

**NÁVRH**  
**STÁTNÍHO ZÁVĚREČNÉHO ÚČTU**  
**ČESKÉ REPUBLIKY**  
**ZA ROK 2006**

**E.**

**Zpráva o řízení státního dluhu**

# Obsah

|                                                                                    |    |
|------------------------------------------------------------------------------------|----|
| ÚVOD.....                                                                          | 2  |
| 1. VÝVOJ A STAV STÁTNÍHO DLUHU .....                                               | 3  |
| 1.1. Vývoj státního dluhu v letech 1993 až 2006.....                               | 3  |
| 1.2. Vývoj státního dluhu v roce 2006.....                                         | 3  |
| 1.3. Stav státního dluhu.....                                                      | 5  |
| 1.3.1. Měnová skladba .....                                                        | 5  |
| 1.3.2. Skladba podle splatnosti .....                                              | 5  |
| 1.3.3. Skladba podle držitele.....                                                 | 6  |
| 1.4. Výpůjčky.....                                                                 | 6  |
| 1.4.1. Státní pokladniční poukázky.....                                            | 6  |
| 1.4.2. Krátkodobé půjčky.....                                                      | 7  |
| 1.4.3. Emise střednědobých a dlouhodobých dluhopisů na domácím trhu.....           | 7  |
| 1.4.4. Emise střednědobých a dlouhodobých dluhopisů na zahraničních trzích ...     | 10 |
| 1.4.5. Státní dluhopisy celkem.....                                                | 10 |
| 1.4.6. Půjčky od Evropské investiční banky .....                                   | 11 |
| 1.5. Vývoj úrokových sazeb.....                                                    | 12 |
| 1.6. Splátky jistiny .....                                                         | 13 |
| 2. NÁKLADY STÁTNÍHO DLUHU.....                                                     | 15 |
| 2.1. Základní tendence ve vývoji nákladů státního dluhu v letech 1993 až 2006..... | 15 |
| 2.2. Rozpočet kapitoly Státní dluh a jeho plnění .....                             | 16 |
| 3. ŘÍZENÍ STÁTNÍHO DLUHU .....                                                     | 21 |
| 3.1. Dluhová strategie a řízení rizik .....                                        | 21 |
| 3.2. Řízení likvidity státního rozpočtu a státní pokladny v roce 2006.....         | 31 |
| 3.2.1. Vývoj státního rozpočtu v roce 2006 .....                                   | 31 |
| 3.2.2. Vývoj likvidity státní pokladny v roce 2006.....                            | 32 |

## TABULKY

|           |                                                   |
|-----------|---------------------------------------------------|
| Tabulka 1 | Vývoj státního dluhu České republiky v roce 2006  |
| Tabulka 2 | Výdaje na státní dluh České republiky v roce 2006 |
| Tabulka 3 | Přehled emisí SPP v roce 2006                     |

# ÚVOD

Rok 2006 byl v oblasti státního dluhu opět velmi významný. Zvýšení státního dluhu, které činilo 111,3 mld. Kč, bylo nejvyšší v historii České republiky. Státní dluh se v důsledku toho zvýšil na 802,5 mld. Kč na konci roku 2006.

Dne 16. ledna 2006 vydala Česká republika 1. emisi jenových bondů v objemu 30 mld. JPY, s dobou splatnosti 30 let a s kupónovou sazbou 2,75% pa. Korunový ekvivalent této emise činil 6,248 mld. Kč. Dluhopisy byly vydány na doručitele, každý v nominální hodnotě 1 mil. JPY, přičemž se jednalo o soukromé umístění dluhopisů u jediného investora. Emise tohoto dluhopisu byla vydána při pari a kupón této emise byl zajištěn úrokovým swapem.

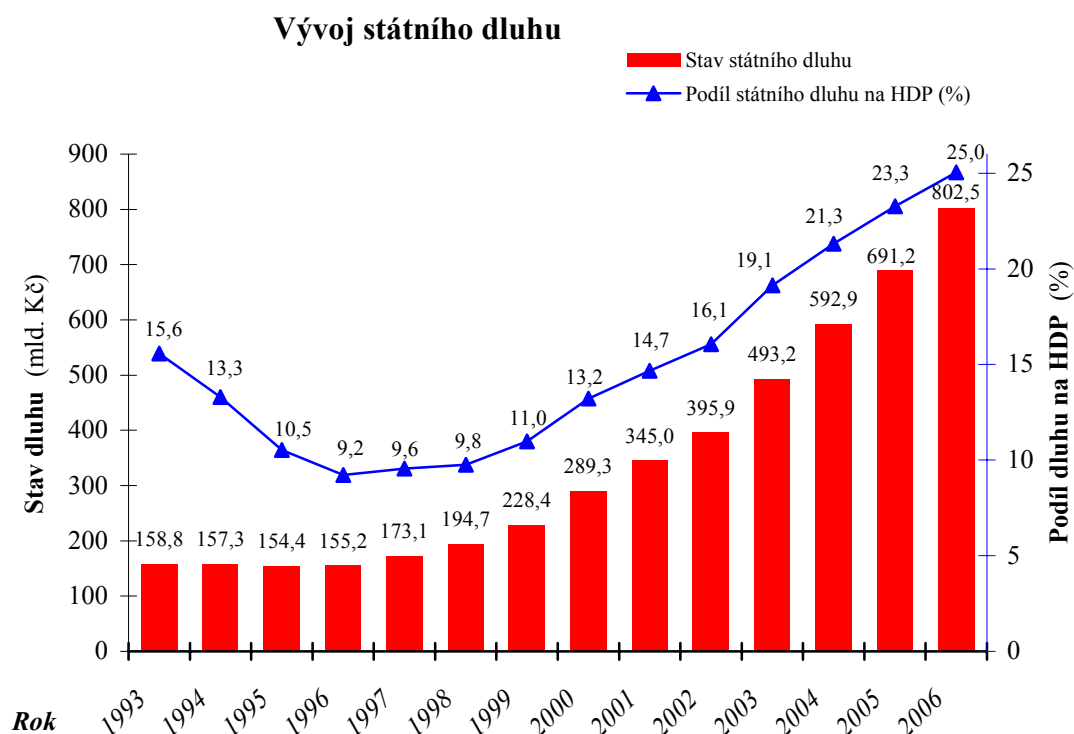
V průběhu roku 2006 došlo k výrazné minimalizaci operačního rizika prostřednictvím dokončení implementace integrovaného informačního systému Trema Suite pro řízení finančního portfolia státu, o jehož pořízení rozhodl ministr financí v listopadu 2004 v rámci projektu budování státní pokladny. Systém byl zároveň propojen s finančními informačními a obchodními terminály Reuters a došlo k napojení na národní vypořádací centrum Univyc, a.s., jehož členem se pak Ministerstvo financí formálně stalo počínaje 1.1.2007. Došlo tak k vytvoření nutných výchozích technických podmínek pro aktivnější působení na sekundárním trhu státních dluhopisů a realizaci dalších operací ke zefektivnění řízení státního dluhu.

Úspěšným způsobem pokračoval také kvantitativní výzkum nových možností modelování úrokových sazeb jako hlavního tržního rizikového faktoru financování výpůjčních potřeb vlády. Pro potřeby kalkulací Cost-at-Risk na rok 2007 byl algoritmizován a aplikován model úrokových sazeb, který dle simulačního experimentu vykazuje lepší vlastnosti než model CIR, který byl použit v roce 2005. Je založen na modelování hlavních komponent výnosové křivky pomocí nelineárních stochastických diferenciálních rovnic.

# 1. VÝVOJ A STAV STÁTNÍHO DLHU

## 1.1. Vývoj státního dluhu v letech 1993 až 2006

V období let 1993 až 1996 bylo dosaženo poklesu státního dluhu a významného snížení jeho podílu na hrubém domácím produktu (HDP). Počínaje rokem 1997 nastává růst státního dluhu, který je způsoben především rozpočtovými schodky. Důsledkem je také meziroční nárůst podílu státního dluhu na HDP v letech 1997 až 2006:



## 1.2. Vývoj státního dluhu v roce 2006

V roce 2006 pokračovalo zvyšování státního dluhu, které jako dlouhodobý trend začalo v roce 1997. Státní dluh (dále často pouze „dluh“) se v roce 2006 zvýšil z 691,2 mld. Kč na začátku roku na 802,5 mld. Kč na konci roku. Přírůstek dluhu za rok 2006 je 111,3 mld. Kč. Tato hodnota přírůstku je nejvyšší v historii České republiky. Ve srovnání s koncem roku 2005 se dluh zvýšil o 16,1 %. Zvýšení dluhu v roce 2006 bylo způsobeno především vývojem rozpočtového hospodaření, kdy schodek státního

rozpočtu za rok 2006 činil 97,6 mld. Kč. Na zvýšení dluhu pak dále působila zejména uskutečněná úhrada části ztráty České konsolidační agentury ve výši 20,0 mld. Kč.

Tržní hodnota státního dluhu se v roce 2006 zvýšila z 741,2 mld. Kč na začátku roku na 844,2 mld. Kč na konci roku, tedy o 13,9 %.

Při zvýšení celkového státního dluhu z 691,2 mld. Kč na 802,5 mld. Kč se vnitřní státní dluh zvýšil o 99,2 mld. Kč a vnější státní dluh se zvýšil o 12,2 mld. Kč.

Podíl objemu státních dluhopisů na státním dluhu se v průběhu roku 2006 snížil z 95,6% na počátku roku na 95,0% na jeho konci. Tento pokles byl způsoben pokračujícím čerpáním půjček od Evropské investiční banky a také čerpáním repo půjčky se zástavou SPP s dopadem do struktury dluhu na konci roku.

Přehled o vývoji státního dluhu v roce 2006 podává následující tabulka:

v mil. Kč

|                                           | <b>Stav k<br/>1.1.2006</b> | <b>Výpůjčky<br/>(a)</b> | <b>Splátky<br/>(b)</b> | <b>Kurzové<br/>rozdíly<br/>(c)</b> | <b>Změna<br/>(a-b+c)</b> | <b>Stav k<br/>31.12.2006</b> |
|-------------------------------------------|----------------------------|-------------------------|------------------------|------------------------------------|--------------------------|------------------------------|
| <b>STÁTNÍ DLUH CELKEM</b>                 | <b>691 176</b>             | <b>328 299</b>          | <b>215 961</b>         | <b>-1 021</b>                      | <b>111 317</b>           | <b>802 493</b>               |
| <b>Vnitřní dluh</b>                       | <b>581 752</b>             | <b>315 079</b>          | <b>215 928</b>         |                                    | <b>99 151</b>            | <b>680 903</b>               |
| Státní pokladniční poukázky               | 94 249                     | 150 319                 | 155 000                |                                    | -4 681                   | 89 568                       |
| Střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy | 487 503                    | 159 432                 | 58 000                 |                                    | 101 432                  | 588 935                      |
| Krátkodobé půjčky                         | 0                          | 5 328                   | 2 928                  |                                    | 2 400                    | 2 400                        |
| <b>Vnější dluh</b>                        | <b>109 424</b>             | <b>13 221</b>           | <b>33</b>              | <b>-1 021</b>                      | <b>12 167</b>            | <b>121 591</b>               |
| Eurobondy                                 | 78 874                     | 6 248                   |                        | -1 010                             | 5 238                    | 84 112                       |
| Půjčky od EIB                             | 29 732                     | 6 973                   |                        |                                    | 6 973                    | 36 704                       |
| Směnky pro úhradu účasti v IBRD a EBRD    | 818                        |                         | 33                     | -11                                | -44                      | 774                          |

Výpůjčky v roce 2006 spočívaly převážně v emisích státních dluhopisů. Výnosy jak emisí SPP, tak emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů sloužily ke splátkám jistin dlouhodobého státního dluhu a k pokrytí schodků státního rozpočtu. Pro účely úhrady ztráty České konsolidační agentury Ministerstvo financí emitovalo v průběhu roku 2006 státní střednědobé dluhopisy podle zákona č.5/2005 Sb., o státním dluhopisovém programu na úhradu části ztráty České konsolidační agentury, vzniklé přebíráním nebonitních aktiv v letech 1991 až 2003. Tato úhrada činila za rok 2006 celkem 20 mld. Kč, přičemž z této částky bylo 5 mld.Kč financováno z výnosu prodeje 4. tranše 45. emise státních střednědobých dluhopisů, 3 mld. Kč z výnosu prodeje 5. tranše 45. emise státních střednědobých dluhopisů, 3 mld. Kč z výnosu prodeje 5. tranše 47. emise státních střednědobých dluhopisů, 5 mld. Kč z výnosu prodeje 6. tranše 45. emise státních střednědobých dluhopisů a 4 mld. Kč z výnosu prodeje 7. tranše 45. emise státních střednědobých dluhopisů. Podrobnější údaje o vývoji státního dluhu České republiky v roce 2006 jsou uvedeny v tabulce 1.

## 1.3. Stav státního dluhu

### 1.3.1. Měnová skladba

V roce 2006 nadále zůstává dominantní měnou v měnové skladbě státního dluhu česká koruna, přičemž došlo k nárůstu jejího procentního zastoupení zhruba o 1% z necelých 89% na necelých 90%. Významný podíl v měnové skladbě daný emitovanými eurobondy si udržuje euro, i když jeho podíl především v důsledku absence emise eurobondů v roce 2006 poklesl z hodnoty přesahující 11% na necelých 10%. V důsledku lednové 1. emise jenových bondů ve výši 30 mld. JPY vzrostl podíl této měny z nuly na necelé 1%. Téměř zanedbatelného a klesajícího podílu v měnové skladbě dosahuje americký dolar, ve kterém jsou denominovány bezúročné směnky pro úhradu účasti v EBRD.

|               | 31. 12. 2005       | v mld. Kč      | %             | 31. 12. 2006       | v mld. Kč      | %             |
|---------------|--------------------|----------------|---------------|--------------------|----------------|---------------|
| <b>CELKEM</b> |                    | <b>691,176</b> | <b>100,00</b> |                    | <b>802,493</b> | <b>100,00</b> |
| Kč            | 612 211 914 290,26 | 612,212        | 88,58         | 718 335 006 290,26 | 718,335        | 89,51         |
| EUR           | 2 500 000 000,00   | 78,874         | 11,41         | 2 500 000 000,00   | 78,856         | 9,83          |
| JPY           |                    |                |               | 30 000 000 000,00  | 5,257          | 0,66          |
| USD           | 3 657 888,00       | 0,090          | 0,01          | 2 194 732,80       | 0,046          | 0,01          |

### 1.3.2. Skladba podle splatnosti

V průběhu roku 2006 pokračoval trend poklesu podílu krátkodobého dluhu (reziduální splatnost do 1 roku), kdy došlo k jeho snížení o 5 procentních bodů ze zhruba 22% na přibližně 17%, což je pozitivní vývoj. K určitému poklesu podílu na celkovém dluhu došlo také u skupiny s reziduální splatností dluhu od 7 do 10 let. K výraznému růstu podílu na celkovém dluhu o necelých 5 procentních bodů došlo u skupiny od 1 do 3 let, k mírnějšímu nárůstu podílu pak u skupin od 3 do 5 let a od 5 do 7 let. Prakticky k žádné změně podílu nedošlo u kategorie „ostatní“.

| Reziduální splatnost  | Stav v mil. Kč k 31.12.2005 | %            | Stav v mil. Kč k 31.12.2006 | %            |
|-----------------------|-----------------------------|--------------|-----------------------------|--------------|
| do 1 roku             | 153 013                     | 22,1         | 137 458                     | 17,1         |
| nad 1 rok a do 3 let  | 103 736                     | 15,0         | 158 006                     | 19,7         |
| nad 3 roky a do 5 let | 88 369                      | 12,8         | 124 775                     | 15,5         |
| nad 5 let a do 7 let  | 52 728                      | 7,6          | 67 781                      | 8,4          |
| nad 7 let a do 10 let | 148 466                     | 21,5         | 144 104                     | 18,0         |
| ostatní               | 144 864                     | 21,0         | 170 369                     | 21,2         |
| <b>Celkem</b>         | <b>691 176</b>              | <b>100,0</b> | <b>802 493</b>              | <b>100,0</b> |

### 1.3.3. Skladba podle držitele<sup>1</sup>

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

| Typ držitele                                | Stav v mil. Kč<br>k 31.12.2005 | %             | Stav v mil. Kč<br>k 31.12.2006 | %             |
|---------------------------------------------|--------------------------------|---------------|--------------------------------|---------------|
| Nefinanční podniky                          | 4 839                          | 0,70          | 5 039                          | 0,63          |
| Finanční instituce a korporace <sup>2</sup> | 344 968                        | 49,91         | 388 226                        | 48,38         |
| Pojišťovny                                  | 146 069                        | 21,13         | 180 388                        | 22,48         |
| Vládní sektor                               | 8 775                          | 1,27          | 9 938                          | 1,24          |
| Neziskové instituce sloužící<br>domácnostem | 166                            | 0,02          | 152                            | 0,02          |
| Domácnosti                                  | 1 299                          | 0,19          | 1 687                          | 0,21          |
| Zahraniční subjekty                         | 185 060                        | 26,77         | 217 075                        | 27,05         |
| <b>Celkem</b>                               | <b>691 176</b>                 | <b>100,00</b> | <b>802 505</b>                 | <b>100,00</b> |

V průběhu roku 2006 došlo ke zvýšení podílu držby státního dluhu pojišťovnami o více než 1% a také k mírnému růstu podílu dluhu v rukou zahraničních subjektů a domácností. Naopak podíl finančních institucí a korporací poklesl o necelé 2%, nepatrně klesl i podíl nefinančních podniků a vládního sektoru, zatímco procentní zastoupení neziskových institucí zůstalo nezměněno.

