



**Ministerstvo
financí**

**odbor Řízení státního dluhu
a finančního majetku**

STRATEGIE

financování a řízení státního dluhu České republiky 2013



12. prosinec 2012

Ministerstvo financí

**Strategie financování a řízení státního
dluhu České republiky na rok 2013**

**Strategie financování a řízení státního
dluhu České republiky 2013**

prosinec 2012

Ministerstvo financí
Letenská 15, 118 10 Praha 1
Tel.: 257 041 111
E-mail: podatelna@mfcz.cz

ISSN 1805-7136 (Print)
ISSN 1805-7144 (On-line)

Elektronický archiv:
www.mfcz.cz/statnidluh

Ministr financí rozhodl dne 12. prosince 2012 o struktuře a způsobech financování hrubé výpůjční potřeby centrální vlády v rozpočtovém roce 2013 a ve střednědobém výhledu do roku 2015 a schválil základní absolutní a relativní limity pro emisní činnost na domácím a zahraničních finančních trzích a pro aktivní řízení čistého dluhového portfolia a likvidity státní pokladny (č.j.: MF-117380/2012/20).

Takto vymezený operační rámec v podobě předkládané *Strategie financování a řízení státního dluhu na rok 2013* (dále Strategie) umožňuje pružné působení Ministerstva financí (dále Ministerstvo nebo MF) na domácím a zahraničních finančních trzích při aktivním zajišťování zdrojů pro pokrytí hrubé výpůjční potřeby centrální vlády a zajišťování denní solventní pozice státu, tedy vytvoření výchozích podmínek pro hladkou realizaci rozpočtové politiky a fiskální konsolidační strategie vlády České republiky.

Strategie vychází a je v souladu s návrhem zákona o státním rozpočtu České republiky na rok 2013, Střednědobým výhledem státního rozpočtu České republiky na roky 2014 až 2015, Střednědobými výdajovými rámci na roky 2014 až 2015, Fiskálním výhledem České republiky z listopadu 2012 a Makroekonomickou predikcí České republiky z října 2012. Strategie byla v dílčích parametrech na základě nově dostupných dat dále aktualizována.

Strategie je předkládána prostřednictvím Odboru řízení státního dluhu a finančního majetku (dále Odbor), který je zodpovědný za operace spojené s financováním státu, aktivním řízením čistého dluhového portfolia, řízením likvidity souhrnných účtů státní pokladny a krátkodobým a dlouhodobým investováním volných peněžních prostředků státních finančních aktiv.

Obsah

Úvod	10
1 - Fiskální výhled a finanční trhy	12
Ekonomický vývoj a hospodaření vládního sektoru	12
Náklady na obsluhu státního dluhu a finanční trhy	16
Ratingové hodnocení závazků České republiky	20
2 - Výpůjční potřeba a vývoj státního dluhu do roku 2015	22
Čistá výpůjční potřeba a změna státního dluhu	22
Hrubá výpůjční potřeba a financování centrální vlády	23
Čisté dluhové portfolio	25
3 - Program financování a emisní činnost v roce 2013	28
Plnění programu financování v roce 2012	28
Program financování na rok 2013	30
4 - Řízení rizik a strategie portfolia	36
Refinanční riziko	36
Úrokové riziko	43
Benchmarkové portfolio	47
Cost-at-Risk státního dluhu	49
CaR v roce 2013	51
CaR v letech 2014 až 2015	54
Efektivní hranice	56
Měnové riziko	57
Riziko likvidity státní pokladny	59
5 - Primární a sekundární trh státních dluhopisů	64
Primární trh státních dluhopisů a systém primárních dealerů	64
Sekundární trh státních dluhopisů a MTS Czech Republic.....	66
Operace Ministerstva na sekundárním trhu.....	69

Seznam tabulek

Tabulka 1: Hlavní makroekonomické indikátory České republiky v letech 2011 až 2015.....	12
Tabulka 2: Hospodaření vládního sektoru ČR v letech 2007 až 2015 (% HDP).....	15
Tabulka 3: Čisté výdaje na obsluhu státního dluhu v letech 2002 až 2015 (mld. Kč).....	16
Tabulka 4: Ratingové hodnocení České republiky v roce 2012.....	20
Tabulka 5: Ratingové hodnocení závazků zemí Evropské unie v roce 2012.....	21
Tabulka 6: Čistá výpůjční potřeba centrální vlády a změna státního dluhu v letech 2011 až 2015.....	22
Tabulka 7: Hrubá výpůjční potřeba a financování centrální vlády v letech 2011 až 2015.....	24
Tabulka 8: Stav a struktura čistého dluhového portfolia v letech 2011 až 2015.....	26
Tabulka 9: Program financování na rok 2012.....	28
Tabulka 10: Plán aukcí SDD v roce 2013.....	31
Tabulka 11: Emisní plán SDD na rok 2013 (mld. Kč).....	32
Tabulka 12: Očekávaný stav SDD nabytých Ministerstvem k 31. 12. 2012 (mld. Kč).....	33
Tabulka 13: Plán aukcí SPP v roce 2013.....	34
Tabulka 14: Plánované emise SPP v roce 2013 (mld. Kč).....	34
Tabulka 15: Program financování na rok 2013 (mld. Kč).....	35
Tabulka 16: Podíl aktiv k dispozici do jednoho roku v letech 2005 až 2012 (% státního dluhu).....	37
Tabulka 17: Průměrná doba do splatnosti složek státního dluhu v letech 2003 až 2012 (roky).....	40
Tabulka 18: Průměrné kuponové sazby korunových SDD a SSD dle roku splatnosti (%).....	46
Tabulka 19: Průměrná nákladovost fixně úročených korunových SDD dle roku splatnosti (%).....	47
Tabulka 20: Rizikové parametry a výnosnost investičních portfolií a pře-půjček 2007 až 2012.....	47
Tabulka 21: Čisté úrokové náklady a náklady v riziku v letech 2006 až 2015 (mld. Kč).....	50
Tabulka 22: Vývoj kumulovaných hrubých úrokových nákladů v roce 2013 (mld. Kč).....	52
Tabulka 23: Vývoj kumulovaných čistých úrokových nákladů v roce 2013 (mld. Kč).....	53
Tabulka 24: Citlivost úrokových nákladů na změnu úrokových sazeb v roce 2013 (mld. Kč).....	54
Tabulka 25: Vývoj kumulovaných hrubých úrokových nákladů v roce 2014 (mld. Kč).....	54
Tabulka 26: Vývoj kumulovaných hrubých úrokových nákladů v roce 2015 (mld. Kč).....	55
Tabulka 27: Cizoměnová expozice státního dluhu v EUR v letech 2006 až 2012 (%).....	58
Tabulka 28: Kritéria hodnocení primárních dealerů platná k 1. lednu 2013.....	64
Tabulka 29: Primární dealeři českých státních dluhopisů.....	65
Tabulka 30: Benchmarkové emise SDD v roce 2012.....	66
Tabulka 31: Benchmarkové emise SDD od 1. ledna 2013.....	66
Tabulka 32: Splatnostní koše dle minimální kotované jmenovité hodnoty na MTS.....	67
Tabulka 33: Operace Ministerstva na sekundárním trhu SDD v roce 2012.....	70

