management in 2010 [online]. [cit. 2010-03-08]. Dostupný z WWW: <<http://www.sweden.gov.se/sb/d/11760/a/>>.
- [37] Government debt management [online]. [cit. 2010-01-26]. Dostupný z WWW: <<http://oxrep.oxfordjournals.org/cgi/content/abstract/13/4/43/>>.
- [38] International Swaps and Derivatives Association, Inc. [online]. [cit. 2010-04-10]. Dostupný z WWW: <<http://www.isda.org/>>.

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

ADMO	Autonomous Debt Management Office
AFT	Agence France Tresor
ALM	Asset Liability Management
AOFM	Australian Office of Financial Management
DMO	Debt Managemet Office
EBRD	European Bank for Reconstruction and Development
EIB	European Investment Bank
EMF	European Monetary Fund
IBRD	International Bank for Reconstruction and Development
NTMA	National Treasury Management Agency
OFT	The Office of Fair Trading
SALM	Sovereign Asset Liability Management
SDD	Střednědobé a dlouhodobé dluhopisy
SNDO	Swedish National Debt Office
SPP	Státní pokladniční poukázky

SEZNAM OBRÁZKŮ

<i>Obr. 1. Organizace řízení státního dluhu v ČR [15].....</i>	<i>38</i>
<i>Obr. 2. Návrh organizačního uspořádání managementu dluhu</i>	<i>70</i>

SEZNAM TABULEK

<i>Tab. 1. Efekty příjmů a výdajů na vznik či prohlubování deficitu [4].....</i>	16
<i>Tab. 2 Domácí dluh podle instrumentu [27].....</i>	61
<i>Tab. 3 Zahraniční dluh podle instrumentu [27].....</i>	62
<i>Tab. 4 Domácí dluh dle typu držitele [27].....</i>	63
<i>Tab. 5 Zahraniční dluh dle typu držitele [27].....</i>	64

SEZNAM PŘÍLOH

- P I Hlavní rozdíly mezi GFS 1986 a ESA 65
- P II Cíle managementu dluhu ve vybraných zemích
- P III Činnosti oddělení odboru Řízení státního dluhu
- P IV Kvantitativní kritéria hodnocení přímých účastníků

