

B. ŘÍZENÍ STÁTNÍHO DLUHU

1. Vývoj státního dluhu

V 1. čtvrtletí 2006 došlo ke zvýšení státního dluhu o 7 mld. Kč z 691,2 mld. Kč na 698,2 mld. Kč. Znamená to, že v průběhu 1. čtvrtletí 2006 se dluh zvýšil o 1%.

Při zvýšení státního dluhu z 691,2 mld. Kč na 698,2 mld. Kč se vnitřní státní dluh zvýšil o 0,8 mld. Kč a vnější státní dluh se zvýšil o 6,2 mld. Kč.

Tržní hodnota státního dluhu na konci 1. čtvrtletí roku 2006 činí 739,5 mld. Kč, přičemž ve srovnání s koncem roku 2005 se snížila o 0,2 %.

Přehled o vývoji státního dluhu v 1. čtvrtletí 2006 podává následující tabulka:

	Stav 1. 1. 2006	Výpůjčky (a)	Splátky (b)	Kurzové rozdíly (c)	Změna (a-b+c)	Stav 31. 3. 2006
STÁTNÍ DLUH CELKEM	691 176	82 608	75 395	-234	6 979	698 154
Vnitřní dluh	581 752	76 190	75 395		795	582 547
Státní pokladniční poukázky	94 249	37 972	45 395		-7 423	86 826
Střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy	487 503	38 218	30 000		8 218	495 721
Vnější dluh	109 424	6 418		-234	6 184	115 608
Zahraniční emise dluhopisů	78 874	6 248		-230	6 018	84 891
Půjčky od EIB	29 732	170			170	29 902
Směnky pro úhradu účasti u IBRD a EBRD	818			-4	-4	815

v mil. Kč

Státní výpůjčky v 1. čtvrtletí 2006 spočívaly především v emisích státních dluhopisů. Bylo realizováno 7 emisí krátkodobých státních dluhopisů, a sice státních pokladničních poukázek (SPP). Všechny tyto emise SPP byly primárně určeny k financování dlouhodobého státního dluhu. Celkový objem výpůjček prodejem SPP dosáhl v uvedeném období objemu 37 972 mil. Kč.

V 1. čtvrtletí 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. Celkově tak emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím trhu dosáhly v 1. čtvrtletí 2006 objemu 38 218 mil. Kč:

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

Dne 16. ledna 2006 vydala Česká republika **1. emisi dluhopisů na japonském trhu v objemu 30 mld. JPY, s dobou splatnosti 30 let a s kupónovou sazbou 2,75% pa.** Dluhopisy byly vydány na doručitele, každý v nominální hodnotě 1 mil. JPY. Emise tohoto dluhopisu byla vydána při pari a kupón této emise byl zajištěn úrokovým swapem.

Finanční prostředky získané prodejem jak emisí SPP, tak emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů sloužily ke splátkám jistin dlouhodobého státního dluhu, ke krytí schodků státního rozpočtu a k úhradě ztráty České konsolidační agentury. Ministerstvo financí emitovalo v průběhu 1. čtvrtletí 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 dosáhla v 1. čtvrtletí 2006 výše 5 mld. Kč, přičemž celá tato částka byla financována z výnosu prodeje 4. tranše 45. emise státních střednědobých dluhopisů.

Prémii emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů bylo v 1. čtvrtletí 2006 dosaženo pouze v případě jedné z šesti vydaných tranší, přičemž její výše dosáhla 162 mil. Kč. Tato prémie byla převedena do příjmů kapitoly VPS dne 31. 3. 2006. Naproti tomu suma diskontů dosáhla v 1. čtvrtletí 2006 výše -386 mil. Kč. Tato nepříznivá skutečnost byla způsobena vyšší úrovní úrokových sazeb na kapitálovém trhu ve srovnání s obdobím, kdy byly stanovovány kupónové sazby většiny emisí, jejichž tranše byly v 1. čtvrtletí 2006 prodávány. Pro srovnání, v 1. čtvrtletí 2005 dosáhly prémie výše 503 mil. Kč a diskonty pouze -40 mil. Kč.