Seznam obrázků

Obrázek 1: Saldo vládního sektoru ČR v letech 2009 až 2015 (% HDP, ESA95)	13
Obrázek 2: Dluh vládního sektoru ve vybraných zemích EU v roce 2010 až 2012 (% HDP, ESA95).....	14
Obrázek 3: Dluh a saldo vládního sektoru ve vybraných zemích EU v roce 2012 (ESA95)	14
Obrázek 4: Vývoj dluhu vládního sektoru v letech 2006 až 2015 (ESA95).....	15
Obrázek 5: Úrokové výdaje na dluh vládního sektoru v letech 2002 až 2015 (ESA95)	16
Obrázek 6: Očekávaná úspora čistých výdajů na obsluhu státního dluhu v roce 2012 (mld. Kč).....	17
Obrázek 7: Zdroje úspory čistých výdajů na obsluhu státního dluhu v roce 2012 (%)	18
Obrázek 8: Vývoj výnosů českých státních dluhopisů v letech 2007 až 2012 (% p.a.)	18
Obrázek 9: Riziková prémie českých státních dluhopisů v letech 2011 a 2012 (bazické body)	19
Obrázek 10: Prémie u swapů úvěrového selhání v letech 2011 a 2012 (10let, bazické body).....	19
Obrázek 11: Vývoj výnosu aukcí státních pokladničních poukázek 2011 až 2012 (% p. a.)	19
Obrázek 12: Hodnocení eurozóny a ČR agenturou S&P v letech 2008 až 2012.....	20
Obrázek 13: Hodnocení eurozóny a ČR agenturou Fitch v letech 2008 až 2012	20
Obrázek 14: Hodnocení eurozóny a ČR agenturou Moody's v letech 2008 až 2012.....	20
Obrázek 15: Tvorba a čerpání rezervy peněžních prostředků v letech 2005 až 2015 (mld. Kč).....	23
Obrázek 16: Hrubá výpůjční potřeba centrální vlády v letech 2009 až 2015.....	23
Obrázek 17: Vývoj likvidních složek státní pokladny v roce 2012 (mld. Kč).....	27
Obrázek 18: Kumulované prodeje SDD na domácím trhu v roce 2012 (mld. Kč).....	29
Obrázek 19: Úroková struktura prodaných SDD na domácím trhu v roce 2012 (mld. Kč).....	29
Obrázek 20: Primární aukce SDD na domácím trhu v roce 2012.....	30
Obrázek 21: Čisté emise SPP v letech 2012 a 2013 (mld. Kč)	34
Obrázek 22: Likviditní poměr a rezerva peněžních prostředků na HVP v letech 2006 až 2013 (%).....	37
Obrázek 23: Státní dluhopisy v oběhu se splatností do 1 roku v letech 2002 až 2012 (mld. Kč).....	38
Obrázek 24: Státní dluh dle splatnostních košů v letech 2002 až 2012 (% celkového dluhu)	39
Obrázek 25: Průměrná splatnost státního dluhu a vyhlášené cíle v letech 2002 až 2012 (roky)	39
Obrázek 26: Struktura státních dluhopisů dle doby do splatnosti v letech 2007 až 2012 (mld. Kč)	40
Obrázek 27: Průměrná splatnost prodaných SDD na domácím trhu v letech 2007 až 2012.....	41
Obrázek 28: Splatnostní profil státního dluhu a finančních aktiv ke konci roku 2012 (mld. Kč).....	41
Obrázek 29: Struktura státního dluhu podle instrumentů ke konci let 2012 a 2013 (%).....	42
Obrázek 30: Struktura korunových SDD a SSD podle držitelů ke konci roku 2012 (%)	43
Obrázek 31: Úroková refixace státního dluhu a státních finančních aktiv v letech 2007 až 2013.....	44
Obrázek 32: Úroková refixace státního dluhu do 1 roku v letech 2003 až 2013 (%).....	45
Obrázek 33: Struktura úrokové refixace státního dluhu do 1 roku (%)	45
Obrázek 34: Splatnostní profil korunových SDD a SSD dle původní doby do splatnosti a kuponové sazby (mld. Kč, % p. a.).....	46
Obrázek 35: Splatnostní profil korunových fixně úročených SDD dle doby do splatnosti v okamžik prodeje a dosaženého výnosu do splatnosti (mld. Kč, % p. a.).....	47
Obrázek 36: Doba do splatnosti SDD prodaných v aukcích v roce 2012 (roky)	48
Obrázek 37: Výnosy korunových SDD v aukcích v roce 2012 a benchmarkového dluhopisu (% p. a.).....	49
Obrázek 38: Čisté úrokové náklady a náklady v riziku v letech 2006 až 2015 (mld. Kč).....	49
Obrázek 39: Vývoj sazeb v roce 2012: 6M PRIBOR, 6M EURIBOR a 2T repo sazba (% p.a.)	50
Obrázek 40: Výnosová křivka korunových státních dluhopisů v letech 2009 až 2012 (% p.a.)	51
Obrázek 41: Výnos do splatnosti korunového SDD a swapová sazba v letech 2007 až 2012 (10 let, % p. a.)	51
Obrázek 42: Simulace hrubých úrokových nákladů státního dluhu v průběhu roku 2013 (mld. Kč).....	53
Obrázek 43: Denní simulace vývoje korunových úrokových sazeb v roce 2013 (% p.a.)	53
Obrázek 44: Simulace hrubých úrokových nákladů státního dluhu v průběhu roku 2014 (mld. Kč).....	55
Obrázek 45: Simulace hrubých úrokových nákladů státního dluhu v průběhu roku 2015 (mld. Kč).....	55
Obrázek 46: Efektivní hranice a alternativní dluhová portfolia (mld. Kč)	57
Obrázek 47: Cizoměnová expozice a cizoměnový státní dluh v letech 2006 až 2012 (%)	58
Obrázek 48: Vývoj salda státního rozpočtu a korunové státní pokladny v roce 2012 (mld. Kč).....	60
Obrázek 49: Korunová rezerva peněžních prostředků na celkové likviditě SP v roce 2012 (%).....	60
Obrázek 50: Poměr rezervy peněžních prostředků ke krátkodobému dluhu a k závazkům splatným do jednoho roku v roce 2012 (%)	61
Obrázek 51: Poměr celkové rezervy k závazkům splatným do konce roku (%)	61
Obrázek 52: Peněžní prostředky ke konci roku 2012 a kumulovaná výpůjční potřeba v roce 2013 (mld. Kč).....	62
Obrázek 53: Denní predikce salda státní pokladny a státního rozpočtu pro rok 2013 (mld. Kč).....	62
Obrázek 54: Denní predikce rezervy peněžních prostředků pro rok 2013 (mld. Kč)	63
Obrázek 55: Průměrné denní plnění kotečních povinností – Daily Compliance Ratio (%)	68
Obrázek 56: Objem uzavřených obchodů primárními dealery na MTS Czech Republic (mld. Kč).....	68
Obrázek 57: Průměrné rozpětí cen benchmarkových emisí SDD na MTS Czech Republic (tický)	69

Seznam použitých zkratek

ASW	asset swap spread
b.p.	bazický bod (0,01 %)
CaR	náklady v riziku (Cost-at-Risk)
CDS	swap úvěrového selhání (Credit Default Swap)
CZK	kódové označení koruny české
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
DETS	Elektronický systém pro obchodování se státními dluhopisy (Designated Electronic Trading System)
DPH	daň z přidané hodnoty
EA12	eurozóna (12 původních zemí)
EA17	eurozóna (17 současných členských zemí)
ECB	Evropská centrální banka
EIB	Evropská investiční banka
EK	Evropská komise
ESA95	Evropský systém účtů (1995)
ESM	Evropský stabilizační mechanismus
EU	Evropská unie (27 členských zemí)
EUR	kódové označení eura
EURIBOR	mezibankovní nabídková sazba eurozóny
FNM	Fond národního majetku
HDP	hrubý domácí produkt
HVP	hrubá výpůjční potřeba
CHF	kódové označení švýcarského franku
IBRD	Mezinárodní banka pro obnovu a rozvoj
IISSP	Integrovaný informační systém Státní pokladny
ISIN	identifikační označení podle mezinárodního systému číslování pro identifikaci cenných papírů
JPY	kódové označení japonského jenu
MF	Ministerstvo financí
MTS	Mercato Telematico Secondario
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
OSFA	kapitola státního rozpočtu 397 – Operace státních finančních aktiv
p.b.	procentní bod
PRIBOR	pražská mezibankovní nabídková sazba
SD	státní dluh
SDD	střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy
SP	státní pokladna
SPP	státní pokladniční poukázky
SR	státní rozpočet
SSD	spořicí státní dluhopisy
USD	kódové označení amerického dolaru

Úvod

Strategie financování a řízení státního dluhu ve střednědobém výhledu se zaměřuje na ty segmenty finanční bilance sektoru vládních institucí, jejichž řízení je v přímé zodpovědnosti ministra financí a jejichž struktura má přímý dopad na výši příjmů a výdajů státního rozpočtu a na jejich kolísání vlivem působení domácích a zahraničních ekonomických a finančních rizikových faktorů, zejména úrokových sazeb, měnových kurzů a míry inflace.