## 1.4. Výpůjčky

Státní výpůjčky v roce 2006 činily **328 299 mil. Kč**. Z toho 150 319 mil. Kč bylo vypůjčeno prodejem státních pokladničních poukázek, 159 432 mil. Kč bylo vypůjčeno prodejem střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím trhu, 5 328 mil. Kč bylo vypůjčeno pomocí krátkodobých půjček na domácím trhu, 6 248 mil. Kč bylo vypůjčeno formou 1. emise jenových bondů na zahraničním trhu a konečně 6 973 mil. Kč bylo vypůjčeno od Evropské investiční banky.

### 1.4.1. Státní pokladniční poukázky

Bylo realizováno 31 emisí krátkodobých státních dluhopisů, a sice státních pokladničních poukázek (SPP). Splatnosti emisí SPP byly standardní: 13, 26, 39 a 52 týdnů. Ve srovnání s rokem 2005 nedošlo k žádné výraznější změně ve struktuře vydávaných SPP.

<sup>1</sup> Přehled dluhu podle držitelů je vytvářen z hlediska právního pohledu na držbu dluhových instrumentů

<sup>2</sup> Kromě pojišťovacích společností a penzijních fondů, které jsou zahrnuty v sektoru Pojišťovny.

**Celkové výpůjčky prostřednictvím prodejů SPP činily 150 319 mil. Kč.** Veškerý objem výpůjček byl uskutečněn na primárním trhu, přičemž prostředky takto získané směřovaly na umořovací účet. **Celkový objem splátek**, které byly obdobně realizovány pomocí převodů z umořovacího účtu, činil **155 000 mil. Kč.** **Celkový objem SPP v oběhu** se tak proti roku 2005 snížil ze **94 249 mil. Kč** na **89 568 mil. Kč**, tedy o **4 681 mil. Kč.**

Přehled všech emisí SPP v roce 2006 je uveden v tabulce 3.

#### **1.4.2. Krátkodobé půjčky**

Pro zajišťování rozpočtové likvidity byly prováděny krátkodobé operace, kde jako zástava sloužily SPP a poukázky ČNB. V souvislosti s fungováním Souhrnného účtu státní pokladny mělo MF v průběhu roku k dispozici finanční prostředky na účtech v ČNB (netermínované vklady státních finančních aktiv, nerozdělené prostředky na účtech finančních úřadů a státních fondů a rezervní fondy organizačních složek státu) k financování deficitu státního rozpočtu. Volné zdroje v rámci přebytku Souhrnného účtu státní pokladny byly investovány na peněžním trhu.

Celkový objem krátkodobých půjček pro řízení likvidity, které měly v roce 2006 výhradně formu repo operací, dosahoval výše 5 328 mil. Kč. Splátky těchto krátkodobých půjček činily 2 928 mil. Kč. Stav krátkodobých půjček se tak v průběhu roku 2006 zvýšil z 0 na 2 400 mil.Kč.

Objem repo půjček se zástavou SPP na účtu řízení likvidity státní pokladny (ÚŘLSP) činil 2 400 mil.Kč. Vzhledem k nulovému stavu těchto půjček na počátku roku tento objem představoval i jejich stav na konci roku 2006.

Objem repo půjček se zástavou SPP na jaderném účtu činil 5 mil.Kč. Objem splátek těchto půjček pak činil rovněž 5 mil.Kč. Na konci roku 2006 tak byl stav půjček na jaderném účtu stejný jako na jeho počátku a byl roven 0.

Objem repo půjček se zástavou poukázek ČNB na účtu řízení likvidity státní pokladny činil 2 923 mil.Kč. Objem splátek těchto půjček pak činil rovněž 2 923 mil.Kč. Na konci roku 2006 tak byl stav půjček na ÚŘLSP stejný jako na jeho počátku a byl roven 0.

#### **1.4.3. Emise střednědobých a dlouhodobých dluhopisů na domácím trhu**

Česká republika zastoupená Ministerstvem financí vydávala střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy na domácím kapitálovém trhu. Bylo realizováno 25 emisí

a znovuotevření stávajících tranší, celkem byly emitovány kapitálové dluhopisy v objemu **159 432 mil. Kč**. Celkový objem splátek jistiny střednědobých státních dluhopisů činil **58 000 mil. Kč**. **Celkový objem** střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v oběhu se **zvýšil z 487 503 mil. Kč** na konci roku 2005 o 101 432 mil. Kč na **588 935 mil. Kč** na konci roku 2006.

Všechny tranše byly prodány v amerických výnosových aukcích:

| Číslo emise a tranše | Datum tranše (emise) | Datum splatnosti | Nominální objem tranše (mil. Kč) | Částka získaná primární aukcí (mil. Kč) | Roční kupón (%) | Výnos do splatnosti (% pa) |
|----------------------|----------------------|------------------|----------------------------------|-----------------------------------------|-----------------|----------------------------|
| 44, 5. tranše        | 9. 1. 2006           | 11. 4. 2015      | 7 702,21                         | 7 864,27                                | 3,80            | 3,53                       |
| 47, 3. tranše        | 16. 1. 2006          | 26. 9. 2008      | 7 568,23                         | 7 463,79                                | 2,30            | 2,84                       |
| 46, 3. tranše        | 13. 2. 2006          | 12. 9. 2020      | 5 626,45                         | 5 607,56                                | 3,75            | 3,78                       |
| 45, 4. tranše        | 27. 2. 2006          | 18.10. 2010      | 5 957,02                         | 5 861,07                                | 2,55            | 2,92                       |
| 47, 4. tranše        | 13. 3. 2006          | 26. 9. 2008      | 5 375,33                         | 5 316,10                                | 2,30            | 2,75                       |
| 46, 4. tranše        | 27. 3. 2006          | 12. 9. 2020      | 5 988,47                         | 5 881,43                                | 3,75            | 3,91                       |
| 45, 5. tranše        | 10. 4. 2006          | 18.10. 2010      | 5 221,84                         | 5 047,22                                | 2,55            | 3,35                       |
| 44, 6. tranše        | 24. 4. 2006          | 11. 4. 2015      | 6 751,18                         | 6 718,25                                | 3,80            | 3,87                       |
| 47, 5. tranše        | 15. 5. 2006          | 26. 9. 2008      | 6 861,20                         | 6 753,93                                | 2,30            | 2,99                       |
| 46, 5. tranše        | 29. 5. 2006          | 12. 9. 2020      | 6 857,26                         | 6 529,35                                | 3,75            | 4,20                       |
| 45, 6. tranše        | 12. 6. 2006          | 18.10. 2010      | 6 241,94                         | 5 997,87                                | 2,55            | 3,53                       |
| 44, 7. tranše        | 26. 6. 2006          | 11. 4. 2015      | 4 400,10                         | 4 284,96                                | 3,80            | 4,16                       |
| 47, 6. tranše        | 24. 7. 2006          | 26. 9. 2008      | 6 545,76                         | 6 396,96                                | 2,30            | 3,40                       |
| 45, 7. tranše        | 28. 8. 2006          | 18.10. 2010      | 5 770,50                         | 5 569,82                                | 2,55            | 3,47                       |
| 45, 8. tranše        | 11. 9. 2006          | 18.10. 2010      | 5 100,00                         | 4 914,36                                | 2,55            | 3,52                       |
| 46, 6. tranše        | 18. 9. 2006          | 12. 9. 2020      | 5 346,08                         | 5 089,97                                | 3,75            | 4,21                       |
| 44, 8. tranše        | 9.10. 2006           | 11. 4. 2015      | 5 905,26                         | 5 859,40                                | 3,80            | 3,91                       |
| 47, 7. tranše        | 23.10. 2006          | 26. 9. 2008      | 4 587,57                         | 4 492,06                                | 2,30            | 3,43                       |
| 47, 8. tranše        | 6.11. 2006           | 26. 9. 2008      | 4 337,74                         | 4 257,44                                | 2,30            | 3,33                       |
| 45, 9. tranše        | 13.11.2006           | 18.10. 2010      | 5 882,33                         | 5 676,01                                | 2,55            | 3,52                       |
| 46, 7. tranše        | 20.11.2006           | 12. 9. 2020      | 6 328,96                         | 6 119,71                                | 3,75            | 4,07                       |
| 48, 1. tranše        | 27.11.2006           | 27.11. 2009      | 7 311,10                         | 7 288,86                                | 3,25            | 3,36                       |
| 49, 1. tranše        | 4.12.2006            | 4.12. 2036       | 13 074,69                        | 13 023,33                               | 4,20            | 4,22                       |
| 46, 8. tranše        | 11.12.2006           | 12. 9. 2020      | 7 663,61                         | 7 537,13                                | 3,75            | 3,91                       |
| 48, 2. tranše        | 18.12.2006           | 27.11. 2009      | 7 026,74                         | 7 034,77                                | 3,25            | 3,21                       |

V roce 2006 pokračovalo MF ve vydávání střednědobých a dlouhodobých dluhopisů na domácím trhu podle emisního plánu v souladu s emisní politikou nastoupenou od začátku roku 2000. Dne 9. 1. 2006 byla vydána 5. tranše 44. emise 10letých dluhopisů v objemu 7 702 mil. Kč. Dne 16. 1. 2006 proběhlo vydání 3. tranše 47. emise 3letých dluhopisů v objemu 7 568 mil. Kč. Dne 13. 2. 2006 se uskutečnilo vydání 3. tranše 46. emise 15letých dluhopisů v objemu 5 626 mil. Kč. Dne 27. 2. 2006 byla vydána 4. tranše 45. emise 5letých dluhopisů v objemu 5 957 mil. Kč. Dne 13. 3. 2006 se uskutečnilo vydání 4. tranše 47. emise 3letých dluhopisů v objemu 5 375 mil. Kč. Dne 27. 3. 2006 proběhlo vydání 4. tranše 46. emise 15letých dluhopisů v objemu 5 988 mil. Kč. Dne 10. 4. 2006 byla vydána

5. tranše 45. emise 5letých dluhopisů v objemu 5 222 mil. Kč. Dne 24. 4. 2006 proběhlo vydání 6. tranše 44. emise 10letých dluhopisů v objemu 6 751 mil. Kč. Dne 15. 5. 2006 se uskutečnilo vydání 5. tranše 47. emise 3letých dluhopisů v objemu 6 861 mil. Kč. Dne 29. 5. 2006 byla vydána 5. tranše 46. emise 15letých dluhopisů v objemu 6 857 mil. Kč. Dne 12. 6. 2006 proběhlo vydání 6. tranše 45. emise 5letých dluhopisů v objemu 6 242 mil. Kč. Dne 26. 6. 2006 se uskutečnilo vydání 7. tranše 44. emise 10letých dluhopisů v objemu 4 400 mil. Kč. Dne 24. 7. 2006 byla vydána 6. tranše 47. emise 3letých dluhopisů v objemu 6 546 mil. Kč. Dne 28. 8. 2006 proběhlo vydání 7. tranše 45. emise 5letých dluhopisů v objemu 5 771 mil. Kč. Dne 11. 9. 2006 se uskutečnilo vydání 8. tranše 45. emise 5letých dluhopisů v objemu 5 100 mil. Kč. Dne 18. 9. 2006 byla vydána 6. tranše 46. emise 15letých dluhopisů v objemu 5 346 mil. Kč. Dne 9. 10. 2006 proběhlo vydání 8. tranše 44. emise 10letých dluhopisů v objemu 5 905 mil. Kč. Dne 23. 10. 2006 se uskutečnilo vydání 7. tranše 47. emise 3letých dluhopisů v objemu 4 588 mil. Kč. Dne 6. 11. 2006 byla vydána 8. tranše 47. emise 3letých dluhopisů v objemu 4 338 mil. Kč. Dne 13. 11. 2006 proběhlo vydání 9. tranše 45. emise 5letých dluhopisů v objemu 5 882 mil. Kč. Dne 20. 11. 2006 se uskutečnilo vydání 7. tranše 46. emise 15letých dluhopisů v objemu 6 329 mil. Kč. Dne 27. 11. 2006 byla vydána **1. tranše 48. emise 3letých** dluhopisů v objemu 7 311 mil. Kč. Dne 4. 12. 2006 proběhlo vydání **1. tranše 49. emise 30letých** dluhopisů v objemu 13 075 mil. Kč. Dne 11. 12. 2006 se uskutečnilo vydání 8. tranše 46. emise 15letých dluhopisů v objemu 7 664 mil. Kč. Dne 18. 12. 2006 byla vydána 2. tranše 48. emise 3letých dluhopisů v objemu 7 027 mil. Kč. V oběhu tak byly ke konci roku 2006 emise s dobami splatnosti 3, 5, 7, 10, 15 a 30 let.

Z 25 aukcí domácích střednědobých a dlouhodobých dluhopisů, které se uskutečnily v průběhu roku 2006, byla v pouhých 2 případech výsledkem prémie, zatímco ve zbývajících 23 případech diskont, což je výrazné zhoršení oproti situaci roku 2005, kdy ze 17 aukcí byly v 10 případech výsledkem prémie a v 7 diskont. Suma diskontů střednědobých a dlouhodobých dluhopisů v roce 2006 činila – 3 016 mil. Kč. Nejvyšší diskont (-328 mil. Kč) byl zaznamenán v květnové aukci 5. tranše 46. emise. Situace, kdy nemohl být prodán celý plánovaný objem příslušné tranše v důsledku skutečnosti, že poptávaný objem dluhopisů ze strany investorů byl nižší než nabízený, nastala v případě červnové aukce 7. tranše 44. emise. K situaci, že prodaný objem dluhopisů byl nižší než nabízený, však došlo i v případě dalších 20 aukcí. Vyšší objem dluhopisů než původně nabízený byl prodán v dubnové aukci 6. tranše 44. emise, a dále pak v prosincových aukcích 1. tranše 49. emise, 8. tranše 46. emise a 2. tranše 48. emise, přičemž pouze u poslední zmíněné aukce ze 4 předchozích byla jejím výsledkem prémie.

### **Prémie emisí kapitálových dluhopisů**

Prémie emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů dosáhly v roce 2006 výše 170 mil. Kč, což je výrazný pokles proti roku 2005, kdy činily 2 165 mil. Kč. Prémie bylo dosaženo pouze u dvou z 25 aukcí uskutečněných v roce 2006, a to v lednové aukci 5. tranše 44. emise 10letých dluhopisů s kupónovou sazbou 3,80% a průměrným výnosem 3,53% pa ve výši 162 mil. Kč a v prosincové aukci 2. tranše 48. emise 3letých dluhopisů s kupónovou sazbou 3,25% a průměrným výnosem 3,21% ve výši 8 mil. Kč.