Objem státních dluhopisů v oběhu vzrostl v 1. čtvrtletí 2006 o 6 812 mil. Kč (v nominálním vyjádření) z 660 626 mil. Kč na 667 438 mil. Kč. **Tento objem vzrostl v 1. čtvrtletí 2006 na 101% v porovnání se začátkem roku.**

Kromě výpůjček emisemi státních dluhopisů se v 1. čtvrtletí 2006 čerpala půjčka od Evropské investiční banky (EIB). Konkrétně šlo o 5. tranši půjčky pro Masarykovu univerzitu ve výši 170 mil. Kč čerpanou dne 15. března 2006. Stav půjček od EIB se tak v průběhu 1. čtvrtletí 2006 zvýšil z 29 732 mil. Kč. na 29 902 mil. Kč.

Vývoj úrokových sazeb

Trend výnosů v aukcích SPP byl v 1. čtvrtletí 2006 zhruba do 2. poloviny měsíce února klesající, a to na obou koncích výnosové křivky, poté dochází k růstu výnosů do splatnosti. Zatímco počátkem ledna činil průměrný výnos SPP s původní dobou do splatnosti 13 týdnů 2,08% pa, v polovině února poklesl na 1,84% pa, avšak počátkem března dosáhl 2,00% pa.

Výnosy do splatnosti v primárních aukcích byly u tranší střednědobých státních dluhopisů v 1. čtvrtletí 2006 nižší než v posledním čtvrtletí roku 2005. U 3letých dluhopisů (47. emise) došlo u 4. tranše ve srovnání s 2. tranší prodanou ve 4. čtvrtletí roku 2005 k poklesu o 35 basických bodů (výnos 3,10% pa v listopadu 2005 oproti 2,75% pa v březnu 2006), u 5letých dluhopisů (45. emise) poklesl výnos do splatnosti vzhledem k předchozí tranši o 33 basických bodů (výnos 3,25% pa v prosinci 2005 oproti 2,92% pa v únoru 2006).

Naproti tomu u 10letých dluhopisů (44. emise) došlo k růstu výnosu do splatnosti o 19 basických bodů (výnos v říjnu 2005 činil 3,34% pa, v následující tranši v lednu 2006 pak 3,53% pa). U 15letých dluhopisů (46. emise) došlo nejprve v případě únorové 3. tranše k poklesu vůči listopadové 2. tranši o 40 basických bodů (ze 4,18% pa na 3,78% pa). Poté došlo v rámci březnové 4. tranše k růstu o 13 basických bodů vzhledem k předchozí tranši (na 3,91% pa).

2. Výdaje kapitoly Státní dluh

Podle zákona č. 218/2000 Sb. o rozpočtových pravidlech a o změně některých souvisejících zákonů (rozpočtová pravidla), § 10, odstavec 4, tvoří od roku 2001 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.

Přehled rozpočtových výdajů kapitoly Státní dluh v 1. čtvrtletí 2006 podává následující tabulka.

v mil. Kč

Ukazatel	Skutečnost 1. čtvrtletí 2005	Rozpočet 2006		Skutečnost 1. čtvrtletí 2006	% Plnění	Index 2006/2005 (%)
		Schválený	vč. všech změn			
1	2	3	4	5	5:4	5:2
Výdaje kapitoly celkem	9 445	34 183	34 183	9 636	28,2	102,0
1. Úrokové výdaje celkem	9 431	33 883	33 883	9 615	28,4	102,0
na vnitřní dluh	9 305	28 933	28 933	8 853	30,6	95,1
<i>z toho:</i>						
na státní pokladniční poukázky	1 150	3 679	3 679	967	26,3	84,1
na středně- a dlouhodobé dluhopisy	8 156	25 254	25 254	7 886	31,2	96,7
na vnější dluh	126	4 950	4 950	762	15,4	604,6
<i>z toho:</i>						
na eurobondy	0	3 810	3 810	607	15,9	-
na půjčky od EIB	126	1 140	1 140	155	13,6	123,2
2. Poplatky	14	300	300	21	7,0	149,3

Tyto výsledky kapitoly v 1. čtvrtletí 2006 znamenají, že v porovnání s 1. čtvrtletím 2005 se jak celkové tak úrokové výdaje v 1. čtvrtletí 2006 zvýšily pouze o 2%, zatímco státní dluh vzrostl o 12,9% (v porovnání konec 1Q2006 / konec 1Q2005). Výdaje kapitoly za 1. čtvrtletí 2006 se zvýšily meziročně ve srovnání s 1. čtvrtletím 2005 o 191 mil. Kč. Výdaje kapitoly jsou ve srovnání se schváleným rozpočtem, který se shoduje s rozpočtem po změnách, o 3,2 procentních bodů nad alikvotou pro 1. čtvrtletí 2006.