Hlavní položkou finanční bilance vládního sektoru je **státní dluh**, který představuje více než 95 % celkové hrubé zadluženosti sektoru vládních institucí národního hospodářství a v roce 2012 dosáhne zhruba 43,7 % HDP. Ve střednědobém výhledu dojde k výraznému snížení tempa růstu státního dluhu, který nepřesáhne hranici 46,4 % HDP v roce 2015. Aktuální výhled hrubého dluhu sektoru vládních institucí činí 45,5 % HDP v roce 2012 a dosáhne úrovně 49,2 % v roce 2015, přičemž dluh místních vládních institucí se ve střednědobém výhledu nachází pod hranicí 3 % HDP. Česká republika tak zůstává devátou nejméně zadluženou ekonomikou ve vztahu k HDP v rámci zemí Evropské unie a vykazuje nejnižší míru zadluženosti v rámci zemí Střední Evropy. Navíc ke konci roku 2012 bude mít Ministerstvo k dispozici nakumulovanou rezervu peněžních prostředků ve výši 3,6 % HDP k financování výpůjční potřeby v příštích letech a dále budou k dispozici další likvidní složky státní pokladny ve výši 1,8 % HDP.

Financování státního dluhu v průběhu roku 2012 těžilo z vysoké důvěryhodnosti České republiky jako emitenta na dluhopisových trzích, která se projevila dosahováním historicky nejnižších tržních výnosů vydávaných státních dluhopisů a vysokou poptávkou investorů, pro které se staly synonymem jedné z nejbezpečnějších investičních příležitostí. Svou důvěru prostřednictvím značného zájmu o spořicí státní dluhopisy projevili přímo také samotní občané České republiky. Podařilo se také udržet vysoké ratingové hodnocení domácích a zahraničních závazků, včetně zachování stabilního výhledu od všech hlavních ratingových agentur.

Koncipování této Strategie v horizontu let 2013 až 2015 vychází z výhledu mírného hospodářského oživení v roce 2013 a zrychlování hospodářského růstu v letech 2014 a 2015, z prostředí stabilního domácího bankovního sektoru, vnější makroekonomické rovnováhy, důvěryhodné měnové politiky centrální banky a stabilizace veřejné rozpočtové soustavy se záměrem snížit schodek hospodaření vládního sektoru pod hranici 3 % HDP v roce 2013 s cílem jednoznačně ukončit postup při nadměrném schodku vedený s Českou

republikou od roku 2009 a dále udržet schodek pod touto hranicí také ve výhledu do roku 2015, avšak s větším důrazem na podporu postupného oživování hospodářského růstu a zmírnění procyklických efektů konsolidačních opatření, což se projeví v neutrálním fiskálním úsilí co se týče strukturálního salda oproti původním cílům podle Konvergenčního programu České republiky z dubna 2012.

Konsolidace veřejných rozpočtů pokračovala v roce 2012 s tím, že **deficit vládního sektoru** byl v říjnu notifikován ve výši 3,2 % HDP. Aktuální odhad deficitu hospodaření vládního sektoru je ve výši 5,0 % HDP. Korekce ve výši 1,8 p.b. je způsobena nezbytnými úpravami požadovanými metodikou ESA95, jejichž příčinami jsou neproplacená část prostředků EU na operační programy ve výši 11,2 mld. Kč a dopady náhrady uvedené v zákoně o majetkovém vyrovnání státu s církvemi a náboženskými společnostmi, z něhož mimo jiné plyne závazek státu vyplatit postupně ve třiceti splátkách finanční kompenzace v celkové výši 59 mld. Kč. Jedná se o jednorázové aktuální úpravy, které nemají v roce 2012 žádný dopad na hotovostní saldo státního rozpočtu ani na čistou výpůjční potřebu. Očekávané snížení strukturálního schodku v roce 2012 se očekává ve výši 0,9 % HDP oproti razantnímu snížení o 1,4 % HDP, kterého bylo dosaženo v roce 2011. Výsledný hotovostní schodek státního rozpočtu v roce 2012 se nebude výrazněji odchylovat od rozpočtované výše 105 mld. Kč, k čemuž přispěje také významná úspora výdajů na obsluhu státního dluhu oproti rozpočtovaným výdajům, podobně jako v letech 2010 a 2011.

Negativní vývoj dluhové krize v eurozóně a z něho plynoucí významné nejistoty ohledně vývoje reálné ekonomiky a dluhopisového trhu znamenaly také revizi záměrů Ministerstva ohledně použití **rezervy peněžních prostředků**, kterou Ministerstvo vytváří zejména z výnosů emisí státních dluhopisů, plánovaného na roky 2012 až 2015. V roce 2012 došlo k nárůstu této rezervy peněžních prostředků ve výši **65,1 mld. Kč** (za předpokladu dosažení rozpočtovaného deficitu státního rozpočtu ve výši 105 mld. Kč) oproti nulové změně, která byla plánována ve Strategii na rok 2012, což přispělo také k nárůstu čisté a hrubé výpůjční potřeby v letošním roce a k růstu hrubého dluhu vládního sektoru. Předkládaná Strategie nepředpokládá ve výhledu do roku 2015 použití ani další kumulaci této rezervy a plány emisní činnosti a finanční program jsou koncipovány na základě nulové změny této položky státních finančních aktiv. Rezerva může být nicméně zapojena do financování v případě, že dojde k neočekávané nestabilitě na finančních trzích nebo nebude z hlediska nákladových podmínek pro

Ministerstvo výhodné v určitém časovém rozmezí vydávat státní dluhopisy a dojde k taktickému krátkodobému omezení emisní činnosti. Ministerstvo může ale rozhodnout naopak o dalším navýšení rezervy podobně jako ve druhé polovině letošního roku s cílem využít nákladově výhodných podmínek a zájmu zahraničních investorů a dále posílit komfortní likviditní pozici České republiky.

Hrubá výpůjční potřeba se na rok 2012 očekává na úrovni 309,3 mld. Kč, což je o 65,9 mld. Kč více, než bylo plánováno ve Strategii na rok 2012. **V roce 2013** je plánována **hrubá výpůjční potřeba** na úrovni **230,7 mld. Kč**, tj. o 0,2 mld. Kč méně než plán z předchozího roku, a v roce 2014 na úrovni 249,0 mld. Kč, tj. o 17,1 mld. Kč více než bylo plánováno v roce 2011, a to zejména z důvodu změny plánované výše schodku státního rozpočtu o 15 mld. Kč směrem nahoru. V roce 2015 se očekává mírný nárůst hrubé výpůjční potřeby na 250,1 mld. Kč. Hrubá emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím i zahraničních trzích je v roce 2013 plánována na úrovni 199,1 mld. Kč, což vzhledem k očekávaným splátkám státních dluhopisů včetně zpětných odkupů ve výši 110,5 mld. Kč znamená **čistou emisi střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů** vyjma spořicíh státních dluhopisů ve výši **88,6 mld. Kč**, což je o 23,1 mld. Kč méně než v roce 2012, kdy čistá emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů dosáhla výše 111,7 mld. Kč