PŘÍLOHA P I: HLAVNÍ ROZDÍLY MEZI GFS 1986 A ESA 95

	GFS 1986	ESA 95
	METODOLOGIE VLÁDNÍ FINANČNÍ STATISTIKY	METODOLOGIE NÁRODNÍCH ÚČTŮ
TVŮRCE	MEZINÁRODNÍ MĚNOVÝ FOND	EUROSTAT
ZODPOVĚDNOST	MINISTERSTVO FINANČÍ	ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD
POUŽITÍ	- ROZPOČTOVÉ DOKUMENTY (NÁVRH STÁTNÍHO ROZPOČTU, STÁTNÍ ZÁVĚREČNÝ ÚČET, KONCEPCE REFORMY VEŘEJNÝCH ROZPOČTŮ)	- NÁRODNÍ ÚČTY - DOKUMENTY A MATERIÁLY PŘEDKLÁDANÉ ORGÁNŮM EU (FISKÁLNÍ NOTIFIKACE DEFICITU A DLUHU, KONVERGENČNÍ PROGRAMY)
VYKAZOVÁNÍ DAT	NA BÁZI PENĚŽNÍCH TOKŮ	NA AKRUÁLNÍM PRINCIPU
ZÁSADNÍ ROZDÍLY	HOSPODAŘENÍ ČKA DO DEFICITU VLÁDNÍHO SEKTORU SE PROMÍTÁ POUZE ÚHRADA JEJÍ ZTRÁTY JAKO VÝDAJ STÁTNÍHO ROZPOČTU, PŘÍP. FNM (ROK ÚHRADY NENÍ TOTOŽNÝ S ROKEM VZNIKU TÉTO ZTRÁTY)	HOSPODAŘENÍ ČKA JE ZAHRNUTO CELKOVÉ HOSPODAŘENÍ ČKA VČETNĚ VÝDAJOVÉHO KAPITÁLOVÉHO TRANSFERU DO SEKTORU (NE)FINANČNÍCH INSTITUCÍ Z TITULU NETRŽNÍCH NÁKUPŮ A PRODEJŮ FINANČNÍCH AKTIV
	ZPŮSOB ZACHYCENÍ OPERACÍ TÝKAJÍCÍCH SE STÁTNÍCH GARANCÍ SPLÁTKY JISTINY A ÚROKŮ GARANTOVANÝCH ÚVĚRŮ VSTUPUJÍ DO VÝDAJŮ STÁTNÍHO ROZPOČTU V ROCE, VE KTERÉM JSOU HRAZENY, A ZVYŠUJÍ TAK DEFICIT.	ZPŮSOB ZACHYCENÍ OPERACÍ TÝKAJÍCÍCH SE STÁTNÍCH GARANCÍ VYSOCE RIZIKOVÉ STÁTNÍ ZÁRUKY JSOU V PLNĚ VÝŠI TRANSFORMOVÁNY PROSTŘEDNICTVÍM KAPITÁLOVÉHO TRANSFERU V NÁSLEDUJÍCÍCH LETECH SPLÁTKY JISTINY GARANTOVANÝCH ÚVĚRŮ UMOŘUJÍ ODPOVÍDAJÍCÍ VÝŠI VLÁDNÍHO DLUHU, LAE NEMAJÍ JIŽ VLIV NA DEFICIT, DO DEFICITU NAOPAK VSTUPUJÍ SPLÁTKY ÚROKŮ
	FINANČNÍ LEASING SPLÁTKY ZA PRONÁJEM VSTUPUJÍ DO VÝDAJŮ STÁTNÍHO ROZPOČTU V ROCE, KDY JSOU HRAZENY, A ZVAŽUJÍ TAK DEFICIT	FINANČNÍ LEASING HODNOTA VŠECH SPLÁTEK ZA PRONÁJEM JE ZÁKLADEM PRO PROPOČET JISTINY, KTERÁ JEDNORÁZOVĚ VSTUPUJE DO VLÁDNÍHO DEFICITU A DLUHU
	ODPUŠTĚNÍ NEDOBYTNÝCH POHLEDÁVEK PO ODPUŠTĚNÍ POHLEDÁVKY SE SNÍŽÍ POHLEDÁVKY VE STÁTNÍCH FINANČNÍCH AKTIVECH BEZ VLIVU NA DEFICIT	ODPUŠTĚNÍ NEDOBYTNÝCH POHLEDÁVEK V ROCE ODPUŠTĚNÍ POHLEDÁVKY SE O TUTO ČÁSTKU ZVÝŠÍ DEFICIT

Zdroj: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/ESA_95_26524.html

PŘÍLOHA P II: CÍLE MANAGEMENTU DLUHU VE VYBRANÝCH ZEMÍCH

ZEMĚ	CÍLE MANAGEMENTU DLUHU
AUSTRÁLIE	Hlavní cíl AOFM je řídit a platit dlouhodobě co nejnižší náklady s přijatelnou mírou rizika.
DÁNSKO	Hlavním cílem je dosáhnout co možná nejnižších možných dlouhodobých nákladů na půjčení. Dále je cíl doplněn o požadavky: <ul style="list-style-type: none"> - držet riziko v přijatelné úrovni, - vybudovat a podporovat dobře fungující efektivní finanční trh, - uvolnit přístup centrální vládě na finanční trhy v dlouhodobém termínu.
IRSKO	Cílem NTMA je financovat splatný dluh a každoroční požadavky na výpůjčku takovým způsobem, aby bylo dosaženo likvidity v krátkém i v dlouhodobém období. Dále dosahovat úrovně a volatility roční dluhových nákladů na obsluhu, která by nevystavovala vládu riziku a překonala by benchmark nebo stínové portfolio.
NOVÝ ZÉLAND	Maximalizovat dlouhodobou ekonomickou návratnost vládních finančních aktiv a pasiv v kontextu vládní finanční strategie, zejména averzí k riziku.
PORTUGALSKO	Posláním IGCP je získávat prostředky a vykonávat jiné finanční transakce takovým způsobem jako: <ul style="list-style-type: none"> - plnit požadavky na výpůjčky stabilním způsobem, - minimalizovat náklady veřejného dluhu v souladu s dlouhodobou rizikovou strategií definovanou vládou. Při poskytování služby ve veřejném zájmu IGCP vyvíjí aktivity založené na principech efektivity a transparentnosti.
ŠVÉDSKO	Cílem je řídit dluh a minimalizovat na dlouhodobé bázi i náklady spojené s managementem dluhu. Management musí být vždy veden v rámci požadavků monetární politiky a směrnicemi Rady ministrů.
VELKÁ BRITÁNIE	Cílem se vyhovět ministerstvu financí pro nákup a prodej giltů s ohledem na dlouhodobou minimalizaci nákladů a rizika. Přitom kancelář počítá se širšími politickými úvahami, které mohou omezovat tvrdou cenovou minimalizace.