Celkové výdaje kapitoly v 1. čtvrtletí 2006 dosáhly výše **9 636 mil. Kč**, což představuje 28,2% výdajů rozpočtovaných pro rok 2006. Úrokové výdaje činily 9 615 mil. Kč, poplatky 21 mil. Kč.

V úrokových výdajích stále dominují úrokové výdaje na vnitřní dluh (8 853 mil. Kč). Avšak v souvislosti se snižováním podílu vnitřního dluhu na státním dluhu se v porovnání s 1. čtvrtletím 2005 snížil také podíl úrokových výdajů na vnitřní dluh o 6,6 procentních bodů z 98,7% na 92,1%.

Úrokové výdaje na vnitřní (domácí) dluh jsou složeny z úrokových výdajů na státní pokladniční poukázky a z úrokových výdajů na střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy. Úrokové výdaje na státní pokladniční poukázky dosáhly v 1. čtvrtletí 2006 výše 967 mil. Kč oproti 1 150 mil. Kč ve stejném období roku 2005. Součástí úrokových výdajů na státní pokladniční poukázky jsou také výdaje z titulu těch úrokových swapů, které zajišťují úrokové riziko části objemu státních pokladničních poukázek. V 1. čtvrtletí 2006 činily tyto výdaje 566 mil. Kč oproti 498 mil. Kč ve stejném období roku 2005. Úrokové výdaje na střednědobé

a dlouhodobé státní dluhopisy dosáhly v 1. čtvrtletí 2006 výše 7 886 mil. Kč oproti 8 156 mil. Kč ve stejném období roku 2005.

Úrokové výdaje na vnější (zahraniční) dluh ve výši 762 mil. Kč oproti 126 mil. Kč v 1. čtvrtletí 2005 tvořily úroky půjček od Evropské investiční banky ve výši 155 mil. Kč a úroky z titulu eurobondů České republiky ve výši 607 mil. Kč. Tato částka zahrnuje také dopad úrokových swapů pro zajištění této emise proti devizovému riziku.

Na úrokové výdaje působil především dlouhodobý růst státního dluhu a současně pouze mírný vzestup výnosů dosažených v aukcích státních dluhopisů oproti stejnému období předchozího roku.

Úrokové výdaje z titulu půjček od Evropské investiční banky (EIB) se v porovnání s 1. čtvrtletím 2005 zvýšily o 23,6 % zejména v důsledku výrazného navyšování těchto půjček.

V 1. čtvrtletí 2006 činily poplatky spojené s obsluhou státního dluhu 21 mil. Kč, což je 7% rozpočtované částky. Ve srovnání s 1. čtvrtletím 2005 se úhrady z titulu poplatků zvýšily o 49,3%. Toto zvýšení bylo způsobeno výhradně růstem objemu státního dluhu.

3. Dluhová strategie a řízení rizik

Ministerstvo financí dne 1. prosince 2005 na základě rozhodnutí ministra financí ze dne 18. listopadu 2005 (čj. 20/107 726/2005) zveřejnilo svou Strategii financování a řízení státního dluhu pro rok 2006, která konkretizuje roční program financování potřeb centrální vlády a kvantifikuje strategické cíle, které vymezují operační prostor pro taktický management státního dluhu a státních finančních aktiv prostřednictvím aktivních operací na sekundárním trhu státních dluhopisů a finančních derivátů. Vývoj v oblasti průběžného hodnocení směřování struktury dluhového portfolia k vyhlášeným cílům a v plnění ročního programu financování ke konci prvního čtvrtletí 2006 shrnuje následující přehled.