Na domácím trhu bude v roce 2013 Ministerstvo opět vydávat **fixně i variabilně úročené státní dluhopisy**, přičemž budou znovu nabízeny do prodeje státní dluhopisy ČR, 3,40 %, 15; ČR, VAR %, 16; ČR, VAR %, 17; ČR, 4,60 %, 18; ČR, 3,75 %, 20; ČR, 4,70 %, 22; ČR, VAR %, 23; ČR, 4,20 %, 36; ČR, 4,85 %, 57; a budou vydány tři nové benchmarkové emise fixně úročených státních dluhopisů se splatnostmi v letech 2016, 2019 a 2028. Emisemi na zahraničních trzích bude pokryto maximálně 40 % hrubé výpůjční potřeby roku 2013 s tím, že Ministerstvo se bude zaměřovat na aktivnější marketing České republiky s cílem dosáhnout další diverzifikace zahraničních držitelů českých státních dluhopisů. Plánovaná emisní činnost týkající se střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů a záměry Ministerstva ohledně čisté změny rezervy peněžních prostředků mohou být významně revidovány v případě schválení novely zákona č. 218/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech a o změně některých souvisejících

zákonů (rozpočtová pravidla), která by vedla k rozšíření souhrnného účtu státní pokladny zejména o všechny peněžní prostředky na účtech státních fondů, Národního fondu, státních příspěvkových organizací a dále o účty určené pro příjmy ze státního rozpočtu, státních fondů a Národního fondu u územních samosprávných celků a dobrovolných svazků obcí, regionálních rad regionů soudržnosti, veřejných výzkumných institucí a veřejných vysokých škol a umožní využití peněžních prostředků na těchto účtech v rámci financování státu, což by umožnilo vytvoření dodatečného likviditního polštáře, který by mohl nahradit ve střednědobém výhledu část rezervy peněžních prostředků vytvářené převážně emisní činností.

Počínaje rokem 2013 bude docházet ke stabilizaci absolutní výše vydaných **státních pokladničních poukázek** v držbě tržních účastníků a k jejich relativnímu poklesu ve vztahu ke státnímu dluhu poté, co v letech 2009 až 2012 docházelo ke každoroční čisté emisi SPP. K této změně v emisní strategii může Ministerstvo přistoupit vzhledem ke stabilizaci domácího dluhopisového trhu ve druhé polovině letošního roku a vybudování důvěryhodnosti vlády na zahraničních trzích, která umožňuje plánovat financování na delším konci výnosové křivky. Funkční a likvidní domácí peněžní trh zůstává i nadále jedním z hlavních nárazníků proti neočekávaným výkyvům ostatních segmentů dluhopisového trhu, což je také důvodem, proč Ministerstvo nepřistoupí ke snižování SPP v oběhu tak, aby byla udržována tržní likvidita ve výši do 200 mld. Kč ve střednědobém výhledu do roku 2015.

Počínaje rokem 2012 se stal nedílnou součástí strategického plánování při řízení státního dluhu také retailový dluhopisový program a **spořicí státní dluhopisy** lze již považovat za plnohodnotný, významný a stabilní zdroj financování výpůjční potřeby, který je zohledněn při koncipování emisní činnosti a celkového finančního programu. Ke konci roku 2012 dosáhne podíl SSD na korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisech 5,1 % a podíl na celkovém státním dluhu bude činit 3,4 %, což lze považovat jednoznačně za úspěch projektu přímého prodeje státních dluhopisů jako nabídky alternativy pro spoření českých domácností, který byl otestován pilotní emisí v listopadu 2011. V roce 2013 se plánuje prodat spořicí státní dluhopisy ve výši 20 až 40 mld. Kč, což znamená čistou emisí ve výši 12,5 až 32,5 mld. Kč.


ministr financí

1 - Fiskální výhled a finanční trhy

Ekonomický vývoj a hospodaření vládního sektoru

Česká ekonomika prochází od druhé poloviny roku 2011 mírnou recesí, v níž pravděpodobně po zbytek letošního roku setrvá. Predikce růstu reálného HDP pro rok 2011 ve výši 2,1 %, se kterou pracovala Strategie pro rok 2012, se ukázala jako příliš optimistická, ve skutečnosti činí pro rok 2011 aktuální odhad růstu reálného HDP 1,7 %. Pro letošní rok se dle říjnové predikce očekává pokles reálného HDP o 1,0 %. V průběhu následujících let

očekává Ministerstvo dle této predikce postupně oživování ekonomické aktivity a reálný HDP by měl v roce 2013 vzrůst o 0,7 %, v roce 2014 o 1,9 % a v roce 2015 o 2,6 %, což představuje další zhoršení výhledu vývoje české ekonomiky, které predikovalo Ministerstvo v červnové predikci, kdy byl pro rok 2012 predikován nepatrný růst o 0,2 % a v roce 2013 růst o 1,3 %.

Tabulka 1: Hlavní makroekonomické indikátory České republiky v letech 2011 až 2015

	2011	2012	2013	2014	2015
Reálný růst HDP (%)	1,7	-1,0	0,7	1,9	2,6
Růst spotřeby domácností (%)	-0,6	-3,0	-0,5	1,2	2,3
Růst spotřeby vlády (%)	-1,7	-1,1	-1,3	-1,2	0,1
Růst hrubé tvorby fixního kapitálu (%)	-0,9	-0,6	0,3	1,8	2,8
Příspěvek zahraničního obchodu k růstu HDP (p.b.)	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Průměrná míra inflace (%)	1,9	3,3	2,1	2,3	2,0
Míra nezaměstnanosti (%) ¹	6,7	6,9	7,3	7,2	7,0
Objem nominálních mezd a platů (%)	2,3	2,0	2,1	4,3	3,9
Podíl běžného účtu na HDP (%)	-2,9	-1,3	-1,2	-1,0	-1,3
Směnný kurz CZK/EUR	24,6	25,1	24,9	24,7	24,5
Reálný růst HDP eurozóny (%) ²	1,4	-0,5	0,3	1,1	1,8

¹ Míra nezaměstnanosti dle metodiky Výběrového šetření pracovních sil.

² EAI2.
Zdroj: ČSÚ a MF

Tento makroekonomický rámec je zatížen výraznými riziky směrem dolů, zejména kvůli dalšímu vývoji dluhové krize v eurozóně, která je dominantním externím faktorem malé otevřené české ekonomiky a s proměnlivou intenzitou probíhá již třetím rokem. Do budoucna nelze zcela vyloučit vyostření této krize, tím pádem ani možnost šíření nákazy do ostatních zemí eurozóny či EU, Českou republiku nevyjímaje.

K relativnímu zklidnění situace na finančních trzích přispěla možnost dalších intervencí ECB na trzích státních dluhopisů. Dne 6. září 2012 schválila rada guvernérů ECB nový program nákupu státních dluhopisů na sekundárních trzích, tzv. Outright Monetary Transactions (OMTs), které nahrazují dosavadní Program pro trhy cenných papírů. Podmínkou pro jakékoliv intervence v rámci OMTs bude aktivace záchranného programu ESM s možností intervencí na trzích státních dluhopisů a plnění podmínek, jež budou v rámci tohoto programu dojednány. U stávajících programů by pak mohla ECB intervenovat ve chvíli, kdy bude příslušná země usilovat o návrat

na primární trh státních dluhopisů. Irsko se již na primární trh úspěšně vrátilo v červenci, Portugalsko v říjnu. Prozatím samotné oznámení OMTs vedlo ke zklidnění situace v některých segmentech finančních trhů, kdy došlo například k poklesu výnosů italských či španělských státních dluhopisů.

Při srovnání výnosů 10letých státních dluhopisů denominovaných v euru lze vyzorovat, že Česká republika spolu se Slovenskem a Polskem kopíruje trend vývoje výnosů zemí s vysokým ratingem, kdy od roku 2011 dochází k pokračování poklesu výnosů na historicky nejnižší úroveň. Spolu s poklesem výnosů 10letých korunových státních dluhopisů tento fakt potvrzuje, že odpovědná fiskální politika je vnímána investory jako důvěryhodná a investice do dluhopisů České republiky jsou považovány za bezpečné.