Zdroj: Institutional Arrangements for Public Debt Management -Elizabeth Currie, Jean-Jacques Dethier, and Eriko Togo

PŘÍLOHA P III: ČINNOSTI ODDĚLENÍ ODBORU ŘÍZENÍ STÁTNÍHO DLUHU

Oddělení Financování a řízení portfolia - Vedoucí oddělení Ing. Martin Hlavnička

- vytváří strategii financování a řízení státního dluhu a finančního majetku, včetně podmíněných závazků na daný rok a ve střednědobém výhledu,
- tvoří koncepci emisní činnosti a program financování vládních výpůjčních potřeb na daný rok a ve střednědobém výhledu,
- řídí integrované portfolio státního dluhu, finančního majetku, státních záruk a ostatních podmíněných závazků státu,
- řídí souhrnnou devizovou pozici plynoucí ze struktury finanční vládní bilance,
- realizuje emisní činnost na domácím i zahraničním trhu, marketingovou podporu prodeje státních dluhopisů a kontroluje čerpání zákonných povolení emisní činnosti,
- realizuje derivátové operace, zpětné odkupy a výměny státních dluhopisů a ostatní aktivní operace na sekundárním kapitálovém trhu,
- sjednává půjčky od tuzemských a mezinárodních finančních institucí a podílí se na čerpání půjček od Evropské investiční banky,
- podává zprávy o řízení integrovaného portfolia státního dluhu, finančního majetku a podmíněných závazků státu a o primárním a sekundárním trhu státních dluhopisů,
- tvoří politiku řízení rizik v oblasti financování potřeb centrální vlády (rizika refinanční, tržní, operační, kreditní, právní, atd.); měří a řídí rizika na základě integrované bilance státního dluhu, finančního majetku a podmíněných závazků v rámci jediné centrální finanční pozice státu,

Oddělení Správa státního dluhu - Vedoucí oddělení Ing. Michael Rech

- stanovuje základní koncepční a rozvojové směry platebního a účetního systému státního dluhu
- připravuje, provádí a monitoruje platby, které se týkají plnění závazků státu v oblasti státního dluhu,
- provádí ex ante i ex post kontrolu správnosti platebních operací na účtech pro řízení státního dluhu a pro operace státních finančních aktiv,
- spravuje kapitolu Státní dluh zejména tím, že vypracovává rozpočet kapitoly včetně střednědobého výhledu, analyzuje vývoj rozpočtu kapitoly a hodnotí realizaci rozpočtu kapitoly, realizuje platby kapitoly, navrhuje, posuzuje a provádí rozpočtová opatření kapitoly a podílí se na vypracování souhrnného státního závěrečného účtu za kapitolu,
- zpracovává metodiku účetnictví státního dluhu, finančního majetku státu a operací v oblasti státního dluhu a finančního majetku státu; vede účetnictví státního dluhu, finančního majetku státu a jeho operací v systému bankovního a rozpočtového účetnictví,
- analyzuje a predikuje likviditu státní pokladny; řídí denní likvidní pozici státní pokladny,
- spravuje účet Operace na finančním trhu (OFT), Umořovací účet, Jaderný účet a jiné aktivní účty a fondy na základě zvláštního zákona či jiného zmocnění a investuje volné peněžní zůstatky těchto účtů a fondů,

Oddělení Správa finančního majetku státu - Vedoucí oddělení Ing. Vladimír Zahradka