UKAZATEL	Vyhlášený cíl pro rok 2006	Stav k 31. 3. 2006
Zahraniční financování	Max. 50% hrubých ročních požadavků vlády na financování	4,0%
	0 až 77,7 mld. Kč	6,25 mld. Kč
Hrubá emise SDD	72,3 až 150,0 mld. Kč	38,2 mld. Kč
Čistá emise SPP	-3,8 až - 25,0 mld. Kč	-7,4 mld. Kč
Půjčky od EIB	9,2 mld. Kč	0,2 mld. Kč
Krátkodobý státní dluh	20% a méně	19,4%
Průměrná doba do splatnosti	6,0 až 7,0 let	6,2 roku
Úrokový refixing do 1 roku	30 až 40%	28,5%

Poznámka: SDD – domácí středně- a dlouhodobé státní dluhopisy; SPP – státní pokladniční poukázky

Zdroj: MF ČR, Bloomberg

V oblasti zahraničního financování došlo v lednu v souladu s dluhovou strategií k úspěšnému historicky prvnímu umístění státních dluhopisů jedinému japonskému investorovi v podobě životní pojišťovny v objemu 30 mld. JPY, což představuje cca 4% ze schváleného maximálního limitu pro rok 2006. O této operaci rozhodl ministr financí dne 14. 9. 2005. Bezprostředně po rozhodnutí ministra financí byl zahájen celý investiční proces, který byl završen stanovením finální ceny a realizací operací k měnovému zajištění úrokových plateb, které proběhly dne 22. 12. 2005 s následujícími konečnými parametry s tím, že datum emise a vypořádání transakce bylo dohodnuto na 16. 1. 2006, takže celá operace je součástí Programu financování na rok 2006.

Konečné dosažené parametry privátního umístění v Japonsku:

Hodnota emise JPY	30 mld. JPY
Korunová hodnota emise	6 248 mil. Kč
Datum emise a vypořádání	16. 1. 2006
Datum splatnosti	16. 1. 2036
Fixní kupón JPY (pololetně)	2,75%
Rozpětí nad JPY Libor6m	0,27%
<hr/>	
Náklady po měnovém zajištění kupónů - rozpětí nad CZK Pribor6M	- 0,605%

Realizace privátního umístění potvrdila původní předpoklady, že se jedná o historicky nákladově nejvýhodnější financování České republiky, a to nejen ve srovnání s domácím dluhopisovým a eurobondovým trhem, ale i ve srovnání s čerpanými půjčkami od Evropské investiční banky. Důležitým znakem realizovaného privátního umístění je, že MF neprovedlo měnové zajištění jistiny, jelikož toto nemá z pohledu minimalizace nákladů dluhové služby žádný ekonomický smysl. Namísto toho byla provedena konverze přímo na měnovém trhu. Tato přímá konverze v objemu 6,2 mld. Kč, která proběhla dne 22. 12. 2005, neměla výraznější apreciační dopad na vývoj kurzu koruny. Nelze proto v žádném případě argumentovat, že MF přispělo k aktuálnímu apreciačnímu vývoji kurzu, který započal až počátkem roku 2006 v době zahájení aktivity na finančním trhu. Řízení státního dluhu MF naopak načasovalo přímou konverzi na období relativní stability a snížené aktivity na devizovém trhu (prosinec 2005). V období těsně po konverzi došlo naopak k mírné depreciační v posledních dnech roku 2005. Další případné působení na zahraničním trhu bude záviset na aktuálních tržních podmínkách a na rozhodnutí ministra financí.

V oblasti domácí emisní činnosti došlo vzhledem ke splátce 38. emise SDD v objemu 30 mld. Kč k čisté emisi SDD pouze v hodnotě 8,2 mld. Kč. Emitovaný objem SPP v oběhu zaznamenal pokles o 7,4 mld. Kč v souladu s plánovanými a schválenými limity.