V roce 2011 dosáhlo saldo hospodaření vládních institucí hodnoty -125,2 mld. Kč, tj. -3,3 % HDP, což je o 1,3 p.b. méně než původní fiskální cíl vlády. Výsledek byl tak o 17,2 mld. Kč, tj. o 0,4 p.b. lepší

oproti fiskálnímu výhledu, se kterým pracovala Strategie pro rok 2012. V porovnání s rokem 2010 došlo ke zvýšení celkových příjmů vládního sektoru o 3,2 %. O růst celkových příjmů vládního sektoru se zasloužil růst celkových daňových příjmů, které vzrostly o 5,0 %, příjmy z daně z přidané hodnoty vzrostly oproti roku 2010 o 2,5 %, příjmy ze spotřebních daní vzrostly o 8,2 %, příjmy z daně z příjmu fyzických osob vzrostly o 8,4 % a příjmy z daně z příjmu právnických osob vzrostly o 1,1 %. Výdaje vládního sektoru klesly o 0,5 %. K poklesu došlo již druhým rokem v řadě, což dokládá pokračující konsolidační snahy vlády. Výdaje na konečnou spotřebu vládního sektoru poklesly o 1,8 %, výdaje na sociální dávky jiné než naturální vzrostly o 1,8 %. Úrokové náklady vzrostly oproti roku 2010 pouze o 2,9 %, což vzhledem k nárůstu absolutní výše vládního dluhu potvrzuje pozitivní vnímání konsolidačního úsilí vlády na finančních trzích, a to udržuje rizikovou přírážku na emitované dluhopisy na relativně příznivé úrovni.

Zatímco v letech 2010 a 2011 byla hlavní prioritou vládní fiskální politiky konsolidace veřejných financí a zlepšení jejich strukturálních parametrů, v následujících letech je výrazněji zohledňován vývoj ekonomiky. V červenci schválila vláda České republiky usnesení o upravené strategii fiskální politiky (*Fiskální strategie ve světle nové makroekonomické predikce. Praha, Ministerstvo financí, červenec 2012*), která opouští striktní dodržování deficitů vládního sektoru po roce předpokládaného ukončení postupu při nadměrném schodku a ponechává prostor pro působení automatických stabilizátorů. Při sestavování státního rozpočtu a rozpočtu státních fondů na rok 2013 vycházela vláda z doporučení Rady EU z let 2009, 2011 a 2012, aby Česká republika důvěryhodným a udržitelným způsobem snížila do roku 2013 deficit vládního sektoru pod 3 % HDP.

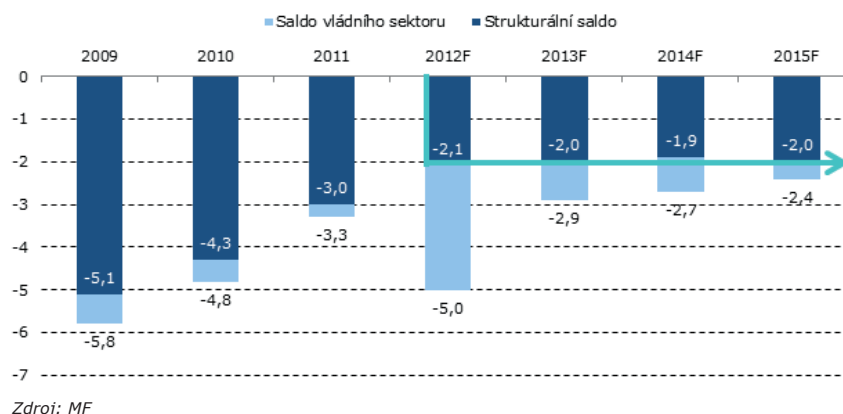
Původní odhad salda vládního sektoru na rok 2012, který byl k 1. říjnu 2012 odeslán do Eurostatu, byl notifikován ve výši -124,0 mld. Kč, tj. -3,2 %

HDP. Saldo bylo následně upraveno o nově známé skutečnosti týkající se proplácení prostředků z evropských fondů, kdy v současné době činí neproplacená část zdrojů z EU na Operační program doprava a Operační program životní prostředí celkem 11,2 mld. Kč. Tato skutečnost byla v souladu s metodikou ESA95 zaznamenána jako jednorázový výdajový kapitálový transfer subjektům, jimž bylo poskytnuto předfinancování ze státního rozpočtu. Odhad salda vládního sektoru na rok 2012 se po této úpravě činil -135,2 mld. Kč, tj. -3,5 % HDP. Další úprava odhadu proběhla poté, co byl v listopadu 2012 schválen zákon o majetkovém vyrovnání s církvemi a náboženskými společnostmi, kterým se stát zavázal k finanční kompenzaci církvím a náboženským společnostem ve výši 59,0 mld. Kč. Ačkoli platby začnou reálně probíhat až v roce 2013 a potvrzují třicet let, je dle metodiky ESA95 konečná finanční kompenzace vnímána jako jednorázová operace a zahrnuta do roku, kdy daný zákon vstoupil v platnost, tj. právě do roku 2012. Po zahrnutí těchto skutečností činí výše odhadu salda vládního sektoru na rok 2012 -192,9 mld. Kč, tj. -5,0 % HDP.

Saldo vládního sektoru na rok 2013 odhaduje Ministerstvo ve výši -111,9 mld. Kč (-2,9 % HDP), na rok 2014 ve výši -107,5 mld. Kč (-2,7 % HDP) a na rok 2015 ve výši -101,5 mld. Kč (-2,4 % HDP).

K posouzení účinnosti fiskální konsolidace je nezbytné saldo vládního sektoru očistit o vliv hospodářského cyklu a jednorázových a přechodných operací, například v podobě výše zmíněného kapitálového transferu. Po očištění lze vyjádřit hodnotu fiskálního úsilí definovaného jako meziroční zlepšení strukturálního salda vyjádřeného v procentních bodech. Ve srovnání s rokem 2010 dosáhlo fiskální úsilí v roce 2011 hodnoty 1,4 p.b. Pro rok 2012 predikuje Ministerstvo hodnotu fiskálního úsilí ve výši 0,9 p.b. V horizontu střednědobého výhledu predikuje Ministerstvo zlepšení strukturálního salda na úroveň cca -2,0 % HDP.

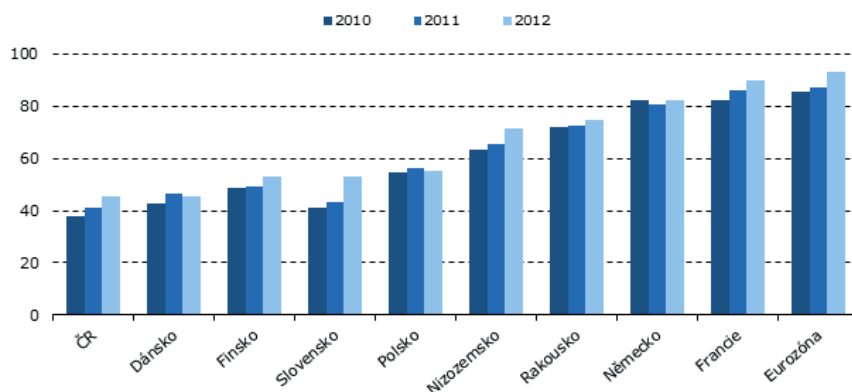
Obrázek 1: Saldo vládního sektoru ČR v letech 2009 až 2015 (% HDP, ESA95)



Dluh vládního sektoru v metodice ESA95 dosáhl ke konci roku 2011 výše 1 568,0 mld. Kč, tj. 41,2 % HDP.

Na konec roku 2012 se očekává dluh vládního sektoru ve výši 1 737,0 mld. Kč, tj. 45,5 % HDP.