- zabezpečuje vedení a aktualizaci finanční bilance státních fondů a kvantifikace jejich potřeb a rizik pro jejich financování ze státního rozpočtu ve střednědobém horizontu,
- kvantifikuje potenciální ztráty státu z poskytovaných rizikových půjček a záruk jako podklad pro odbor Státní rozpočet pro tvorbu finanční rezervy ve státním rozpočtu na příslušný rok,
- zabezpečuje proces vymáhání pohledávek státu za subjekty plynoucích z realizovaných státních záruk a rizikových státních půjček,
- zajišťuje zastupování ministerstva při vykonávání spoluvlastnických práv státu plynoucích z majetkových účastí státu,
- zabezpečuje vedení a aktualizaci databáze majetkových účastí státu u mezinárodních a tuzemských společností, databáze pohledávek státu z titulu poskytnutých půjček, pohledávek vůči zahraničí, potenciálních závazků státu z titulu státních záruk a databáze pohledávek státu z titulu realizovaných státních záruk,
- realizuje platby z devizových účtů finančního majetku a VPS související s agendou zahraničních pohledávek a státního dluhu a platby kapitol Operace státních finančních aktiv a Státního dluhu,
- spravuje kapitolu Operace státních finančních aktiv
- účastní se vypracování novel zákonů a nových zákonů v gesci ministerstva, především pak rozpočtových pravidel, zákona o dluhopisech a zákona o podnikání na kapitálovém trhu z pohledu řízení státního dluhu a finančního majetku státu,
- kontroluje dodržování obecně závazných právních předpisů v oblasti státního dluhu a zákonů z nich vyplývajících,
- tvoří a aktualizuje a zadává k vypracování třetím stranám smlouvy se třetími osobami v oblasti řízení státního dluhu a finančního majetku státu,
- tvoří zákony o státním dluhopisovém programu na úhradu části rozpočtovaného schodku státního rozpočtu na příslušný rok a další účelové zákony v oblasti řízení státního dluhu a finančního majetku státu.

Zdroj: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/vrsd_so_rizeni_sd.html

PŘÍLOHA P IV: KVANTITATIVNÍ KRITÉRIA HODNOCENÍ PŘÍMÝCH ÚČASTNÍKŮ

Kvantitativní kritéria hodnocení přímých účastníků Skupina / Kritérium
A: Primární trh domácích státních dluhopisů A.1: Podíl na prodaných SDD ve sledovaném období A.2: Realizovaný podíl z kompetitivní aukční poptávky A.3: Průměrná vážená odchylka objednávek PÚ od průměrné aukční ceny směrem dolů A.4: Podíl výdajů za objednávky za nadprůměrnou cenu na celkových výdajích v aukci A.5: Četnost účasti v kompetitivních částech aukcí SDD (bez aukcí s nákupem méně než 1.5%) A.6: Podíl na prodaných SPP ve sledovaném období
B: Sekundární trh domácích státních dluhopisů B.1: Podíl na obchodovaném objemu SDD na sekundárním trhu B.2: Geografická distribuce prodeje SDD (vč. přes primární aukce) B.3: Investorská distribuce prodeje SDD (vč. přes primární aukce) B.4: Plnění kótovacích povinností (spread, minimální objem, denní doba)
C: Sekundární trh eurobondů New Euro MTS C.1: Podíl na obchodovaném objemu z pozice tvůrce ceny (kategorie „Filler“) C.2: Podíl na obchodovaném objemu z pozice příjemce ceny (kategorie „Order“) C.3: Průměrný měsíční kotovaný bid/offer spread C.4: Průměrný měsíční počet hodin denního kotování C.5: Procentní denní podíl korektního kotování za měsíc
D: Operace MF na sekundárním trhu D.1: Podíl na realizovaných obchodech s MF na peněžním a depozitním trhu D.2: Podíl na objemu SDD prodaných nebo vyměněných s MF před splatností D.3: Derivátové operace s MF (úsporový index včetně schopnosti dodat produkt a cenu)

Zdroj:

http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Kvantitativni_kriteria_hodnoceni_primych_ucastniku_pdf.pdf