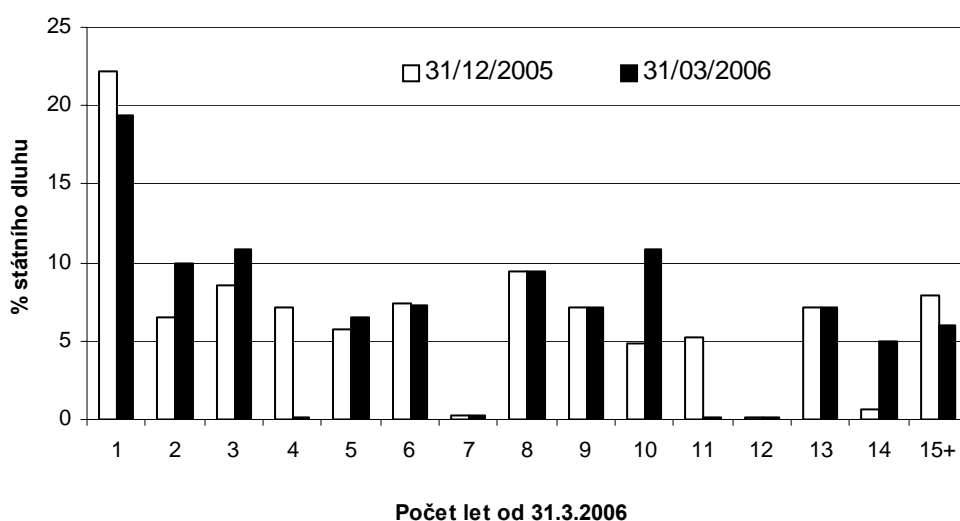
Refinanční riziko

Refinanční riziko je hlavním rizikem, jehož minimalizace a stabilizace zaznamenává od roku 2004 významný pokrok směrem k akceptovatelným úrovním běžným v zemích eurozóny a hraje klíčovou roli při řízení státního dluhu a koncipování jeho strategie ve střednědobém horizontu.

Hlavním kritériem, které ministerstvo používá pro měření tohoto rizika je krátkodobý státní dluh. Ten se dařilo meziročně snižovat z úrovně 69 % v roce 2000 na úroveň 25% na konci roku 2004 a na úroveň 22,1% na konci roku 2005.

Během prvního čtvrtletí 2006 došlo k dalšímu poklesu, který také znamenal prolomení dlouhodobě cílované hranice na úroveň 19,4%. Ve zbývajících třech čtvrtletích bude docházet k řízení emisí SPP tak, aby ke konci roku 2006 byla udržena úroveň pod limitním cílem 20% a méně pro krátkodobý státní dluh. Novým strategickým cílem počínaje rokem 2005 v oblasti řízení refinančního rizika je také průměrná splatnost státního dluhu, která ke konci roku 2005 dosáhla úrovně 5,8 roku. Během prvního čtvrtletí 2006 došlo k signifikantnímu nárůstu tohoto ukazatele na hodnotu 6,18 roku. Mezi hlavní příčiny tohoto růstu náleží zmiňovaný pokles krátkodobého dluhu o 2,7 procentního bodu a privátní umístění v Japonsku se splatností 30 let.

Klíčovou věcí v oblasti refinančního rizika je **stabilizace profilu splácení státního dluhu**. Vývoj tohoto profilu za první čtvrtletí roku 2006 ve srovnání s koncem roku 2005 zachycuje graf.



Úrokové riziko

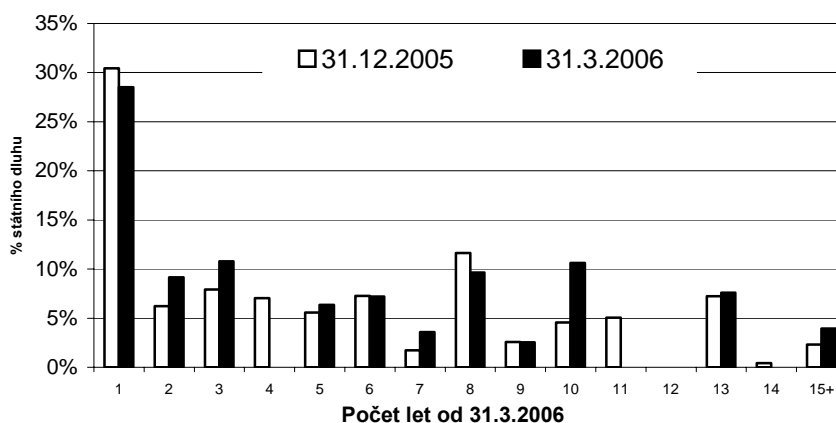
Struktura státního dluhu z hlediska úročení dluhových instrumentů zůstala i v 1. čtvrtletí 2006 stabilizována kolem hranice 30%, pokud jde o úrokové refixace dluhového portfolia do 1 roku, přičemž oproti konci roku 2005 došlo k mírnému poklesu.