Obrázek 2: Dluh vládního sektoru ve vybraných zemích EU v roce 2010 až 2012 (% HDP, ESA95)



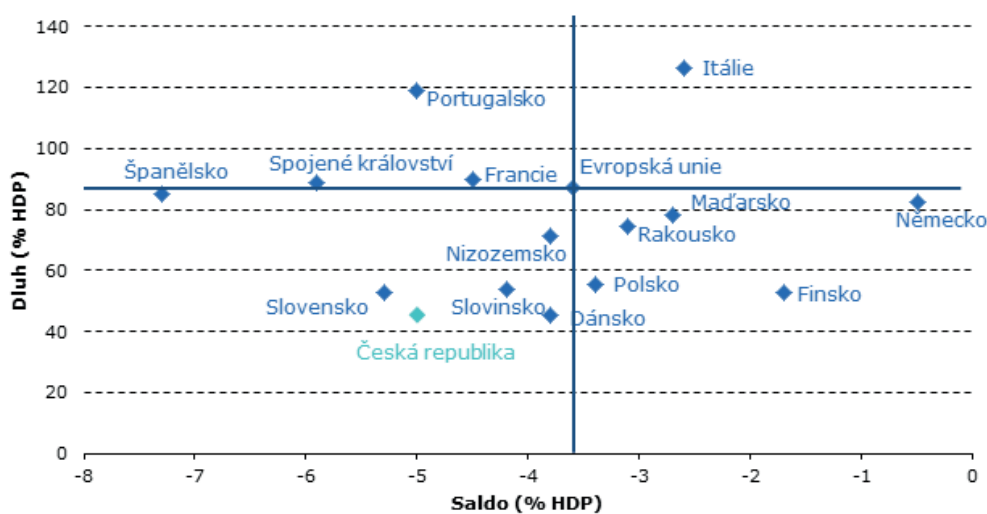
Zdroj: Eurostat a MF

Hlavním faktorem přírůstku dluhové kvóty je primární saldo vládního sektoru, jehož příspěvek k růstu vládního dluhu činil 1,9 p.b. v roce 2011 a v roce 2012 se očekává příspěvek 3,6 p.b. Příspěvek úrokových plateb k růstu vládního dluhu činil 1,4 p.b. v roce 2011 a v roce 2012 se očekává příspěvek 1,5 p.b. Dalším významným faktorem růstu dluhové kvóty v roce 2012 je čisté pořízení finančních aktiv ve výši 0,9 p.b., ve kterém je zahrnuto i navýšení rezervy peněžních prostředků ve výši 65,1 mld. Kč. Přírůstek dluhové kvóty v metodice ESA95 je v roce 2012 významně zmírněn vlivem rozdílů mezi hotovostním a akruálním principem, který činí -1,5 p.b. a je způsoben zejména rozdíly mezi hotovostními a akruálními úroky při emisích státních dluhopisů daných vlivem diskontů a premií

a skutečnosti, že jednorázové zachycení finanční kompenzace státu církvím přispívá v roce 2012 k růstu primárního deficitu vládního sektoru, ale nemá vliv na výši dluhu vládního sektoru (závazek byl klasifikován jako nedluhový).

Stav veřejných rozpočtů a dynamika zadluženosti by z dlouhodobého pohledu byly bez aktivního přístupu vlády k fiskální konsolidaci velmi znepokojivé a komplikovaly by hladké financování státního dluhu v prostředí extrémní nestability na mezinárodních finančních trzích. V mezinárodním srovnání se však Česká republika stále řadí mezi země EU s jedním z nejnižších zadlužení vládního sektoru a s rozpočtovým schodkem srovnatelným s nejlépe hospodařícími evropskými vládami.

Obrázek 3: Dluh a saldo vládního sektoru ve vybraných zemích EU v roce 2012 (ESA95)



Poznámka: Údaje pro Spojené království za rok 2012 vycházejí z jeho notifikace.
Zdroj: Eurostat

V roce 2012 odhaduje Ministerstvo, že se dluh vládního sektoru České republiky v poměru k HDP bude nacházet cca 47,6, resp. 41,5 p.b.

pod průměrem zemí eurozóny, resp. EU. Deficit hospodaření vládního sektoru v poměru k HDP bude vyšší o 1,7, resp. 1,4 p.b. vlivem jednorázového

výdajového kapitálového transferu poskytnutého církvím a náboženským společnostem ve výši 1,5 % HDP v roce 2012.

Určující komponentou hospodaření vládního sektoru je státní rozpočet. Při stanovení výpůjční potřeby centrální vlády a plánování operací na finančním trhu je přitom nutné použít saldo státního rozpočtu na bázi metodiky peněžních toků

jako rozdíl agregovaných příjmových a výdajových účtů vedených v ČNB. Nedochází tedy například ke konsolidaci s ostatními vládními subsektory nebo k očišťování o tzv. čisté půjčky, které přestože představují pouze finanční rozvahové operace na straně státních finančních aktiv, ovlivňují hotovostní příjmy a výdaje státního rozpočtu, a musí být proto financovány prostřednictvím dluhových operací.

Tabulka 2: Hospodaření vládního sektoru ČR v letech 2007 až 2015 (% HDP)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F	2015F
Saldo sektoru vládních institucí (ESA95)	-0,7	-2,2	-5,8	-4,8	-3,3	-5,0	-2,9	-2,7	-2,4
Saldo státního rozpočtu	-1,8	-0,5	-5,1	-4,1	-3,8	-2,7	-2,6	-2,2	-1,9
Dluh sektoru vládních institucí (ESA95)	27,9	28,7	34,4	38,1	41,2	45,5	47,6	48,6	49,2
Státní dluh nekonsolidovaný	24,4	26,0	31,5	35,6	39,4	43,7	45,6	46,3	46,4

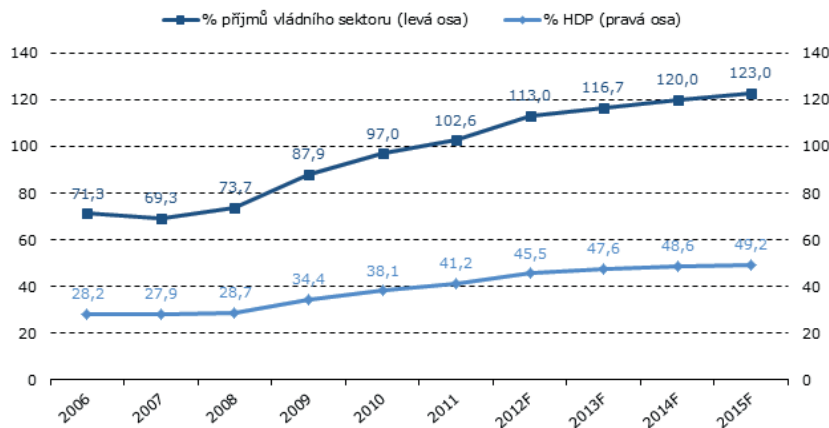
Zdroj: ČSÚ a MF

V roce 2011 byl vykázán konečný schodek státního rozpočtu ve výši 142,8 mld. Kč, tj. o 7,6 mld. Kč vyšší než byla jeho rozpočtovaná výše, a nižší o 13,7 mld. Kč oproti konečnému schodku státního rozpočtu v roce 2010. Na rok 2012 byl schválen rozpočtový schodek ve výši 105,0 mld. Kč a Ministerstvo neočekává ke konci roku výraznější odchylku od této výše. V letech 2013 až 2015 budou pokračovat další konsolidační opatření vlády na příjmové straně, tj. zejména zvýšení obou sazeb DPH o 1 p.b. a snížení hranice obratu pro povinnou registraci plátců DPH v roce 2013 či zvýšení statutární sazby daně z příjmů fyzických osob o 1 p.b. v roce 2014. Konsolidační snahy na výdajové straně veřejných rozpočtů jsou i nadále patrné u náhrad zaměstnancům, které by měly v období do roku 2015 prakticky stagnovat. V případě mandatorních sociálních výdajů dojde

k významné úspoře v důsledku změny valorizačního vzorce u důchodů v letech 2013 až 2015. Další podstatná část úspor realizovaných v rámci financí vládního sektoru by se měla odehrát ve spotřebě vlády, která bude zasažena plánovanou revizí agend ministerstev, státních fondů a řady jiných ústředních vládních úřadů.