Prémie emisí státních dluhopisů byly v roce 2006 příjmem státního rozpočtu, a sice kapitoly Všeobecná pokladní správa.

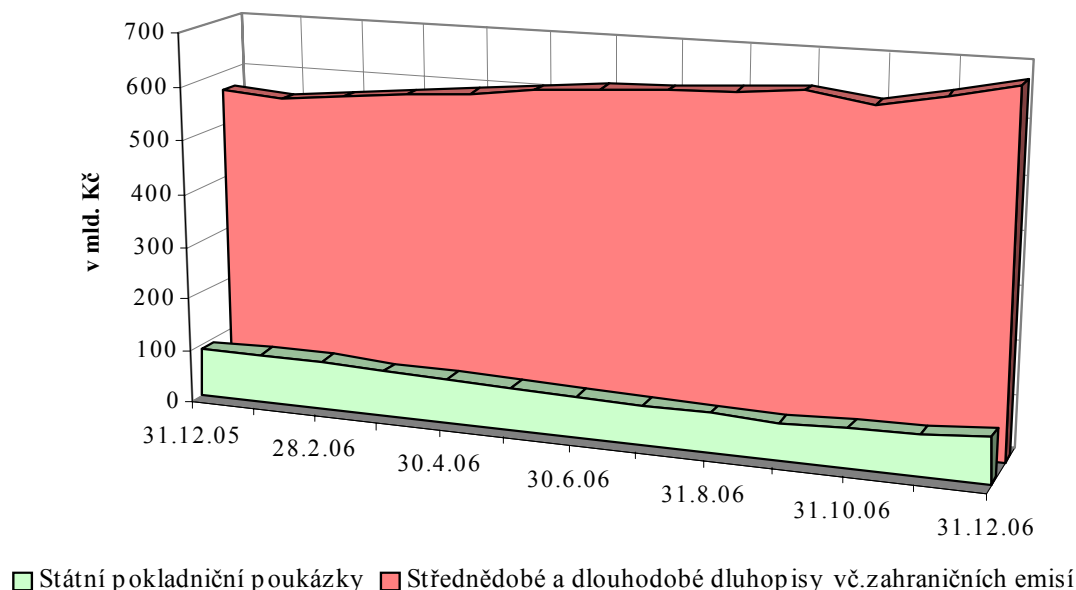
#### **1.4.4. Emise střednědobých a dlouhodobých dluhopisů na zahraničních trzích**

Dne 16. ledna 2006 vydala Česká republika 1. emisi jenových bondů v objemu 30 mld. JPY, s dobou splatnosti 30 let a s kupónovou sazbou 2,75% pa. Korunový ekvivalent této emise činil 6,248 mld. Kč. Dluhopisy byly vydány na doručitele, každý v nominální hodnotě 1 mil. JPY, přičemž se jednalo o soukromé umístění dluhopisů u jediného investora. Emise tohoto dluhopisu byla vydána při pari a kupón této emise byl zajištěn úrokovým swapem.

#### **1.4.5. Státní dluhopisy celkem**

Objem státních dluhopisů v oběhu stoupl během roku 2006 o 101 989 mil. Kč (v nominálním vyjádření) z 660 626 mil. Kč na 762 615 mil. Kč. Znamená to, že **objem státních dluhopisů v oběhu vzrostl v roce 2006 na 115,4 % jejich stavu na začátku roku.**

### Objem státních dluhopisů v oběhu



Podíl SPP na celkovém státním dluhu se dále snížil ze 13,6% na počátku roku 2006 na 11,2% na jeho konci, zatímco podíl střednědobých a dlouhodobých dluhopisů (včetně zahraničních emisí) se zvýšil z 81,9% k 1. 1. 2006 na 83,9% k 31. 12. 2006. Tento vývoj struktury státních dluhopisů znázorňuje předchozí graf.

#### 1.4.6. Půjčky od Evropské investiční banky

Kromě výpůjček emisemi státních dluhopisů se v roce 2006 čerpaly půjčky od Evropské investiční banky (EIB) v celkové výši 6 973 mil.Kč:

15. března 2006 pátá tranše půjčky pro Masarykovu univerzitu ve výši 170 mil. Kč, 3. května 2006 první tranše půjčky na výstavbu dálnice D8 – B ve výši 1 760 mil. Kč, 15. června 2006 třetí tranše půjčky na výstavbu dálnic B ve výši 367 mil. Kč, 17. července 2006 první tranše půjčky na výstavbu jihozápadní části A Pražského okruhu ve výši 428 mil. Kč, 17. července 2006 druhá tranše půjčky na výstavbu dálnice D8 – B ve výši 1 500 mil. Kč, 17. července 2006 šestá tranše půjčky pro Masarykovu univerzitu ve výši 342 mil. Kč, 16. října 2006 čtvrtá tranše půjčky na výstavbu dálnic B ve výši 1 024 mil. Kč, 16. října 2006 šestá tranše půjčky na prevenci povodní ve výši 398 mil. Kč, 16. října 2006 třetí tranše půjčky na výstavbu dálnice D8 – B ve výši 600 mil. Kč, 31. října 2006 první tranše rámcového úvěru na vodního hospodářství (II) ve výši 300 mil. Kč a 20. listopadu 2006 sedmá tranše půjčky pro Masarykovu univerzitu ve výši 84 mil. Kč

Stav půjček od EIB se tak v průběhu roku 2006 zvýšil z 29 732 mil. Kč na 36 704 mil. Kč.

## **1.5. Vývoj úrokových sazeb**

Období prvních tří čtvrtletí roku 2006 se vyznačovalo relativně nízkými, avšak rostoucími úrokovými sazbami nových emisí státních dluhopisů, naopak ve 4. čtvrtletí se objevují klesající tendence. Tento fakt byl odvozen především od obdobného vývoje hodnot očekávané a skutečné inflace. V průběhu roku 2006 došlo ke dvěma zvýšením základních úrokových sazeb ČNB o čtvrtinu procentního bodu, a to na konci července a na konci září, avšak tato změna byla účastníky trhu anticipována a promítla se tak s předstihem ve vývoji úrokových sazeb na trhu. Vývoj výnosů nových emisí státních dluhopisů v daném roce přitom zásadním způsobem ovlivňuje i úrokové náklady na emise státních dluhopisů v tomto roce.

Výnosy SPP měly na samém počátku roku 2006 klesající trend, avšak zhruba od poloviny února dochází k nárůstu úrokových sazeb, a to především na delším konci výnosové křivky, která měla prakticky po celé období pozitivní sklon. K poklesu výnosů SPP pak dochází ve 4. čtvrtletí roku 2006. Výnosy 3měsíčních emisí SPP nejprve klesaly z 2,08% pa na počátku ledna na 1,84% pa v polovině února. Poté došlo k jejich nárůstu až na hodnotu 2,58% pa na počátku října. následované poklesem na 2,45% pa na konci prosince. Výnosy 6měsíčních emisí SPP vykazovaly rostoucí trend, kdy na počátku února činil jejich výnos 2,00% pa, zatímco na konci září již 2,78% pa. Na konci listopadu pak tento výnos poklesl na 2,73% pa. U 9měsíčních emisí SPP došlo k růstu z 2,12% pa na počátku února na 2,87% pa počátkem listopadu, poté dochází k mírnému poklesu na hodnotu 2,77% pa v polovině prosince. Úrokové sazby 52týdenních emisí SPP pak vykázaly nejvyšší růst, a to z 2,27% pa v polovině ledna na 3,08% pa v polovině října, tj. o 81 bazických bodů. Poté dochází k poklesu výnosů na hodnotu 2,92% pa na počátku prosince.

Vývoj výnosů do splatnosti střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů vykazoval v průběhu prvních tří čtvrtletí roku 2006 rostoucí trend, ke konci roku se však u těchto výnosů objevují spíše klesající tendence.

Výnos 3. tranše 3leté 47. emise činil v polovině ledna 2,84% pa, poté v polovině března u 4. tranše této emise výnos poklesl na 2,75% pa. Poté výnosy této emise rostly až na hodnotu 3,43% u 7. tranše na konci října, tj. o 68 bazických bodů oproti březnové tranši. Na počátku listopadu pak v 8. tranši této emise poklesl její výnos na 3,33% pa. Výnos 1. tranše nové 48. emise 3letých státních dluhopisů činil na konci

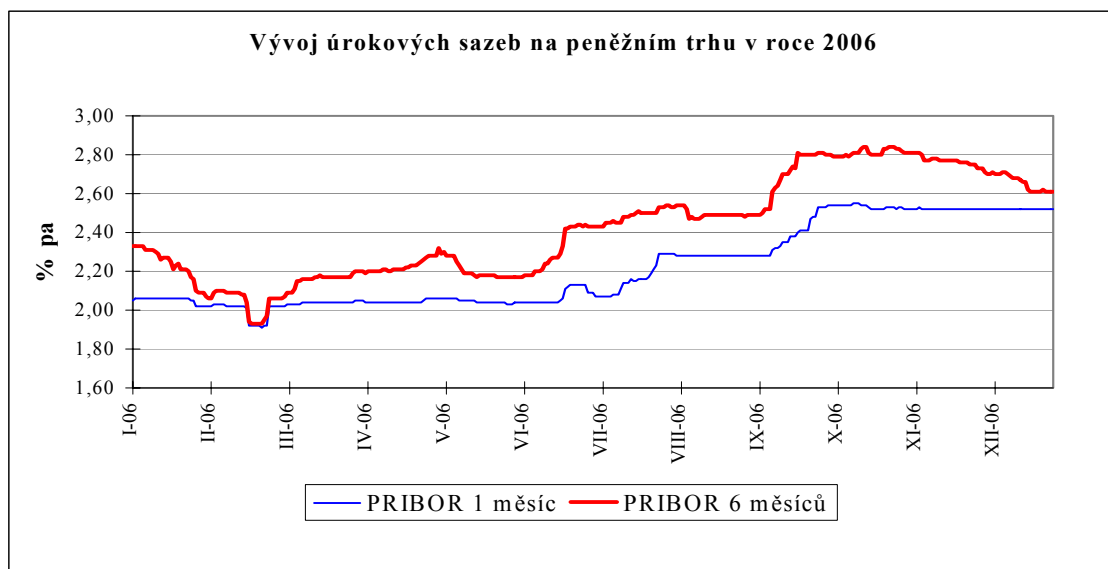
listopadu 3,36% pa, u 2. tranše v polovině prosince pak poklesl tento výnos poklesl na 3,21% pa.

Výnos 5leté 45. emise rostl z úrovně 2,92% pa u 4. tranše na konci února přes hodnotu 3,35% pa na počátku dubna u 5. tranše na úroveň 3,53% pa v polovině června u 6. tranše, tj. celkem o 61 bazických bodů. Poté tento výnos u 7. tranše na konci července mírně poklesl na 3,47% pa, u 8. a 9. tranše vydaných v polovině září, resp. v polovině listopadu se pak opět mírně zvýšil na 3,52% pa.

Výnos 5. tranše 10leté 44. emise SDD činil na počátku ledna 3,53% pa. Výnos 6. tranše této emise vzrostl ke konci dubna na 3,87% pa. K dalšímu růstu pak došlo u výnosu 7. tranše této emise, kdy ke konci června tento činil 4,16% pa. Celkově tak došlo v tomto období k růstu průměrného výnosu do splatnosti o 63 bazických bodů. Na počátku října pak u 8. tranše této emise příslušný výnos poklesl na 3,91% pa.

Výnos 3. tranše 15leté 46. emise SDD činil v polovině února 3,78% pa, poté rostl až na hodnotu 4,21% pa v rámci 6. tranše v polovině září, tj. o 43 bazických bodů. Následně došlo k poklesu výnosu této emise až na 3,91% pa u 8. tranše v polovině prosince, tj. o 30 bazických bodů oproti září.

Výnos 1. tranše 30leté 49. emise SDD vydané na počátku prosince činil 4,22% pa.



## 1.6. Splátky jistiny

**Celkový hrubý úmor** (splátky jistiny) státního dluhu v roce 2006 činil **215 961 mil. Kč**. Převážnou část hrubého úmoru činily splátky emisí SPP v celkové výši 155 000 mil. Kč. Úmor střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů činil 58 000 mil. Kč.

V rámci úmoru střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů byla dne 20. ledna 2006 uhrazena částkou 30 000 mil. Kč při své splatnosti celá jistina 38. emise 3letých státních dluhopisů z roku 2003. Dne 26. října 2006 byla uhrazena částkou 28 000 mil. Kč při své splatnosti celá jistina 37. emise 5letých státních dluhopisů z roku 2001.

Úmor krátkodobých půjček činil 2 928 mil. Kč, přičemž z této částky 2 923 mil. Kč činila splátka repo půjčky se zástavou PČNB na účtu řízení likvidity státní pokladny a 5 mil. Kč činila splátka repo půjčky se zástavou SPP na jaderném účtu.

Úmor zahraničního dluhu činil 33 mil. Kč. Tento úmor představovaly dílčí splátky směnek pro úhradu účasti v EBRD, které byly financovány ze státního rozpočtu (kapitola VPS).

Částka 215 961 mil. Kč na hrubý úmor byla financována ze čtyř zdrojů:

- i) 213 000 mil. Kč z výnosů emisí státních dluhopisů;
- ii) 2 923 mil. Kč v rámci přebytku souhrnného účtu státní pokladny;
- iii) 5 mil. Kč z výnosových operací na jaderném účtu;
- iv) 33 mil. Kč ze státního rozpočtu

Celkový čistý úmor činil 60 961 mil. Kč.<sup>3</sup>

---

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

## 2. NÁKLADY STÁTNÍHO DLUHU

### 2.1. Základní tendence ve vývoji nákladů státního dluhu v letech 1993 až 2006

Výdaje na státní dluh v období let 1993 až 1995 klesaly, což bylo způsobeno zejména poklesem úrokových sazeb (při mírném poklesu státního dluhu). Od roku 1996 je patrný vzestupný trend těchto výdajů. Dominantní příčinou tohoto růstu je dynamický růst státního dluhu. Akcelerace růstu výdajů v letech 1997 a 1998 byla způsobena prudkým vzestupem úrokových sazeb v roce 1997. Naopak celkově mírný růst výdajů přes silný růst dluhu byl způsoben poklesem úrokových sazeb v posledních letech až k jejich historickým minimům, která byla dosažena v roce 2005. Relativně silný růst výdajů v roce 2006 byl způsoben faktem současného růstu úrokových sazeb a státního dluhu.