Státní dluh z hlediska úročení (stav na konci období)

	Podíl (%)				
	2002	2003	2004	2005	1.2006
Bezüročný dluh	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1
Fixně úročený dlouhodobý dluh	57,1	64,7	75,2	81,9	83,2
z toho: splatný do 1 roku	7,2	7,9	3,7	8,4	6,9
Státní pokladniční poukázky	41,4	32,6	21,2	13,6	12,4
Variabilně úročený dlouhodobý dluh	1,1	2,4	3,5	4,3	4,3
Dluh s úrokovou refixací do 1 roku	50,5	43,2	28,5	30,8	28,9
Po zahrnutí efektu úrokových swapů	47,4	36,8	27,0	30,4	28,5

Počínaje rokem 2006 došlo na základě schválené Strategie financování a řízení státního dluhu k opuštění explicitního cílování modifikované durace. Novým klíčovým cílem pro řízení úrokového rizika byla vyhlášena úroková refixace do 1 roku v pásmu 30 až 40% dluhového portfolia. Ke konci prvního čtvrtletí se tak hodnota tohoto ukazatele pohybovala mírně pod spodní hranicí cílového pásma. Do konce 2006 bude tedy ministerstvo usilovat o zpětné překročení této hranice.

Úplný časový profil rozložení refixace kupónů instrumentů nominálního dluhového portfolia ve srovnání s koncem roku 2005 zachycuje následující graf.



4. Řízení likvidity státní pokladny

V rámci řízení likvidity Souhrnného účtu státní pokladny byly v 1. čtvrtletí roku 2006 provedeny krátkodobé investice do poukázek ČNB v objemu 800 881 mil. Kč, splátky přitom dosáhly do konce 1. čtvrtletí 702 451 mil. Kč. K 31. 3. 2006 tak byly na majetkovém účtu MF evidovány poukázky ČNB v nominální hodnotě 98 430 mil. Kč. Celkový výnos těchto investic činil 348,27 mil. Kč. Současně byla do konce 1. čtvrtletí 2006 provedena krátkodobá investice do SPP v objemu 777 mil. Kč a splátka přitom dosáhla objemu 777 mil. Kč. Úrokový výnos z této operace s SPP pro řízení likvidity činil 0,04 mil. Kč.

Následující tabulka porovnává výnosy a náklady dosažené při řízení likvidity v 1. čtvrtletí roku 2006 se stejným obdobím předchozího roku:

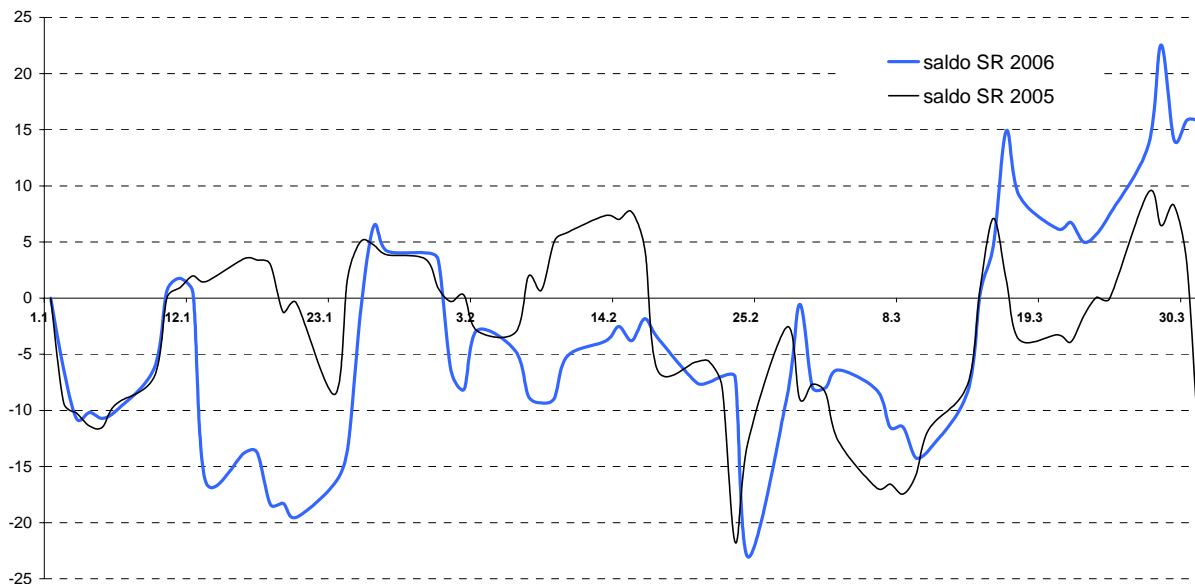
mil. Kč

	1. čtvrtletí 2005	1. čtvrtletí 2006	2006/2005 (%)
Výnosy z operací při řízení likvidity s P ČNB	115,14	348,27	302,48
Úrokové náklady na SPP pro řízení likvidity	- 7,91	0,04	-
Celkem	107,23	348,31	324,82