Schodkové hospodaření státního rozpočtu je hlavním důvodem růstové dynamiky státního dluhu, resp. dluhu vládního sektoru, která je patrná od roku 1996 v absolutní výši i v relativním vyjádření vůči HDP. Ve výhledu do roku 2015 dochází ke zmírnění absolutního nárůstu státního dluhu i dluhu vládního sektoru a k jejich relativní stabilizaci v poměru k HDP v důsledku pokračujících konsolidačních opatření vlády a oživení ekonomické aktivity.

Obrázek 4: Vývoj dluhu vládního sektoru v letech 2006 až 2015 (ESA95)



Zdroj: ČSÚ a MF

Další části předkládané Strategie již pracují výhradně s kategoriemi nekonsolidovaného státního dluhu a státního rozpočtu na principu peněžních toků, které jsou určující pro stanovení

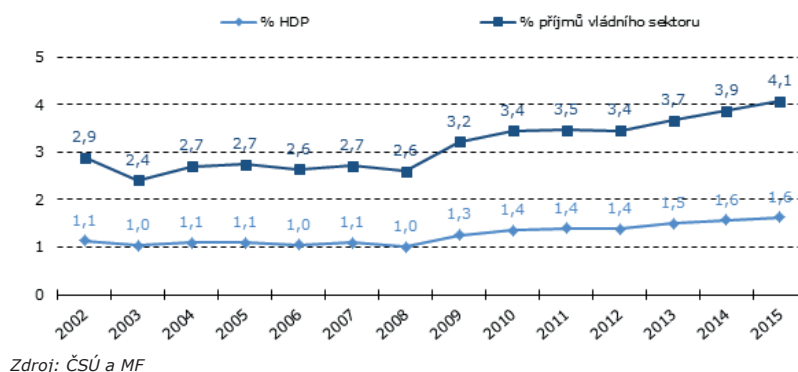
výpůjční potřeby vlády a pro následné koncipování strategie financování a emisní činnosti na domácím a zahraničním finančním trhu a pro měření a řízení finančních rizik.

Náklady na obsluhu státního dluhu a finanční trhy

V období 2002 až 2011 došlo takřka ke zdvojnásobení úrokových výdajů na obsluhu dluhu vládního sektoru v metodice ESA95 z 29 mld. Kč na 53 mld. Kč. Ve vztahu k ekonomické výkonnosti oscilovaly úrokové výdaje kolem 1 % HDP s tím, že v roce 2011 dosáhly 1,4 % HDP. Ve vztahu k celkovým příjmům vládního sektoru se pak pohybovaly v pásmu 2,4 až 3,5 %.

Příspěvek úrokových výdajů ke změně dluhu bude hrát ve výhledu do roku 2015 významnější roli než primární saldo vládního sektoru. Efektivní řízení státního dluhu a udržení důvěryhodnosti České republiky na finančních trzích tak budou nabývat stále více na významu a budou nutnou podmínkou pro pokračování fiskální konsolidace vlády, která ovlivňuje zejména primární saldo vládního sektoru.

Obrázek 5: Úrokové výdaje na dluh vládního sektoru v letech 2002 až 2015 (ESA95)



Úrokové výdaje vládního sektoru jsou určovány zejména příjmy a výdaji na obsluhu státního dluhu. Peněžní toky spojené s obsluhou státního dluhu jsou počínaje rokem 2001 rozpočtovány a realizovány v rámci samostatné rozpočtové kapitoly 396 – Státní dluh. Do roku 2007 měla tato kapitola pouze výdaje, které představovaly zároveň náklady na obsluhu státního dluhu. Od roku 2008 došlo ke změně metodiky rozpočtování a peněžní toky plynoucí z dluhových instrumentů

jsou kategorizovány dle svého věcného charakteru také na stranu příjmů. Náklady na obsluhu státního dluhu jsou proto od roku 2008 představovány rozdílem výdajů na obsluhu státního dluhu a příjmů, který představuje čisté výdaje na obsluhu státního dluhu, a který je založen stejně jako celý státní rozpočet na hotovostním principu a nedochází tedy k jeho aktualizaci podle metodiky ESA95, která probíhá až při přípravě dat pro notifikace.

Tabulka 3: Čisté výdaje na obsluhu státního dluhu v letech 2002 až 2015 (mld. Kč)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Výdaje na obsluhu státního dluhu	22,0	23,5	27,0	33,7	34,2	38,1	45,5
Příjmy státního dluhu	-	-	-	-	-	-	1,5
Rozpočtované čisté výdaje	22,0	23,5	27,0	33,7	34,2	38,1	44,0
Skutečné čisté výdaje	18,9	21,6	26,8	25,4	31,6	34,1	37,7

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Výdaje na obsluhu státního dluhu	48,2	63,7	73,0	79,4	68,6	75,1	80,1
Příjmy státního dluhu	6,7	6,9	5,6	6,5	3,8	7,4	6,4
Rozpočtované čisté výdaje	41,5	56,8	67,4	72,9	64,8	67,7	73,7
Skutečné čisté výdaje	44,5	35,8	45,1	41,5	-	-	-

Poznámka: V roce 2012 se jedná o očekávané skutečné čisté výdaje.
Zdroj: MF

Rozdíl mezi velikostí skutečných a rozpočtovaných výdajů na obsluhu státního dluhu závisí do značné míry na tom, jak se oproti rozpočtovým předpokladům budou vyvíjet úrokové sazby a hrubá výpůjční potřeba vlády. Pokud dojde v určitém období v důsledku finanční a ekonomické krize ke zhoršení deficitu státního rozpočtu a současně k růstu úrokových sazeb, jak tomu bylo například v roce 2009, je rozpočet kapitoly velmi napjatý. Z důvodu nejistého ekonomického vývoje spojeného s turbulencemi na finančních trzích v zemích eurozóny je v rozpočtu kapitoly Státní dluh na rok 2013, resp. výhledu na léta 2014 až 2015 ponechána určitá rezerva pro případ naplnění krizových scénářů.

V roce 2012 se očekává výrazná úspora čistých výdajů na obsluhu státního dluhu ve výši 31,4 mld. Kč oproti rozpočtovaným čistým výdajům v částce 72,9 mld. Kč. Tyto výdaje dosáhnou očekávané výše 41,5 mld. Kč, tj. zhruba 1,1 % HDP a 3,8 % očekávaných celkových příjmů státního rozpočtu. Tato úspora přispěla k lepšímu než očekávanému hospodaření vládního sektoru. Ve srovnání s rokem 2011 dochází k poklesu čistých výdajů v roce 2012 o cca 8,0 %. V průběhu roku 2012 bylo z výdajů kapitoly 396 – Státní dluh formou rozpočtových opatření do jiných rozpočtových kapitol převedeno celkem 2,4 mld. Kč a současně došlo k vázání výdajů kapitoly ve výši 5,7 mld. Kč. **Oproti konečnému rozpočtu se tak očekává za rok 2012 úspora čistých výdajů ve výši 23,3 mld. Kč.**