Podíl úrokových plateb na HDP ukazuje, že **dosavadní** růst státního dluhu neohrožoval stabilitu státního rozpočtu, neboť tento podíl je v mezinárodním srovnání nízký a v letech 1999-2006 nepřekročil hodnoty dosažené v letech 1993-1998. Na druhé straně růst dluhu od roku 2003 již vede k významnému zvyšování příslušných nákladů.

| <i>Rok</i>                      | <i>1993</i> | <i>1994</i> | <i>1995</i> | <i>1996</i> | <i>1997</i> | <i>1998</i> | <i>1999</i> | <i>2000</i> | <i>2001</i> | <i>2002</i> | <i>2003</i> | <i>2004</i> | <i>2005</i> | <i>2006</i> |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Výdaje na státní dluh (mil. Kč) | 15 141      | 13 716      | 13 330      | 14 069      | 17 652      | 19 253      | 16 549      | 17 924      | 17 650      | 18 945      | 21 629      | 26 834      | 25 431      | 31 608      |
| <i>z toho: úroky</i>            | 15 066      | 13 681      | 13 268      | 14 042      | 17 591      | 18 545      | 16 105      | 17 378      | 16 989      | 18 629      | 21 328      | 26 765      | 25 335      | 31 515      |
| <b>Podíl úroků na HDP (%)</b>   | 1,48        | 1,16        | 0,90        | 0,83        | 0,97        | 0,93        | 0,77        | 0,79        | 0,72        | 0,76        | 0,83        | 0,96        | 0,85        | 0,98        |

Výdaje v předchozí tabulce jsou vyjádřeny na hotovostní bázi. Trend zvyšování nákladů státního dluhu je patrný z následující tabulky obsahující aktuální úroky státního dluhu, které adekvátně odrážejí ekonomické náklady státního dluhu.

| <i>Rok</i>                               | <i>1999</i> | <i>2000</i> | <i>2001</i> | <i>2002</i> | <i>2003</i> | <i>2004</i> | <i>2005</i> | <i>2006</i> |
|------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Aktuální úroky státního dluhu (mil. Kč)  | 16 804      | 16 099      | 17 983      | 20 435      | 19 337      | 23 214      | 25 109      | 28 238      |
| <b>Podíl aktuálních úroků na HDP (%)</b> | 0,81        | 0,74        | 0,76        | 0,83        | 0,75        | 0,83        | 0,85        | 0,88        |

## 2.2. Rozpočet kapitoly Státní dluh a jeho plnění

Podle zákona č. 218/2000 Sb. o rozpočtových pravidlech a o změně některých souvisejících zákonů (rozpočtová pravidla), § 10, odstavec 4 tvoří od roku 2001 příjmy a výdaje státního rozpočtu spojené s obsluhou a s umořováním státního dluhu kapitolu Státní dluh. Příjmy kapitoly Státní dluh (dále kapitola) byly rozpočtovány v nulové výši, přičemž skutečné příjmy kapitoly byly rovněž nulové.

### Výdaje kapitoly Státní dluh

Přehled rozpočtových výdajů kapitoly Státní dluh v roce 2006 podává následující tabulka.<sup>4</sup>

v mil. Kč

| Ukazatel                              | Skutečnost    | Rozpočet 2006 |                   | Skutečnost    | %            | Index<br>2006/2005<br>(%) |
|---------------------------------------|---------------|---------------|-------------------|---------------|--------------|---------------------------|
|                                       | 2005          | Schválený     | vč. všech<br>změn | 2006          | plnění       |                           |
| 1                                     | 2             | 3             | 4                 | 5             | 5:4          | 5:2                       |
| <b>1. Úrokové výdaje celkem</b>       | <b>25 335</b> | <b>33 883</b> | <b>32 046</b>     | <b>31 515</b> | <b>98,3</b>  | <b>124,4</b>              |
| <b>Na vnitřní dluh</b>                | <b>22 954</b> | <b>28 933</b> | <b>28 096</b>     | <b>28 171</b> | <b>100,3</b> | <b>122,7</b>              |
| <i>z toho:</i>                        |               |               |                   |               |              |                           |
| Na státní pokladniční poukázky        | 2 710         | 3 679         | 2 842             | 2 800         | 98,5         | 103,3                     |
| Na střednědobé a dlouhodobé dluhopisy | 20 243        | 25 254        | 25 254            | 25 371        | 100,5        | 125,3                     |
| Na krátkodobé půjčky                  | -             | -             | -                 | 0             | -            | -                         |
| <b>Na vnější dluh</b>                 | <b>2 381</b>  | <b>4 950</b>  | <b>3 950</b>      | <b>3 344</b>  | <b>84,7</b>  | <b>140,4</b>              |
| <i>z toho:</i>                        |               |               |                   |               |              |                           |
| Na eurobondy                          | 1 907         | 3 810         | 2 810             | 2 648         | 94,2         | 138,9                     |
| Na půjčky od EIB                      | 474           | 1 140         | 1 140             | 696           | 61,1         | 146,8                     |
| <b>2. Poplatky</b>                    | <b>96</b>     | <b>300</b>    | <b>297</b>        | <b>94</b>     | <b>31,6</b>  | <b>97,4</b>               |
| <b>Výdaje kapitoly celkem</b>         | <b>25 431</b> | <b>34 183</b> | <b>32 343</b>     | <b>31 608</b> | <b>97,7</b>  | <b>124,3</b>              |

Tyto výsledky kapitoly v roce 2006 znamenají, že zvýšení státního dluhu o 16,1% z 691,2 mld. Kč (konec roku 2005) na 802,5 mld. Kč na konci roku 2006 bylo spojeno s růstem jak celkových tak úrokových výdajů v roce 2006 oproti roku 2005. Výdaje kapitoly za rok 2006 se zvýšily meziročně o 24,3%, což činilo 6 177 mil. Kč. Úspora kapitoly v porovnání se schváleným rozpočtem (34 183 mil. Kč) je 2 574 mil. Kč. Úspora kapitoly v porovnání s rozpočtem po změnách (32 343 mil. Kč) je 735 mil. Kč.

<sup>4</sup> Detailní údaje o výdajích kapitoly jsou uvedeny v tabulce 2.

**Celkové výdaje kapitoly** dosáhly výše **31 608 mil. Kč**, což je 97,7% rozpočtované částky (včetně všech změn). Celkové úrokové výdaje ve výši 31 515 mil. Kč tvořily především úrokové výdaje na vnitřní (domácí) dluh ve výši 28 171 mil. Kč, což je 89,4% celkových úrokových výdajů.

Úrokové výdaje na vnitřní dluh jsou složeny především z úrokových výdajů na státní pokladniční poukázky (SPP), které jsou krátkodobými diskontovanými státními dluhopisy se splatnostmi do jednoho roku, a z úrokových výdajů na střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy (se splatnostmi nad jeden rok). Úrokové výdaje na státní pokladniční poukázky dosáhly v roce 2006 výše 2 800 mil. Kč oproti 2 710 mil. Kč v roce 2005. Součástí úrokových výdajů na státní pokladniční poukázky jsou také výdaje z titulu těch úrokových swapů, které byly realizovány pro zajištění úrokového rizika části portfolia státních pokladničních poukázek v původním objemu 33 mld. Kč. V roce 2006 činily tyto výdaje na příslušné swapové operace 777 mil. Kč oproti 674 mil. Kč v roce 2005. Úrokové výdaje na střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy dosáhly v roce 2006 výše 25 371 mil. Kč oproti 20 243 mil. Kč v roce 2005.

Součástí úrokových výdajů na vnitřní dluh jsou i výdaje kapitoly na krátkodobé půjčky, konkrétně repo operace se zástavou SPP, které v roce 2006 byly záporné a v nepatrné výši zhruba 0,2 mil. Kč tak snižovaly celkové výdaje kapitoly.

Úrokové výdaje na vnější (zahraniční) dluh ve výši 3 344 mil. Kč (oproti 2 381 mil. Kč v roce 2005) tvořily úroky půjček od Evropské investiční banky ve výši 696 mil. Kč a úroky zahraničních emisí státních dluhopisů České republiky (eurobondů) ve výši 2 648 mil. Kč, které byly tvořeny především výdaji na swapové operace, jenž byly realizovány pro zajištění těchto emisí eurobondů proti devizovému riziku.

Celkové úrokové výdaje dosáhly výše 98,3% rozpočtu po změnách a 124,4% úrokových výdajů z předchozího roku. Zvýšení úrokových výdajů bylo způsobeno souběhem rostoucích úrokových sazeb a růstu státního dluhu v roce 2006.

Skutečnost růstu úrokových sazeb na peněžním trhu lze demonstrovat na příkladu výnosu 6měsíční emise SPP, který vzrostl z únorových 2,00% pa na zářijových 2,78% pa. Ve 4. čtvrtletí došlo pak k poklesu úrokových sazeb na peněžním trhu, přičemž v listopadu dosáhla úroková sazba 6měsíční emise SPP výše 2,73% pa.<sup>5</sup>

Vývoj úrokových sazeb na kapitálovém trhu byl obdobný jako na peněžním trhu, tj. došlo k poměrně výraznému růstu v prvních třech čtvrtletích následovaným

---

<sup>5</sup> Více informací o vývoji úrokových sazeb je k dispozici v části 1 – Vývoj a stav státního dluhu

určitým poklesem ve 4. čtvrtletí. V důsledku celkového růstu úrokových sazeb na kapitálovém trhu v porovnání s předchozím rokem dosáhly diskonty, s nimiž byla prodána většina tranší střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím trhu, celkové výše -3 016 mil. Kč, což je podstatně vyšší výdaj než v předchozím roce 2005, kdy tyto diskonty dosáhly -990 mil. Kč.

Úrokové výdaje z titulu půjček od Evropské investiční banky (EIB) se v porovnání s předchozím rokem zvýšily o 47%, a to v důsledku současného růstu úrokových sazeb a pokračujícího navyšování těchto půjček.

V roce 2006 činily poplatky spojené s obsluhou státního dluhu 94 mil. Kč, což je 32% rozpočtované částky (včetně změn). Ve srovnání s předchozím rokem se přitom poplatky snížily o 3%.

## **Úpravy rozpočtu kapitoly Státní dluh v roce 2006**

Ve schváleném rozpočtu kapitoly Státní dluh za rok 2006 byly následující závazné ukazatele:

|                                                            |                    |
|------------------------------------------------------------|--------------------|
| Nedaňové příjmy, kapitálové příjmy a přijaté dotace celkem | 0 tis. Kč          |
| Výdaje celkem                                              | 34 182 914 tis. Kč |
| úroky státního dluhu                                       | 33 882 914 tis. Kč |
| poplatky spojené s obsluhou státního dluhu                 | 300 000 tis. Kč    |
| Financování - vydané státní dluhopisy                      | 65 190 800 tis. Kč |

Přehled změn rozpočtu kapitoly 396 - Státní dluh (provedená rozpočtová opatření v roce 2006)

### **1. Datum rozpočtového opatření: 19. května 2006**

Snížení specifického dílčího ukazatele „úroky státního dluhu“ o 278 000 tis. Kč a v důsledku toho snížení souhrnného ukazatele „výdaje celkem“ rovněž o 278 000 tis. Kč ve prospěch kapitoly VPS.

### **2. Datum rozpočtového opatření: 27. června 2006**

Snížení specifického dílčího ukazatele „poplatky spojené s obsluhou státního dluhu“ o 2 980 tis. Kč a v důsledku toho snížení souhrnného ukazatele „výdaje celkem“ rovněž o 2 980 tis. Kč ve prospěch kapitoly MF.

3. Datum rozpočtového opatření: 4. srpna 2006

Snížení specifického dílčího ukazatele „úroky státního dluhu“ o 40 000 tis. Kč a v důsledku toho snížení souhrnného ukazatele „výdaje celkem“ rovněž o 40 000 tis. Kč na základě usnesení vlády č.867/2006 ve prospěch kapitoly Ministerstvo pro místní rozvoj na financování přípravy projektů pro revitalizaci regionu NUTS 2 Moravskoslezsko.

4. Datum rozpočtového opatření: 1. září 2006

Snížení specifického dílčího ukazatele „úroky státního dluhu“ o 25 000 tis. Kč a v důsledku toho snížení souhrnného ukazatele „výdaje celkem“ rovněž o 25 000 tis. Kč na základě usnesení vlády č.940/2006 ve prospěch kapitoly Ministerstvo zdravotnictví na realizaci akce Občanského sdružení Tři – Hospic Čerčany.

5. Datum rozpočtového opatření: 18. října 2006

Snížení specifického dílčího ukazatele „úroky státního dluhu“ o 93 533 tis. Kč a v důsledku toho snížení souhrnného ukazatele „výdaje celkem“ rovněž o 93 533 tis. Kč ve prospěch kapitoly OSFA k pokrytí výdaje této kapitoly na vyplacení AÚV, realizovaného v souladu se Smlouvou o zabezpečení činností spojených se správou a splácením emise.

6. Datum rozpočtového opatření: 15. prosince 2006

Snížení specifického dílčího ukazatele „úroky státního dluhu“ o 1 400 000 tis. Kč a v důsledku toho snížení souhrnného ukazatele „výdaje celkem“ rovněž o 1 400 000 tis. Kč ve prospěch kapitoly Ministerstvo práce a sociálních věcí na zabezpečení chybějících prostředků na mandatorní sociální výdaje.

Celkové finanční prostředky převedené rozpočtovými opatřeními z kapitoly Státní dluh ve prospěch jiných kapitol činily 1 839 513 tis. Kč.

Po provedení výše uvedených změn byly závazné ukazatele kapitoly následující:

|                                                            |                    |
|------------------------------------------------------------|--------------------|
| Nedaňové příjmy, kapitálové příjmy a přijaté dotace celkem | 0 tis. Kč          |
| Výdaje celkem                                              | 32 343 401 tis. Kč |
| úroky státního dluhu                                       | 32 046 381 tis. Kč |
| poplatky spojené s obsluhou státního dluhu                 | 297 020 tis. Kč    |
| Financování - vydané státní dluhopisy                      | 65 190 800 tis. Kč |

**Skutečnost** dosažená v rámci ukazatele „**financování - vydané státní dluhopisy**“ v kapitole Státní dluh činila **95 456 358 tis. Kč**, což znamená plnění rozpočtu po změnách na 146%. Tato skutečnost byla způsobena vyšší hodnotou skutečného schodku státního rozpočtu oproti schodku očekávanému, v důsledku čehož došlo i k odpovídajícímu nárůstu státního dluhu.

## **3. ŘÍZENÍ STÁTNÍHO DLHU**

### **3.1. Dluhová strategie a řízení rizik**

Klíčovým řídicím dokumentem pro naplňování dluhové strategie a pro realizaci politiky řízení rizik byl v roce 2006 dokument Strategie financování a řízení státního dluhu pro rok 2006, schválený ministrem financí pod Č.j.: 20/107 726/2005 a zveřejněný dne 1. prosince 2005.

V oblasti řízení refinančního rizika se podařilo dosáhnout dlouhodobě cílované vyhlášené hodnoty 20% pro parametr dluhového portfolia v podobě krátkodobého státního dluhu. Ke konci roku 2006 dosáhl tento ukazatel hodnoty 17,1%. Ministerstvu financí se tak podařilo restrukturalizovat státní dluh do podoby vládních finančních portfolií vyspělých zemí eurozóny ještě v době před samotným plánovaným přijetím eura za domácí měnu. V rámci stabilizace refinančního rizika byl také splněn vyhlášený cíl pro průměrnou splatnost státního dluhu, který byl vyhlášen pro konec rok 2006 jako pásmo 6,0 až 7,0 let, přičemž dosažená hodnota činila 6,2 let.

V průběhu roku 2006 došlo také k výrazné minimalizaci operačního rizika prostřednictvím dokončení implementace integrovaného informačního systému Trema Suite pro řízení finančního portfolia státu, o jehož pořízení rozhodl ministr financí v listopadu 2004 v rámci projektu budování státní pokladny. Systém byl zároveň propojen s finančními informačními a obchodními terminály Reuters a došlo k napojení na národní vypořádací centrum Univyc, a.s., jehož členem se pak Ministerstvo financí formálně stalo počínaje 1.1.2007. Došlo tak k vytvoření nutných výchozích technických podmínek pro aktivnější působení na sekundárním trhu státních dluhopisů a realizaci dalších operací ke zefektivnění řízení státního dluhu.

Úspěšným způsobem pokračoval také kvantitativní výzkum nových možností modelování úrokových sazeb jako hlavního tržního rizikového faktoru financování výpůjčních potřeb vlády. Pro potřeby kalkulací Cost-at-Risk na rok 2007 byl algoritmizován a aplikován model úrokových sazeb, který dle simulačního experimentu vykazuje lepší vlastnosti než model CIR, který byl použit v roce 2005. Je založen na modelování hlavních komponent výnosové křivky pomocí nelineárních stochastických diferenciálních rovnic.