Z tabulky je zřejmé, že zatímco za 1. čtvrtletí roku 2006 úspory převýšily náklady celkem o 348,31 mil. Kč, ve stejném období roku 2005 úspory převýšily náklady o 107,23 mil. Kč. Operacemi na krytí schodku státní pokladny včetně operací s přebytkem finančních zdrojů bylo dosaženo v 1. čtvrtletí letošního roku o 241,08 mil. Kč vyššího výnosu než v 1. čtvrtletí minulého roku.

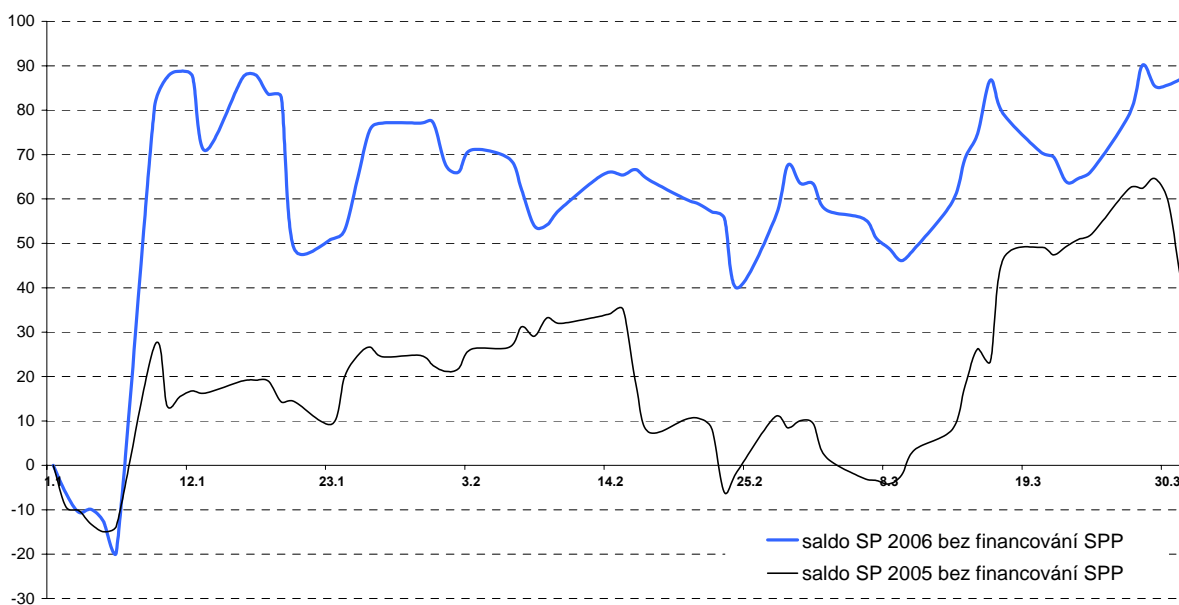
Vývoj salda státního rozpočtu za 1. čtvrtletí roku 2006 a 2005 znázorňuje následující graf:

**Vývoj salda SR v roce 2006 a 2005
I. čtvrtletí**



Vývoj salda státní pokladny za 1. čtvrtletí roku 2006 a 2005 znázorňuje následující graf:

**Vývoj salda SP v roce 2006 a 2005 bez financování SPP
I. čtvrtletí**



Podstatně vyšší výnos z investování prostředků souhrnného účtu státní pokladny v 1. čtvrtletí roku 2006 ve srovnání se stejným obdobím předchozího roku byl způsoben především zapojením rezervních fondů organizačních složek státu do souhrnného účtu státní pokladny. Proto také investice do poukázek ČNB byly v 1. čtvrtletí roku 2006 podstatně vyšší ve srovnání se stejným obdobím předchozího roku, aby tak byl neutralizován dopad nadměrného stavu státních pokladničních poukázek na saldo státního rozpočtu.