## Přehled plnění programu financování a strategických cílů

| UKAZATEL                    | Vyhlášený cíl pro rok 2006                  | Stav k 31. 12. 2006 |          |
|-----------------------------|---------------------------------------------|---------------------|----------|
| Zahraniční financování      | Max. 50% hrubých vládních výpůjčních potřeb | 3,7%                |          |
|                             | 0,0 až 77,7 mld. Kč                         | 6,25 mld. Kč        |          |
| Hrubá emise SDD             | 72,3 až 150,0 mld Kč                        | 159,4 mld. Kč       |          |
| Čistá emise SPP             | -3,8 až - 25,0 mld Kč                       | - 4,7 mld. Kč       |          |
| Půjčky od EIB               | 9,2 mld. Kč                                 | 7,0 mld. Kč         |          |
| Krátkodobý státní dluh      | 20% a méně                                  | Státní dluh         | 17,1%    |
|                             |                                             | vč. Státních záruk  | 16,8 %   |
| Průměrná doba do splatnosti | 6,0 až 7,0 let                              | Státní dluh         | 6,2 let  |
|                             |                                             | vč. Státních záruk  | 6,2 let  |
| Úrokový re-fixing do 1 roku | 30 až 40%                                   | Státní dluh         | 25,4 let |
|                             |                                             | vč. Státních záruk  | 25,9 let |

Poznámky: SDD – domácí středně a dlouhodobé státní dluhopisy; SPP – státní pokladniční poukázky.

Zdroj: MF ČR, Bloomberg.

Program financování hrubých výpůjčních potřeb vlády byl v roce 2006 koncentrován na maximální využití absorpční kapacity domácího peněžního a kapitálového trhu. V oblasti zahraničního financování došlo v průběhu roku k dalšímu čerpání vládních půjček od Evropské investiční banky o celkové roční hodnotě 7,0 mld. Kč, což činí cca 76% plánovaného zákonného ročního limitu. Co se týče působení na zahraničním kapitálovém trhu, během roku 2006 byla realizována pouze jediná tranše soukromého umístění japonskému investorovi o hodnotě 30 mld. JPY, která znamenala pokrytí cca 6,2 mld. korunových výpůjčních potřeb vlády, tj. pouze cca 3,7% skutečných ročních hrubých výpůjčních potřeb vlády.

V oblasti domácí emisní činnosti dosáhla celková hodnota hrubé emise SDD od počátku roku 159,4 mld. Kč, tj. cca 106,3% maximální vyhlášené limitní hodnoty. Mírné překročení souvisí se zařazením historicky první aukce korunového dluhopisu s třicetiletou splatností v listopadu 2006, ve které byla nakonec uspokojena poptávka ve výši 13,1 mld Kč. Aukce byla reakcí na růst výpůjčních potřeb vlády oproti původně schválenému plánu zejména díky rozhodnutí před-splatit závazky ve prospěch ČNB ve výši 15,2 mld. Kč již do konce roku 2006. Celkový pokles SPP v oběhu od počátku roku činil 4,7 mld. Kč, čímž byl splněn plánovaný finanční program pro roční čistou dis-emisi SPP na spodní limitní hranici.

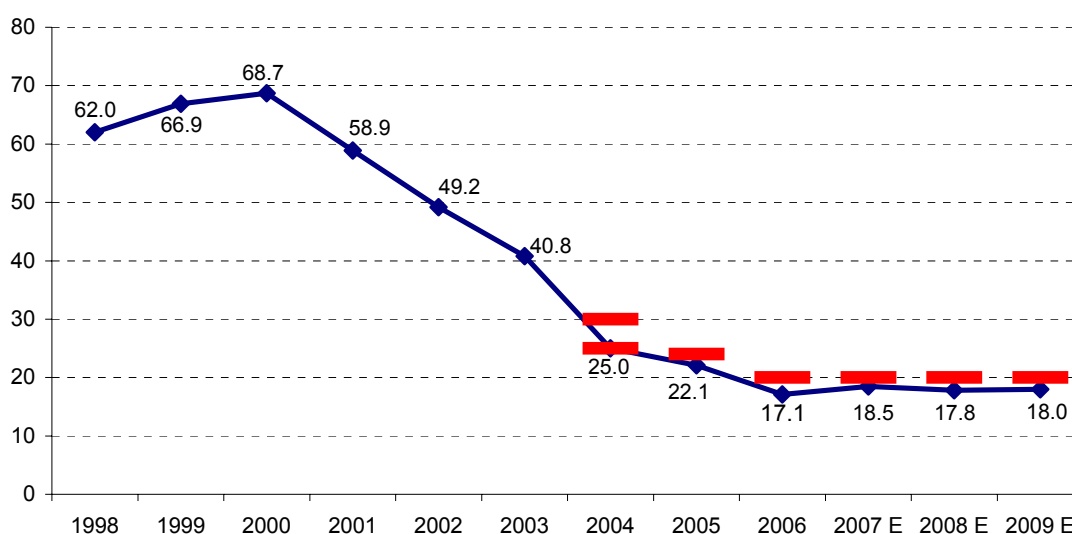
## Refinanční riziko

Refinanční riziko bylo i v roce 2007 hlavním rizikem, jehož stabilizace utvářela centrální bod pro řízení emisní činnosti a operace na sekundárním trhu. Od roku 2000 je toto riziko systematicky snižováno přepínáním ze státních pokladničních poukázek do středně- a dlouhodobých státních dluhopisů a eurobondů při financování dlouhodobého státního dluhu. Ministerstvo financí v prvním pololetí roku 2004

vyhlásilo v souvislosti s rozhodnutím ministra financí zahájit pravidelnou emisní činnost na zahraničním kapitálovém trhu pozvolnou tříletou trajektorií poklesu tohoto ukazatele v této podobě: 2004 – 25,0 až 30,0%, 2005 – 22,5 až 27,5%, 2006 – 20,0 až 25,0%.

Úspěšné zavedení zahraničního financování v červnu 2004 umožnilo redefinovat strategii směrem k dalšímu urychlení tohoto redukčního programu. Ke konci roku 2004 se totiž podařilo dosáhnout přesně spodní hranice vyhlášeného pásma a krátkodobý dluh činil 25,0%. Nakonec se ukázaly správné předpoklady, že je reálné dosáhnout do konce roku 2005 další snížení minimálně na úroveň 24% a méně, jelikož krátkodobý státní dluh se podařilo snížit na hranici 22,1%. Již v průběhu prvního čtvrtletí 2006 byla potom prolomena plánovaná konečná a dlouhodobě cílovaná limitní hranice 20%, přičemž ke konci roku 2006 bylo dosaženo hodnoty 17,1%. Limitní hranice 20% se tak definitivně stala počínaje rokem 2007 fundamentálním limitem emisní činnosti Ministerstva financí a řízení finančních rizik českého dluhového portfolia.

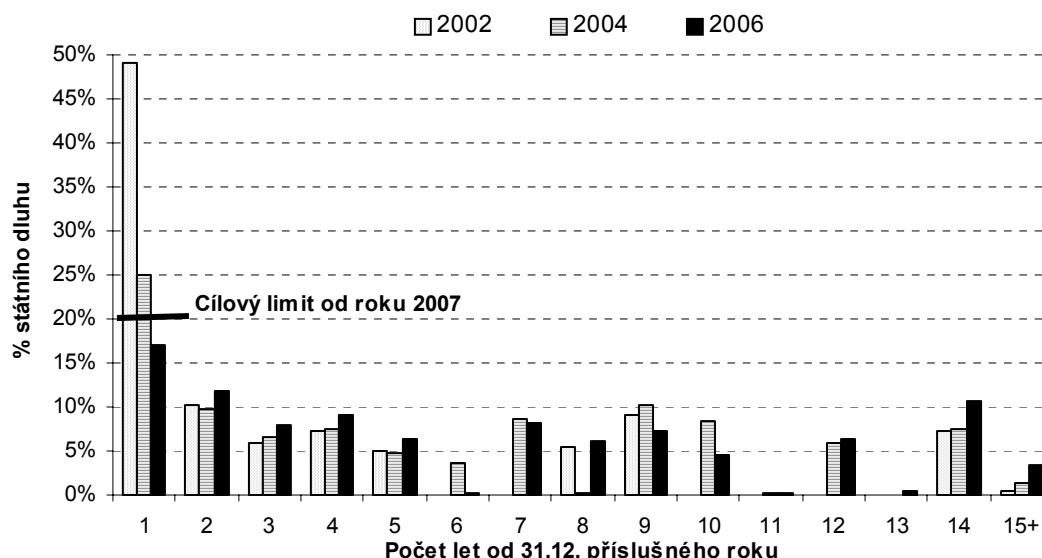
**Krátkodobý státní dluh 1998 – 2006, vyhlášené cíle a výhled 2007 – 2009** (stav ke konci let)



Projekce struktury dluhového portfolia ke konci roku 2007 ukazuje, že udržení limitu ukazatele krátkodobého státního dluhu splatného do 1 roku bude vyžadovat podíl SPP pod hranicí 10% dluhového portfolia, se kterou je konzistentní stabilizace nebo pokles SPP do 30 mld. Kč proti konci roku 2006.

Dalším klíčovým sledovaným ukazatelem refinančního rizika je stabilizace profilu splácení státního dluhu. Prokazatelný pokrok v této stabilizaci oproti roku 2002 dokumentuje následující graf.

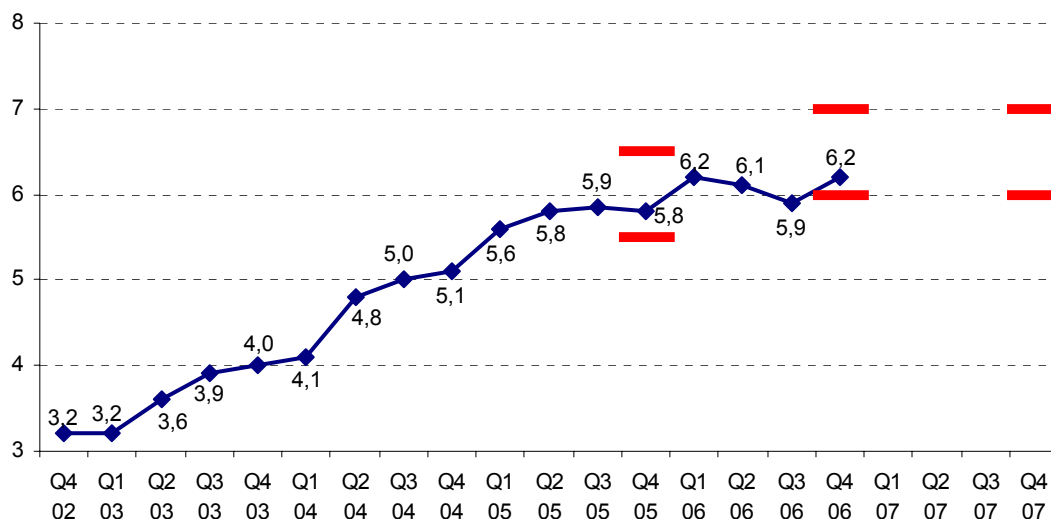
## Vývoj splatnostního profilu státního dluhu, 2002 – 2006 (stav ke konci let)



Na rozdíl od tržní citlivosti nelze refinanční riziko flexibilně řídit pomocí finančních derivátů. Hlavním nástrojem jeho řízení je proto důsledné plánování struktur ročních emisních kalendářů státních dluhopisů tak, aby došlo ve střednědobém horizontu k dosažení rovnoměrného profilu splatnosti dluhového portfolia jednak mezi jednotlivými roky a jednak v rámci jednotlivých let na meziměsíční bázi a k prodloužení průměrné doby do splatnosti státního dluhu.

Ministerstvo financí vyhlásilo pro rok 2005 jako novinku také strategický benchmark pro průměrnou dobu do splatnosti státního dluhu. Tento ukazatel je vedle podílu krátkodobého státního dluhu dalším ukazatelem míry refinančního rizika řízení státního dluhu. Čím je jeho hodnota vyšší, tím nižšímu riziku je vystavena centrální vláda z hlediska schopnosti refinancovat v daném okamžiku své splatné závazky na finančním trhu nebo u mezinárodních institucí. Jak plyne z grafu, tento cíl se podařilo v roce 2006 stejně jako v předchozím roce také splnit. Vzhledem k navýšení výpůjčních potřeb vlády ke konci roku 2006 a k nerealizované emisi eurobondu na delším konci výnosové křivky došlo ke splnění cíle díky úspěšné historicky první emisi korunového dluhopisu se splatností 30 let.

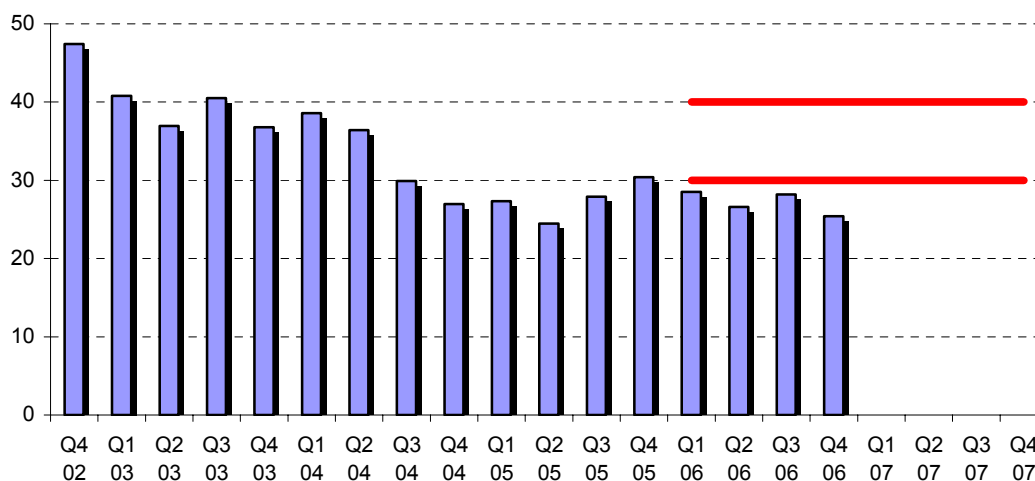
## Vývoj průměrné splatnosti státního dluhu 2002 – 2006 a vyhlášené cíle (stav ke konci čtvrtletí)



## Úrokové riziko

Struktura státního dluhu z hlediska úročení dluhových instrumentů se z hlediska expozice změně úrokových sazeb do 1 roku stabilizovala od třetího čtvrtletí 2004 pod hranicí 30%, přičemž ke konci roku 2004 činila tato hodnota 27%. Během roku 2005 došlo k plánovanému nárůstu této expozice na úroveň 30,4%. Na základě kvantitativních analýz a simulací ve střednědobém výhledu Ministerstvo financí také vyhlásilo cíl pro expozici dluhového portfolia změně úrokových sazeb do 1 roku včetně derivátových operací, která se měla v průměru během roku 2006 pohybovat v pásmu 30% až 40%.

## Úrokový refixing státního dluhu do 1 roku 2004 – 2006 a cíl pro rok 2007 (% celkového dluhu)



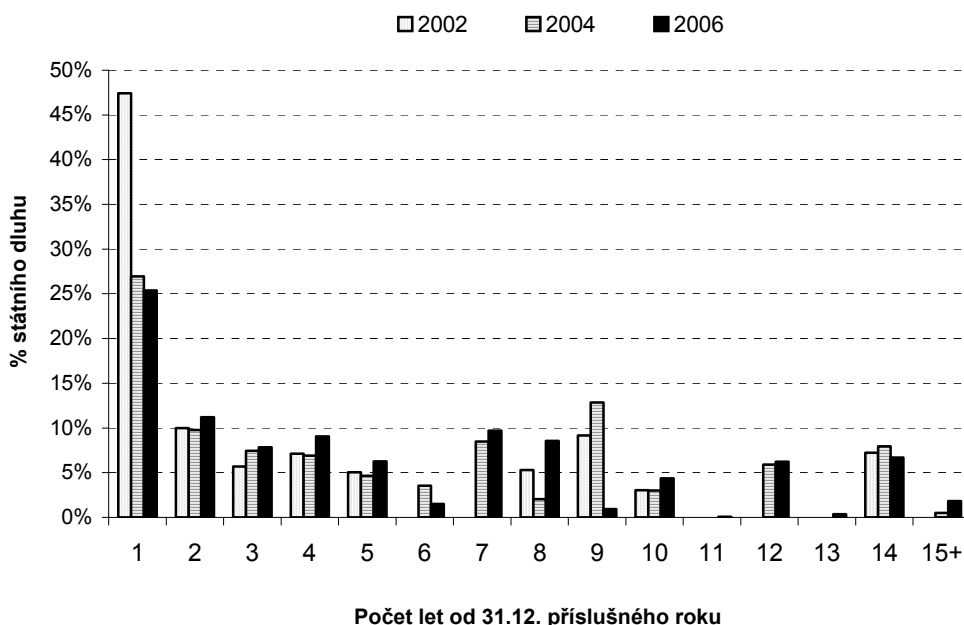
Hlavním důvodem proč Ministerstvo financí nedosáhlo v průběhu roku tohoto pásma bylo rozhodnutí ministra financí nerealizovat veřejnou emisi eurobondu, jejíž měnové zajištění by jinak proběhlo stejně jako v roce 2005 tak, že by korunový ekvivalent jistiny byl ponechán na floatové noze zajišťovacího měnového swapu a byl by tak vystaven fluktuacím sazeb mezibankovního trhu. Zároveň bylo rozhodnuto, že nebudou realizovány v roce 2006 žádné další syntetické derivátové operace, které by zvýšily úrokovou expozici i při absenci eurobondové emise, a tento parametr byl ponechán pod spodní hranicí cílového pásma.

#### Státní dluh z hlediska úročení v letech 2001 až 2006 (stav na konci období, %)

|                                                   | 2001        | 2002        | 2003        | 2004        | 2005        | 2006        |
|---------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Bezúročný dluh                                    | 0,4         | 0,4         | 0,3         | 0,1         | 0,1         | 0,1         |
| Fixně úročený dlouhodobý dluh                     | 44,8        | 57,1        | 64,7        | 75,2        | 81,9        | 84,1        |
| z toho: splatný do 1 roku                         | 4,6         | 7,2         | 7,9         | 3,7         | 8,4         | 5,4         |
| Státní pokladniční poukázky a krátkodobé výpůjčky | 54,1        | 41,4        | 32,6        | 21,2        | 13,6        | 11,5        |
| Variabilně úročený dlouhodobý dluh                | 0,7         | 1,1         | 2,4         | 3,5         | 4,3         | 4,3         |
| Dluh s úrokovou refixací do 1 roku                | 59,7        | 50,5        | 43,2        | 28,5        | 30,8        | 25,6        |
| <b>Po zahrnutí efektu úrokových swapů</b>         | <b>59,7</b> | <b>47,4</b> | <b>36,8</b> | <b>27,0</b> | <b>30,4</b> | <b>25,4</b> |

Při řízení úrokové citlivosti nákladů dluhové služby je nutné monitorovat celý časový profil refixace úrokových sazeb (kupónů) instrumentů dluhového portfolia, které netrpí problémem průměrových veličin typu durace nebo průměrná doba refixace. Jeho postupující stabilizace od konce roku 2002 je zřejmá z následujícího grafu.

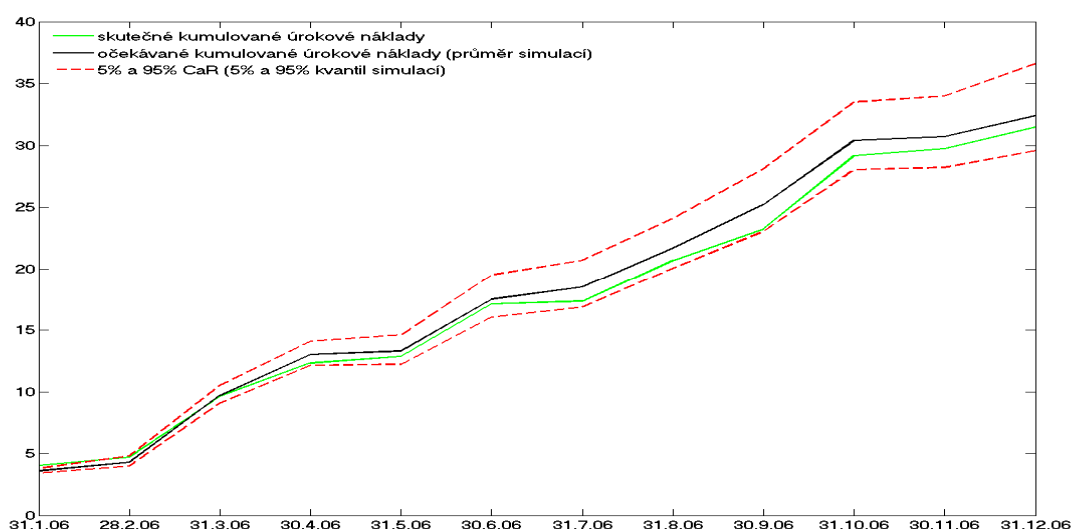
#### Vývoj profilu refixace úrokových plateb, 2002 – 2006 (stav ke konci let)



## Cost-at-Risk státního dluhu

Model CaR (Cost-at-Risk) úrokových nákladů a jeho nejdůležitější výstup v podobě očekávaných úrokových nákladů a úrokových nákladů v riziku (95% CaR) byl v českých podmínkách poprvé představen Odborem řízení státního dluhu ve Strategii pro rok 2006. Jedná se o klíčový ukazatel řízení úrokového rizika státního rozpočtu ve střednědobém horizontu. Porovnání skutečného vývoje úrokových nákladů s vývojem simulovaným modelem CaR od ledna do prosince roku 2006 přináší následující obrázek.

### Skutečné versus očekávané kumulované úrokové náklady státního dluhu 2006



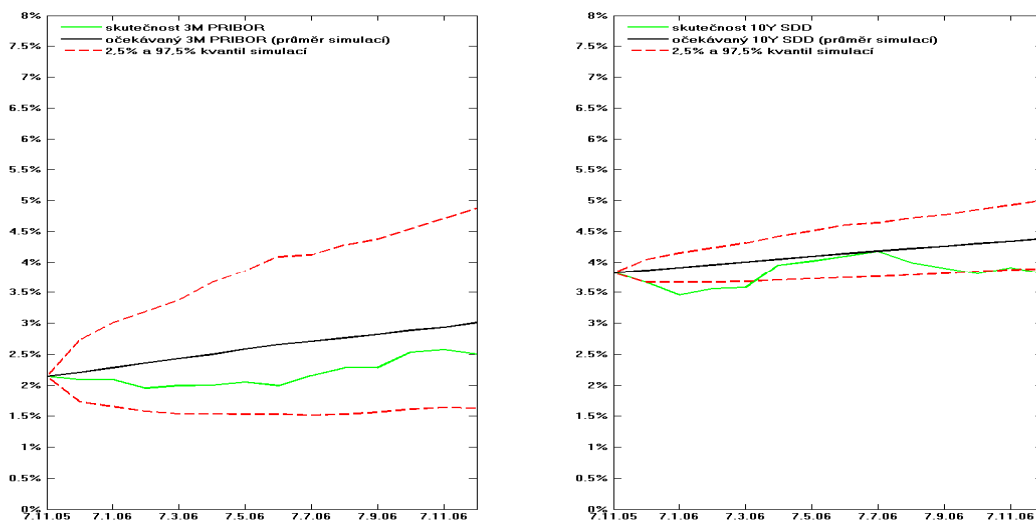
Poznámka: Úrokové náklady jsou kalkulovány na hotovostním principu relevantním pro metodiku státního rozpočtu.

Zdroj: Vlastní výpočty.

Z obrázku je patrné, že modelový 90% interval spolehlivosti, tj. 5% a 95% CaR (5% a 95% kvantil simulací) kumulovaných úrokových nákladů pokrývá ve všech měsících roku 2006 skutečně realizované kumulované úrokové náklady rozpočtové kapitoly státní dluh. Očekávané kumulované úrokové náklady byly mírně nadhodnoceny, což bylo způsobeno dvěma faktory.

Prvním faktorem jsou mírné rozdíly v plánovaném a realizovaném emisním kalendáři státních dluhopisů, plynoucí zejména z odchylek v harmonogramu emisí SDD na domácím trhu a z nerealizace benchmarkové emise eurobondu a dále nižší čerpání půjček od EIB. Druhým faktorem je pomalejší růst úrokových sazeb než vyplynul z modelu CIR, který byl použit k simulacím výnosové křivky. Skutečný vývoj výnosové křivky společně s očekávanou hodnotou (průměr simulací) a 95% intervalem spolehlivosti (2,5% a 97,5% kvantil simulací) pro PRIBOR 3 měsíce a 10letý státní dluhopis zachycuje obrázek.

## Skutečný versus simulovaný vývoj úrokových sazeb v roce 2006



Zdroj: Bloomberg L.P., vlastní výpočty.

Stochastickým prvkem modelu CaR je výnosová křivka. Vývoj portfolia státního dluhu je v modelu CaR prozatím deterministický a vychází z plánovaného emisního kalendáře státních dluhopisů, včetně zahraničních emisí, plánovaného čerpání půjček od EIB a z dalších finančních operací. Model dále předpokládá, že kupónové platby případné zahraniční emise budou zajištěny proti kursovému riziku pomocí swapových operací. Předpokládanou roční dynamiku modelového dluhového portfolia zachycuje tabulka.

### Základní modelový vývoj struktury státního dluhu do konce roku 2007 (mld. Kč)

| Stav k      | SDD + Eurobondy | SPP  | Neobchodovatelný | Celkem |
|-------------|-----------------|------|------------------|--------|
| 31.10. 2006 | 621,8           | 75,2 | 37,4             | 734,4  |
| 31.12. 2007 | 800,8           | 69,0 | 44,5             | 914,2  |

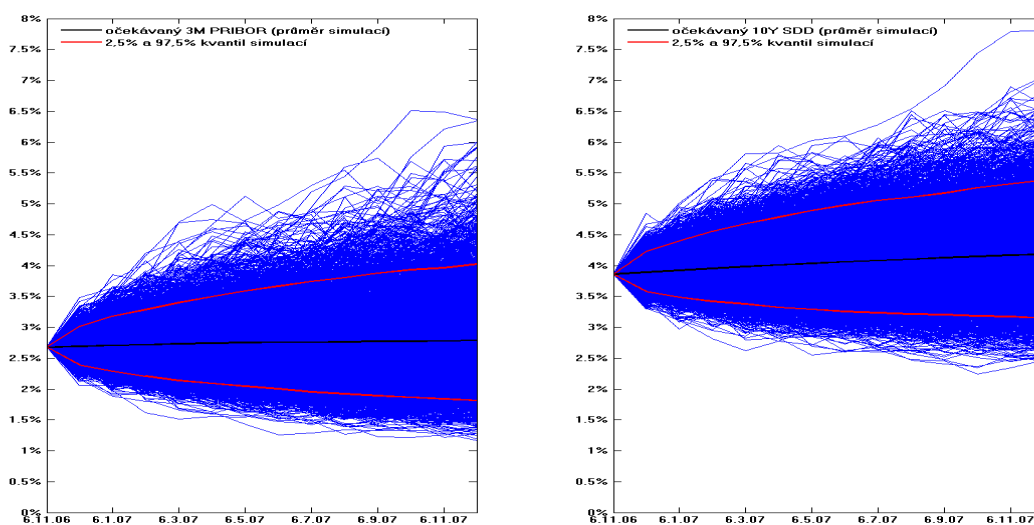
Zdroj: MF ČR.

Pro rok 2006 byl pro simulace úrokových sazeb použit model CIR, který lze označit za klasický v oblasti modelování úrokových sazeb. Model CIR má však v případě použití pro řízení úrokového rizika celou řadu nedostatků. Z pohledu řízení státního dluhu lze za největší nedostatek považovat podhodnocení volatility úrokových sazeb na dlouhém konci výnosové křivky jak dokumentuje předchozí obrázek v případě simulovaného výnosu desetiletého státního dluhopisu.

Proto byl pro kalkulace CaR na rok 2007 připraven v rámci kvantitativního výzkumu Odboru řízení státního dluhu model úrokových sazeb, který dle simulačního experimentu vykazuje lepší vlastnosti než model CIR. Model je založen na modelování hlavních komponent výnosové křivky („principal component analysis“)

pomocí nelineárních stochastických diferenciálních rovnic (rovnice driftu modelu CIR je lineární).<sup>6</sup> Parametry modelu jsou odhadnuty z měsíčních pozorování české výnosové křivky od ledna 2000. Pro každou z požadovaných splatností je provedeno 5 000 simulací úrokové sazby na příštích čtrnáct měsíců. Model vykazuje vlastnost „mean reversion“, z čehož pro současné hodnoty úrokových sazeb plyne, že jejich očekávané hodnoty rostou. Simulace úrokových sazeb 3M PRIBOR a 10tiletého státního dluhopisu jsou zaznamenány na obrázku.

### Simulace vývoje úrokových sazeb ČR v roce 2007



Zdroj: Bloomberg L.P., vlastní výpočty.

Simulace úrokových sazeb jsou vstupem pro výpočet úrokových nákladů floatové části portfolia státního dluhu: nové emise SPP a SDD, kapitálové zisky, respektive ztráty znovu-otevíraných emisí SDD, půjčky od EIB a floatové nohy derivátů. Ze simulací úrokových sazeb se tak získávají simulace úrokových nákladů portfolia státního dluhu. Průměr simulací úrokových nákladů je odhadem očekávané hodnoty úrokových nákladů a  $p\%$  kvantil simulací úrokových nákladů je odhadem  $p\%$  kvantilu pravděpodobnostního rozdělení úrokových nákladů. Hodnota 95% kvantilu simulací je klíčovou informací z hlediska výdajové strany státního rozpočtu a udává 95% CaR, tj. hodnotu úrokových nákladů, která nebude s 95% pravděpodobností překročena v daném simulačním horizontu.

Vývoj očekávané hodnoty kumulovaných úrokových nákladů rozpočtové kapitoly státní dluh a 95% CaR pro rok 2007 uvádí tabulka. Veškeré uvedené hodnoty nákladů jsou bez rozpočtovaných poplatků ve výši 300 mil. Kč. Grafickou podobu tabulky reprezentuje následující obrázek.

<sup>6</sup> Technika odhadu parametrů modelu vychází z článku Yacine Ait-Sahalia „Testing Continuous-Time Models of the Spot Interest Rate, *The Review of Financial Studies*, 1996, Vol. 9, No. 2, pp. 385-426“.

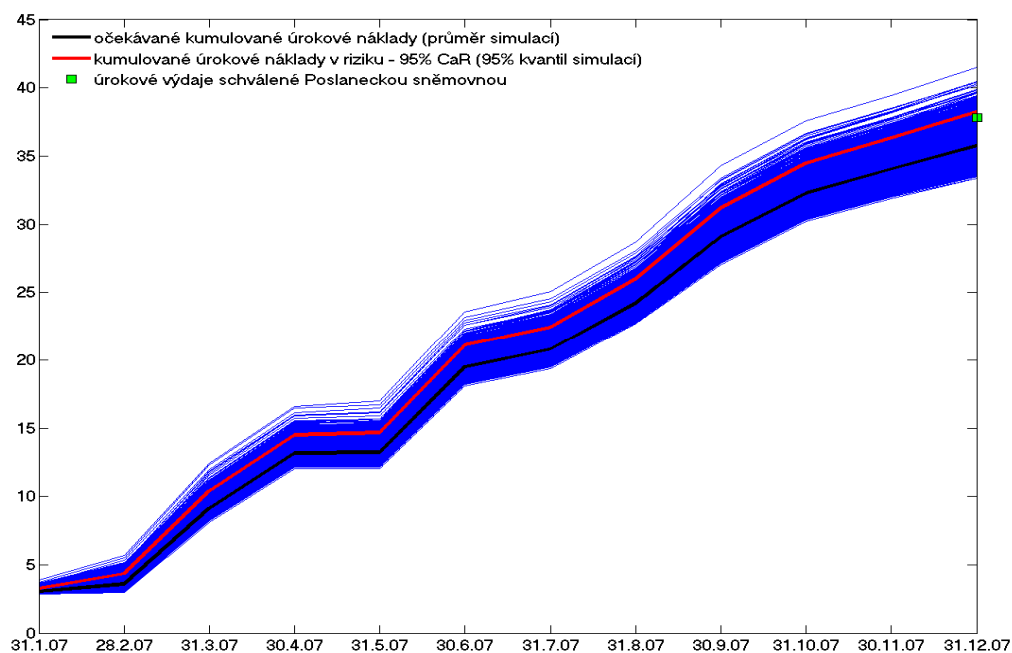
## Vývoj kumulovaných úrokových nákladů státního dluhu v roce 2007 (mld. Kč)

| Měsíce roku 2007  | 1.   | 2.   | 3.    | 4.    | 5.    | 6.    | 7.    | 8.    | 9.    | 10.   | 11.   | 12.   |
|-------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Očekávané náklady | 3,03 | 3,59 | 9,13  | 13,16 | 13,22 | 19,49 | 20,78 | 24,21 | 29,09 | 32,27 | 34,04 | 35,73 |
| 95% Cost-at-Risk  | 3,28 | 4,33 | 10,39 | 14,49 | 14,66 | 21,06 | 22,44 | 26,01 | 31,19 | 34,47 | 36,33 | 38,24 |

Zdroj: MF ČR, vlastní výpočty.

Očekávané úrokové náklady portfolia státního dluhu pro rok 2007 jsou **35,7 mld. Kč**. Náklady v riziku, tj. hodnota 95% CaR dosahuje **38,2 mld. Kč**. Z těchto ukazatelů mimo jiné vyplývá, že Poslaneckou sněmovnou schválené úrokové výdaje kapitoly státní dluh ve výši **37,8 mld. Kč** v rámci zákona o státním rozpočtu pro rok 2007 jsou konzistentní s provedenými modelovými simulacemi pro potřeby řízení finančních rizik dluhového portfolia a s téměř 95% pravděpodobností budou dostatečné k pokrytí ročních nákladů na obsluhu státního dluhu.

## Simulace kumulovaných úrokových nákladů v roce 2007 (mld Kč)



Poznámka: Úrokové náklady jsou kalkulovány na hotovostním principu relevantním pro metodiku státního rozpočtu.

Zdroj: Vlastní výpočty.

## **3.2. Řízení likvidity státního rozpočtu a státní pokladny v roce 2006**

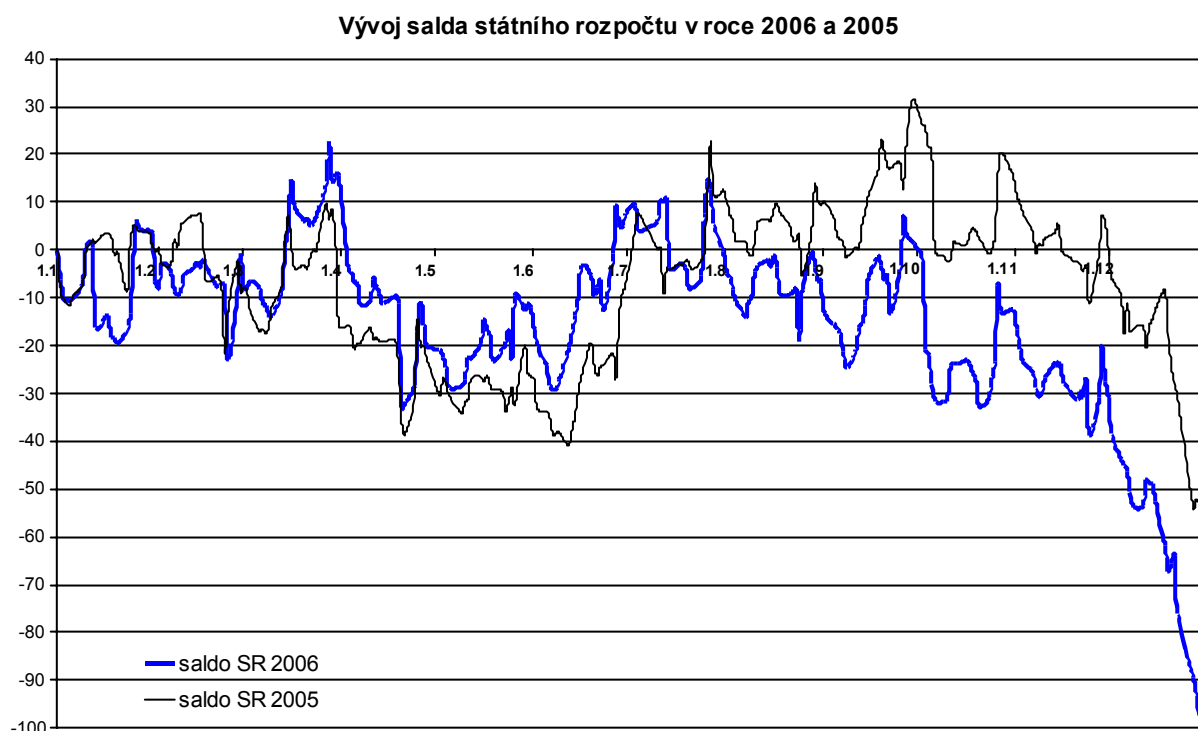
### **3.2.1. Vývoj státního rozpočtu v roce 2006**

Ke schodku státního rozpočtu v roce 2006 došlo již v prvních dnech měsíce ledna stejně jako v roce 2005 v důsledku pomalejšího rozběhu rozpočtových příjmů v porovnání s čerpáním výdajů. Na rozdíl od ledna roku 2005, kdy se saldo státního rozpočtu pohybovalo okolo -1,72 mld. Kč, v lednu roku 2006 dosahovalo hodnoty přibližně -7,48 mld. Kč a koncem ledna se dostalo na několik dní do kladných hodnot. Od 1. února má saldo státního rozpočtu opět podobu deficitu, a to až do 13. března. V tomto období byla maximální výše schodku salda státního rozpočtu zaznamenána dne 24. února ve výši -23,07 mld. Kč následkem splatné vratky DPH ve výši 17,12 mld. Kč. Dne 14. března nastal přebytek salda státního rozpočtu a vydržel až do konce března s maximem dne 28. března ve výši 22,55 mld. Kč. 3. dubna nastal opět deficit salda státního rozpočtu, schodek rozpočtového hospodaření postupně narůstal až do 20. dubna, kdy deficit dosáhl pololetního maxima -33,03 mld. Kč. Po tomto maximu saldo státního rozpočtu oscilovalo až do začátku července okolo -20,76 mld. Kč. Od 9. července v důsledku rychlejšího rozběhu rozpočtových příjmů v porovnání s čerpáním výdajů se deficit začal zmenšovat a v samém závěru prvního pololetí se pak, jako každoročně, projevil zvýšený výběr daně z příjmu právnických osob. Rozpočtové hospodaření za první pololetí tak skončilo přebytkem 7,64 mld. Kč.

V druhé polovině roku 2006, na rozdíl od roku 2005, kdy trval až na malé výjimky přebytek salda státního rozpočtu do poloviny listopadu, došlo již v průběhu července roku 2006 k deficitu salda státního rozpočtu, který trval až do 26. září a v tomto období dosáhl maximální hodnoty -24,67 mld. Kč. Od 26. do 29. září nastal poslední přebytek salda státního rozpočtu, maximální výše přebytku salda státního rozpočtu v druhé polovině roku 2006 byla dne 27. července, kdy dosáhla výše 12,67 mld. Kč. Od 1. října se saldo státního rozpočtu dostalo znovu do záporných hodnot, schodek rozpočtového hospodaření se stal trvalým jevem. Saldo oscilovalo v deficitu okolo -22,66 mld. Kč v říjnu, v listopadu okolo -27,10 mld. Kč. V prosinci začal deficit státního rozpočtu narůstat zejména vlivem převodů do rezervních fondů organizačních složek státu tak rychlým tempem, že dosáhl objemu -97,58 mld. Kč. v posledním dni roku 2006.

Výrazné odchylky byly v průběhu celého roku způsobeny především měsíční splatností daní z DPH, splatnými vratkami DPH a kvartální splatností daně z příjmu právnických osob.

Vývoj salda státního rozpočtu za rok 2006 a 2005 znázorňuje následující graf (v mld. Kč):

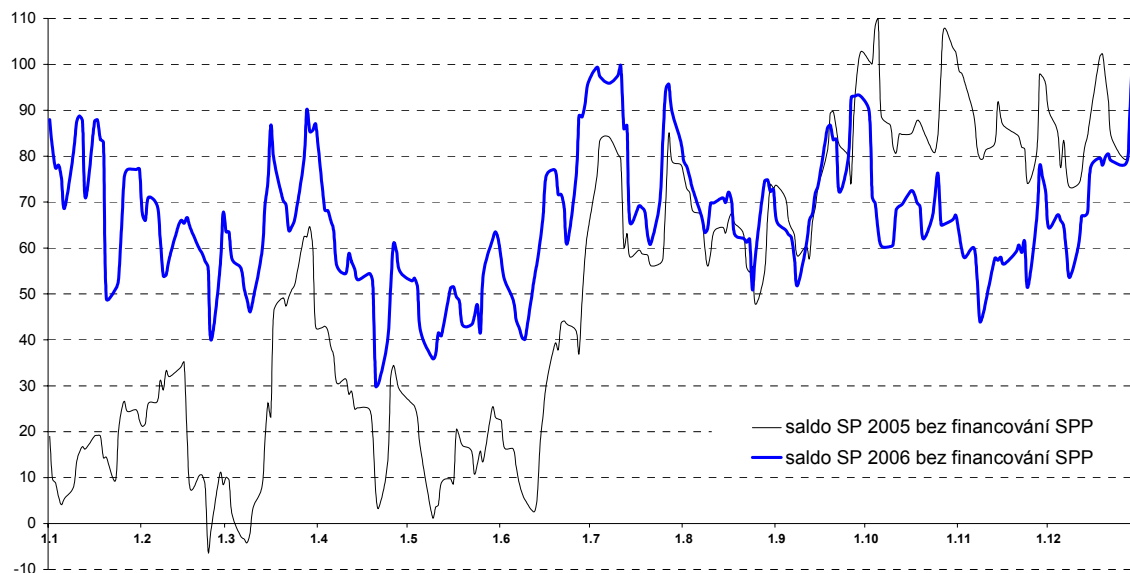


### 3.2.2. Vývoj likvidity státní pokladny v roce 2006

Vývoj salda státní pokladny byl v roce 2006 ve srovnání s rokem 2005 ovlivněn především zapojením rezervních fondů organizačních složek státu do státní pokladny od začátku roku. Dále pak v 1. pololetí příznivěji se vyvíjejícím se saldem státního rozpočtu a 2. pololetí naopak větším deficitním saldem státního rozpočtu oproti roku 2005. Minimální výše přebytku salda státní pokladny byla dne 20. dubna 2006, kdy dosáhla 29,91 mld. Kč a maximální výše přebytku salda státní pokladny byla dosažena v průběhu roku dne 11. července ve výši 99,58 mld. Kč a na konci roku ve výši 102,13 mld. Kč.

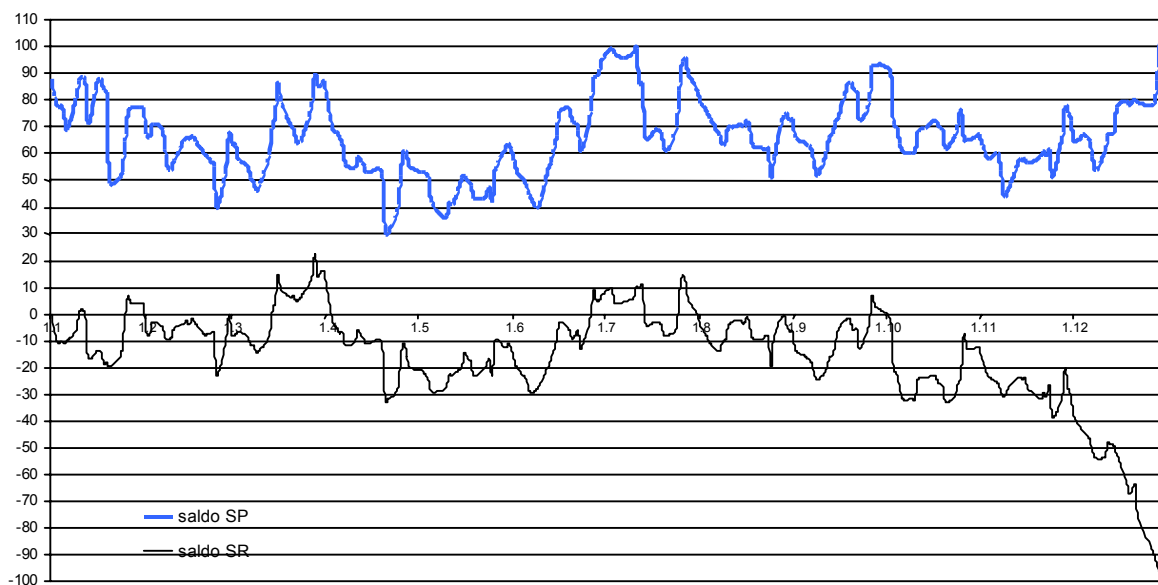
Vývoj salda státní pokladny za rok 2006 a 2005 znázorňuje následující graf (v mld. Kč):

**Vývoj salda státní pokladny v roce 2006 a 2005 bez financování SPP**

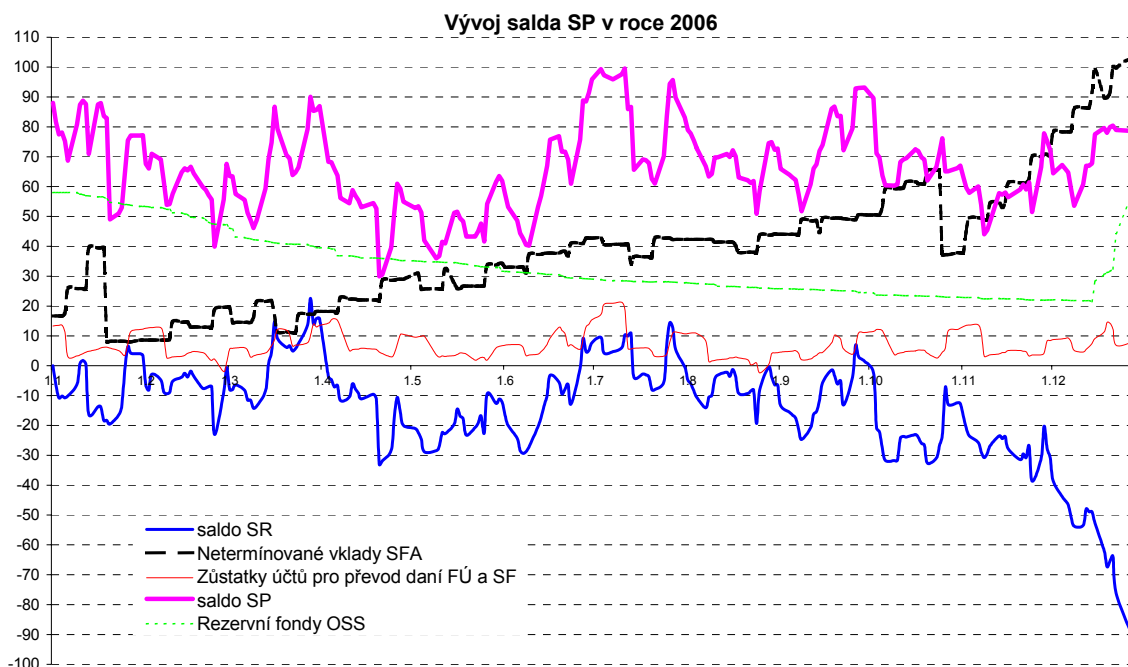


Vývoj salda běžného hospodaření státního rozpočtu a vývoj salda státní pokladny bez financování pokladničními poukázkami znázorňuje níže uvedený graf (v mld. Kč):

**Vývoj salda SR a SP bez financování SPP v roce 2006**



Vývoj salda státní pokladny v roce 2006 znázorňuje následující graf (v mld. Kč)



:

V rámci řízení likvidity souhrnného účtu státní pokladny byly v roce 2006 provedeny krátkodobé investice s použitím zástavy poukázek ČNB v objemu 3 000 176 mil. Kč, splátky přitom dosáhly do konce roku 2 999 975 mil. Kč.<sup>7</sup> K 31. 12. 2006 tak byly na majetkovém účtu MF evidovány poukázky ČNB v nominální hodnotě 201 mil. Kč.<sup>8</sup> Celkový výnos těchto investic činil 1 640,88 mil. Kč.

Současně byly v roce 2006 provedeny krátkodobé investice s použitím zástavy SPP v objemu 2 458 mil. Kč, splátky přitom dosáhly do konce roku 2 458 mil. Kč a krátkodobá výpůjčka s použitím zástavy SPP v nominální hodnotě 2 412 mil. Kč do roku 2007. Úrokový výnos investic s použitím zástavy SPP při řízení likvidity činil 0,16 mil. Kč.

<sup>7</sup> Hodnoty investic do PČNB jsou uváděny po zahrnutí reversních operací, kdy si MF krátkodobě na zástavu PČNB půjčovalo.

<sup>8</sup> Jde o nominální hodnotu zástavy, obdobná situace je i u použití zástavy SPP.

Následující tabulka porovnává výnosy a náklady dosažené při řízení likvidity v roce 2006 se stejným obdobím předchozího roku:

|                                               | 2005          | 2006            | 2006/2005<br>(%) |
|-----------------------------------------------|---------------|-----------------|------------------|
| Výnosy z operací při řízení likvidity s P ČNB | 924,94        | 1 640,88        | 177,40           |
| Úrokové náklady při řízení likvidity se SPP   | - 8,40        | 0,16            | -                |
| <b>Celkem</b>                                 | <b>916,54</b> | <b>1 641,04</b> | <b>179,05</b>    |

Z tabulky je zřejmé, že zatímco za rok 2006 úspory převýšily náklady celkem o 1 641,04 mil. Kč, ve stejném období roku 2005 úspory převýšily náklady o 916,54 mil. Kč. Operacemi s přebytkem finančních zdrojů státní pokladny bylo dosaženo v roce 2006 o 724,50 mil. Kč vyššího výnosu než v roce 2005.

Podstatně vyšší výnos z investování prostředků souhrnného účtu řízení likvidity státní pokladny v roce 2006 ve srovnání se stejným obdobím předchozího roku byl způsoben především zapojením rezervních fondů organizačních složek státu od začátku roku do souhrnného účtu státní pokladny na rozdíl od předcházejícího roku, kdy byly rezervní fondy organizačních složek státu zapojeny do souhrnného účtu státní pokladny až 3. října 2005. Proto také investice do pokladničních poukázek ČNB byly především v 1. – 3. čtvrtletí roku 2006 podstatně vyšší ve srovnání se stejným obdobím předchozího roku, aby tak byl neutralizován dopad přebytku finančních zdrojů na souhrnném účtu řízení likvidity státní pokladny.



# Vývoj státního dluhu České republiky v roce 2006

Tabulka 1

mld. Kč

| Název                                    | S t a v<br>k 1. 1. 2006 | Výpůjčky<br>(a) | Splátky<br>(b) | Kurzový<br>rozdíl (c) | Celková<br>změna<br>(a - b + c) | S t a v<br>k 31. 12. 2006 |
|------------------------------------------|-------------------------|-----------------|----------------|-----------------------|---------------------------------|---------------------------|
| <b>STÁTNÍ DLUH CELKEM</b>                | <b>691,176</b>          | <b>328,299</b>  | <b>215,961</b> | <b>-1,021</b>         | <b>111,317</b>                  | <b>802,493</b>            |
| <b>Vnitřní dluh</b>                      | <b>581,752</b>          | <b>315,079</b>  | <b>215,928</b> |                       | <b>99,151</b>                   | <b>680,903</b>            |
| Státní pokladniční poukázky              | 94,249                  | 150,319         | 155,000        |                       | -4,681                          | 89,568                    |
| 32. emise dlouhodobých dluhopisů (2000)  | 20,000                  |                 |                |                       | 0,000                           | 20,000                    |
| 33. emise dlouhodobých dluhopisů (2000)  | 21,000                  |                 |                |                       | 0,000                           | 21,000                    |
| 34. emise dlouhodobých dluhopisů (2001)  | 35,000                  |                 |                |                       | 0,000                           | 35,000                    |
| 36. emise dlouhodobých dluhopisů (2001)  | 50,272                  |                 |                |                       | 0,000                           | 50,272                    |
| 37. emise střednědobých dluhopisů (2001) | 28,000                  |                 | 28,000         |                       | -28,000                         | 0,000                     |
| 38. emise střednědobých dluhopisů (2003) | 30,000                  |                 | 30,000         |                       | -30,000                         | 0,000                     |
| 39. emise střednědobých dluhopisů (2003) | 41,000                  |                 |                |                       | 0,000                           | 41,000                    |
| 40. emise dlouhodobých dluhopisů (2003)  | 64,964                  |                 |                |                       | 0,000                           | 64,964                    |
| 41. emise dlouhodobých dluhopisů (2003)  | 47,035                  |                 |                |                       | 0,000                           | 47,035                    |
| 42. emise střednědobých dluhopisů (2004) | 48,642                  |                 |                |                       | 0,000                           | 48,642                    |
| 43. emise střednědobých dluhopisů (2004) | 22,983                  |                 |                |                       | 0,000                           | 22,983                    |
| 44. emise dlouhodobých dluhopisů (2005)  | 31,494                  | 24,759          |                |                       | 24,759                          | 56,253                    |
| 45. emise střednědobých dluhopisů (2005) | 17,545                  | 34,174          |                |                       | 34,174                          | 51,719                    |
| 46. emise dlouhodobých dluhopisů (2005)  | 15,868                  | 37,811          |                |                       | 37,811                          | 53,679                    |
| 47. emise střednědobých dluhopisů (2005) | 13,700                  | 35,276          |                |                       | 35,276                          | 48,976                    |
| 48. emise střednědobých dluhopisů (2006) | 0,000                   | 14,338          |                |                       | 14,338                          | 14,338                    |
| 49. emise dlouhodobých dluhopisů (2006)  | 0,000                   | 13,075          |                |                       | 13,075                          | 13,075                    |
| Repo půjčky - zástava SPP - ÚŘLSP        | 0,000                   | 2,400           |                |                       | 2,400                           | 2,400                     |
| Repo půjčky - zástava SPP - JÚ           | 0,000                   | 0,005           | 0,005          |                       | 0,000                           | 0,000                     |
| Repo půjčky - zástava PČNB - ÚŘLSP       | 0,000                   | 2,923           | 2,923          |                       | 0,000                           | 0,000                     |
| <b>Vnější dluh</b>                       | <b>109,424</b>          | <b>13,221</b>   | <b>0,033</b>   | <b>-1,021</b>         | <b>12,167</b>                   | <b>121,591</b>            |
| 1. emise eurobondů (2004)                | 48,824                  |                 |                |                       | 0,000                           | 48,824                    |
| 2. emise eurobondů (2005)                | 30,050                  |                 |                | -0,018                | -0,018                          | 30,031                    |
| 1. emise jenových bondů (2006)           | 0,000                   | 6,248           |                | -0,991                | 5,257                           | 5,257                     |
| Půjčky od EIB                            | 29,732                  | 6,973           |                |                       | 6,973                           | 36,704                    |
| Směnky pro úhradu účasti u EBRD          | 0,090                   |                 | 0,033          | -0,011                | -0,044                          | 0,046                     |
| Směnky pro úhradu účasti u IBRD          | 0,728                   |                 |                |                       | 0,000                           | 0,728                     |



Tabulka 2

## Výdaje na státní dluh České republiky v roce 2006

v tis. Kč

|                                          | Čistý<br>úmor         | Úrok                  | Poplatky<br>dluhové služby | Celkové<br>výdaje     |
|------------------------------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------------|-----------------------|
| <b>CELKEM</b>                            | <b>60 961 291,676</b> | <b>31 514 636,021</b> | <b>93 805,903</b>          | <b>92 569 733,599</b> |
| <b>Vnitřní státní dluh</b>               | <b>60 928 100,000</b> | <b>28 170 669,597</b> | <b>93 805,408</b>          | <b>89 192 575,005</b> |
| Státní pokladniční poukázky              |                       | 2 800 247,068         |                            | 2 800 247,068         |
| 2. emise střednědobých dluhopisů (1993)  |                       | -154,000              |                            | -154,000              |
| 32. emise dlouhodobých dluhopisů (2000)  |                       | 1 260 000,000         | 179,694                    | 1 260 179,694         |
| 33. emise dlouhodobých dluhopisů (2000)  |                       | 1 344 000,000         | 180,359                    | 1 344 180,359         |
| 34. emise dlouhodobých dluhopisů (2001)  |                       | 2 432 500,000         | 214,090                    | 2 432 714,090         |
| 36. emise dlouhodobých dluhopisů (2001)  |                       | 3 292 840,235         | 204,039                    | 3 293 044,274         |
| 37. emise střednědobých dluhopisů (2001) | 28 000 000,000        | 1 596 000,000         | 176,528                    | 29 596 176,528        |
| 38. emise střednědobých dluhopisů (2003) | 30 000 000,000        | 900 000,000           | 21,331                     | 30 900 021,331        |
| 39. emise střednědobých dluhopisů (2003) |                       | 1 189 000,000         | 181,424                    | 1 189 181,424         |
| 40. emise dlouhodobých dluhopisů (2003)  |                       | 2 403 656,530         | 190,416                    | 2 403 846,946         |
| 41. emise dlouhodobých dluhopisů (2003)  |                       | 2 163 630,240         | 217,818                    | 2 163 848,058         |
| 42. emise střednědobých dluhopisů (2004) |                       | 1 719 395,894         | 185,460                    | 1 719 581,353         |
| 43. emise střednědobých dluhopisů (2004) |                       | 907 818,230           | 184,406                    | 908 002,636           |
| 44. emise dlouhodobých dluhopisů (2005)  |                       | 1 225 797,231         | 13 467,199                 | 1 239 264,430         |
| 45. emise střednědobých dluhopisů (2005) |                       | 1 813 789,783         | 10 635,279                 | 1 824 425,062         |
| 46. emise dlouhodobých dluhopisů (2005)  |                       | 1 971 601,489         | 30 115,619                 | 2 001 717,108         |
| 47. emise střednědobých dluhopisů (2005) |                       | 1 077 113,164         | 7 571,866                  | 1 084 685,030         |
| 48. emise střednědobých dluhopisů (2006) |                       | 22 240,900            | 3 566,347                  | 25 807,247            |
| 49. emise dlouhodobých dluhopisů (2006)  |                       | 51 356,371            | 20 339,276                 | 71 695,647            |
| Krátkodobé půjčky                        | 2 928 100,000         | -163,537              |                            | 2 927 936,463         |
| Ostatní                                  |                       |                       | 6 174,257                  | 6 174,257             |
| <b>Vnější státní dluh</b>                | <b>33 191,676</b>     | <b>3 343 966,423</b>  | <b>0,495</b>               | <b>3 377 158,594</b>  |
| 1. emise eurobondů (2004)                |                       | 1 708 718,170         |                            | 1 708 718,170         |
| 2. emise eurobondů (2005)                |                       | 938 955,073           |                            | 938 955,073           |
| Půjčky od EIB                            |                       | 696 293,180           | 0,495                      | 696 293,675           |
| Směnky pro úhradu účasti u IBRD a EBRD   | 33 191,676            |                       |                            | 33 191,676            |



**Tabulka 3**

**Přehled emisí SPP v roce 2006**

| Číslo<br>emise | Datum emise | Datum<br>splatnosti | Objem<br>v mil. Kč | prodáno | do portfolia<br>MF | Životnost<br>ve dnech | Výnos<br>v % pa |
|----------------|-------------|---------------------|--------------------|---------|--------------------|-----------------------|-----------------|
| 479            | 6. 1. 2006  | 7. 4. 2006          | 15 182             | 5 182   | 10 000             | 91                    | 2,08            |
| 480            | 20. 1. 2006 | 19. 1. 2007         | 5 839              | 5 839   |                    | 364                   | 2,27            |
| 481            | 3. 2. 2006  | 3.11. 2006          | 5 122              | 5 122   |                    | 273                   | 2,12            |
| 482            | 10. 2. 2006 | 11. 8. 2006         | 5 561              | 5 561   |                    | 182                   | 2,00            |
| 483            | 17. 2. 2006 | 19. 5. 2006         | 14 190             | 4 190   | 10 000             | 91                    | 1,84            |
| 484            | 10. 3. 2006 | 9. 6. 2006          | 16 000             | 6 000   | 10 000             | 91                    | 2,00            |
| 485            | 31. 3. 2006 | 29. 9. 2006         | 5 301              | 5 301   |                    | 182                   | 2,13            |
| 486            | 7. 4. 2006  | 7. 7. 2006          | 15 000             | 5 000   | 10 000             | 91                    | 1,99            |
| 487            | 14. 4. 2006 | 13. 4. 2007         | 4 815              | 4 815   |                    | 364                   | 2,30            |
| 488            | 19. 5. 2006 | 18. 8. 2006         | 15 000             | 5 000   | 10 000             | 91                    | 2,00            |
| 489            | 26. 5. 2006 | 24.11. 2006         | 4 363              | 4 363   |                    | 182                   | 2,09            |
| 490            | 2. 6. 2006  | 1. 6. 2007          | 3 800              | 3 800   |                    | 364                   | 2,36            |
| 491            | 9. 6. 2006  | 8. 9. 2006          | 14 124             | 4 124   | 10 000             | 91                    | 2,02            |
| 492            | 23. 6. 2006 | 23. 3. 2007         | 4 564              | 4 564   |                    | 273                   | 2,52            |
| 493            | 7. 7. 2006  | 6.10. 2006          | 12 959             | 2 959   | 10 000             | 91                    | 2,15            |
| 494            | 14. 7. 2006 | 13. 7. 2007         | 3 690              | 3 690   |                    | 364                   | 2,67            |
| 495            | 28. 7. 2006 | 27. 4. 2007         | 4 565              | 4 565   |                    | 273                   | 2,64            |
| 496            | 11. 8. 2006 | 9. 2. 2007          | 4 734              | 4 734   |                    | 182                   | 2,40            |
| 497            | 18. 8. 2006 | 16.11. 2006         | 13 909             | 3 909   | 10 000             | 90                    | 2,25            |
| 498            | 1. 9. 2006  | 31. 8. 2007         | 5 000              | 5 000   |                    | 364                   | 2,65            |
| 499            | 8. 9. 2006  | 8.12. 2006          | 14 040             | 4 040   | 10 000             | 91                    | 2,25            |
| 500            | 29. 9. 2006 | 30. 3. 2007         | 6 000              | 6 000   |                    | 182                   | 2,78            |
| 501            | 6.10. 2006  | 5. 1. 2007          | 15 740             | 5 740   | 10 000             | 91                    | 2,58            |
| 502            | 13.10. 2006 | 12.10. 2007         | 4 710              | 4 710   |                    | 364                   | 3,08            |
| 503            | 3.11. 2006  | 3. 8. 2007          | 5 994              | 5 994   |                    | 273                   | 2,87            |
| 504            | 16.11. 2006 | 16. 2. 2007         | 16 000             | 6 000   | 10 000             | 92                    | 2,53            |
| 505            | 24.11. 2006 | 25. 5. 2007         | 6 000              | 6 000   |                    | 182                   | 2,73            |
| 506            | 1.12. 2006  | 30.11. 2007         | 4 017              | 4 017   |                    | 364                   | 2,92            |
| 507            | 8.12. 2006  | 9. 3. 2007          | 14 312             | 4 312   | 10 000             | 91                    | 2,47            |
| 508            | 15.12. 2006 | 14. 9. 2007         | 5 220              | 5 220   |                    | 273                   | 2,77            |
| 509            | 22.12. 2006 | 23. 3. 2007         | 4 568              | 4 568   |                    | 91                    | 2,45            |