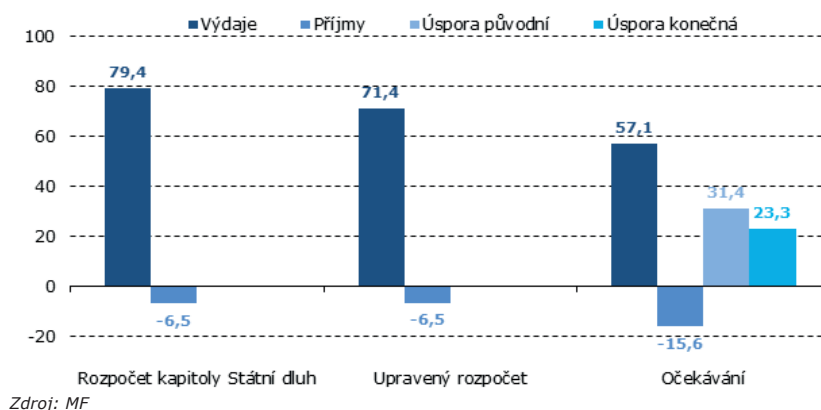
Mimořádně vysoká úspora je dána především přetrvávající nízkou úrovní krátkodobých i dlouhodobých úrokových sazeb, která je v kontrastu s konzervativním předpokladem výrazného růstu úrokových sazeb ve schváleném rozpočtu kapitoly 396 – Státní dluh na rok 2012. Rizikové prémie českých státních dluhopisů ve

srovnání s většinou zemí EU zůstávají v roce 2012 stabilizované. Mezinárodní důvěryhodnost závazků České republiky odráží zejména probíhající konsolidační program vlády a plánované koncepční strukturální reformy, které se projevují významným snižováním rozpočtových schodků, čisté výpůjční potřeby a čisté emise státních dluhopisů ve střednědobém výhledu. V důsledku relativní stabilizace finanční a ekonomické situace zemí eurozóny a EU, úsporné fiskální politiky vlády a politiky nulových úrokových sazeb ČNB bylo možné výdaje na obsluhu státního dluhu v návrhu státního rozpočtu na rok 2013 snížit o 10,8 mld. Kč oproti schválenému státnímu rozpočtu ČR na rok 2012 a o 25,9 mld. Kč oproti střednědobému výhledu státního rozpočtu na roky 2013 a 2014, se kterým pracovala Strategie na rok 2012, a aktuální výhled výdajů na obsluhu státního dluhu na rok 2014 byl snížen o 30,4 mld. Kč oproti výhledu z loňského roku.

Ve druhém pololetí roku 2012 byl k přípravě návrhu státního rozpočtu ČR na rok 2013 poprvé použit IISSP, což správcům rozpočtových kapitol umožňuje pružně reagovat na změnu zadávaných parametrů a Ministerstvu pak detailně sledovat postup přípravy návrhu státního rozpočtu. To by z dlouhodobého hlediska mělo vést k úsporám v důsledku zvýšení efektivity při získávání a alokaci zdrojů státního rozpočtu.

Očekávaná úspora čistých výdajů na obsluhu státního dluhu v roce 2012 oproti schválenému rozpočtu kapitoly ve výši 31,4 mld. Kč plyne ze zvýšení příjmů o 9,1 mld. Kč a ze snížení výdajů o 22,3 mld. Kč. Úspora čistých výdajů ve srovnání s konečným rozpočtem ve výši 23,3 mld. Kč je redukována v důsledku snížení konečného rozpočtu výdajů o 8,1 mld. Kč na 14,2 mld. Kč při zachování rozpočtu příjmů ve výši 6,5 mld. Kč.

Obrázek 6: Očekávaná úspora čistých výdajů na obsluhu státního dluhu v roce 2012 (mld. Kč)



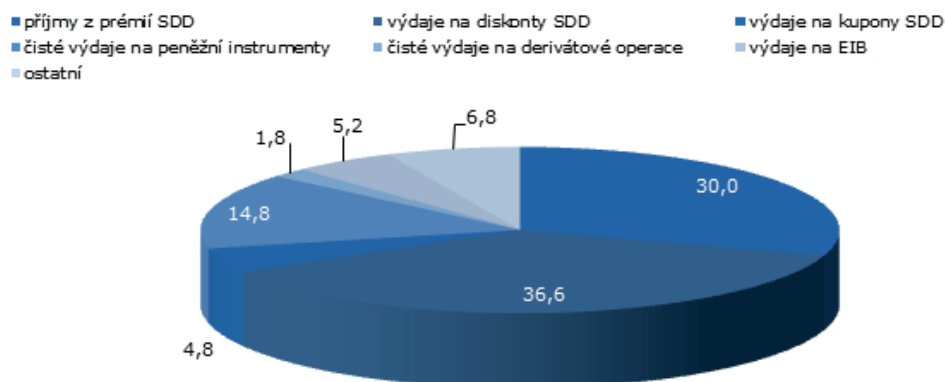
Rozložení očekávané úspory výdajů oproti schválenému rozpočtu na jednotlivé části podle zdroje úspory dokumentuje následující obrázek. Je

patrné, že největší úspory bylo dosaženo v oblasti nižších výdajů na diskonty a zvýšených příjmů z premii domácích střednědobých a dlouhodobých

státních dluhopisů, které činí dohromady dvě třetiny z očekávané úspory úrokových nákladů. Tento zdroj úspory je logický, protože aukce těchto dluhopisů probíhají prostřednictvím znovuotevření

stávajících emisí a dopad poklesu úrokových sazeb se tak realizuje prostřednictvím ceny dluhopisů, nikoliv prostřednictvím kuponů, které jsou z velké většiny fixní.

Obrázek 7: Zdroje úspory čistých výdajů na obsluhu státního dluhu v roce 2012 (%)



Zdroj: MF

Úspory bylo dále dosaženo u všech variabilně úročených instrumentů státního dluhu, zejména u čistých výdajů na instrumenty peněžního trhu, přestože byly realizovány nižší než rozpočtované příjmy z investování zůstatků souhrnného účtu státní pokladny a přestože je naplánován čistý přírůstek instrumentů peněžního trhu o 26,5 mld. Kč jako zdroj financování výpůjční potřeby vlády v letošním roce. Významná úspora byla zaznamenána také u výdajů na variabilně úročené kupony střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů a na půjčky od Evropské investiční banky, které jsou většinou variabilně úročené. K určité úspoře došlo také u variabilních noh měnových swapů, kterými byly zajištěny

zahraniční emise proti měnovému riziku, a byly tak synteticky transformovány na variabilně úročené korunové instrumenty.

Poměrně stabilní vývoj výnosů českých státních dluhopisů v roce 2011 byl v listopadu 2011 v důsledku prohlubující se dluhové krize v eurozóně přerušen. Výkyvy z důvodu setrvávající nejistoty na evropských dluhopisových trzích se objevovaly i v první polovině roku 2012, ovšem znatelný klesající trend byl od počátku roku udržen. Ministerstvo v roce 2012 dosáhlo průměrného výnosu fixně úročených korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v domácích aukcích ve výši 2,34 %, což je zhruba o 0,75 p.b. méně než v roce 2011.

Obrázek 8: Vývoj výnosů českých státních dluhopisů v letech 2007 až 2012 (% p.a.)

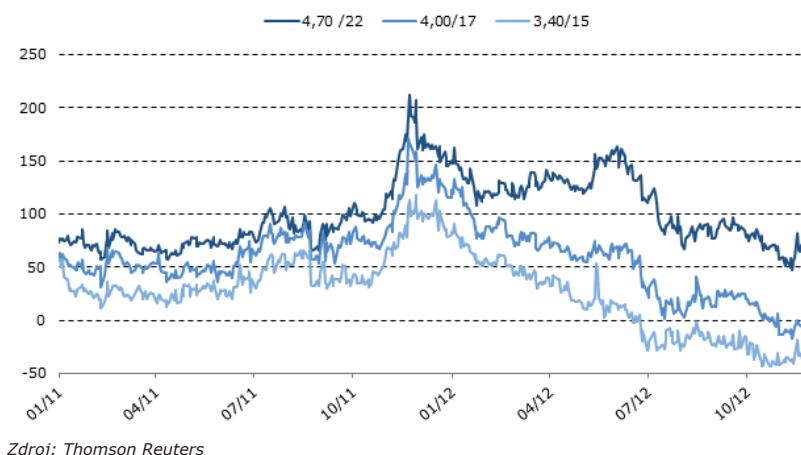


Zdroj: Thomson Reuters

Rovněž vývoj rizikové premie měřené pomocí tzv. „asset swap spread“ naznačuje snížení averze

k riziku související s postupným uklidňováním situace v eurozóně od počátku letošního roku.

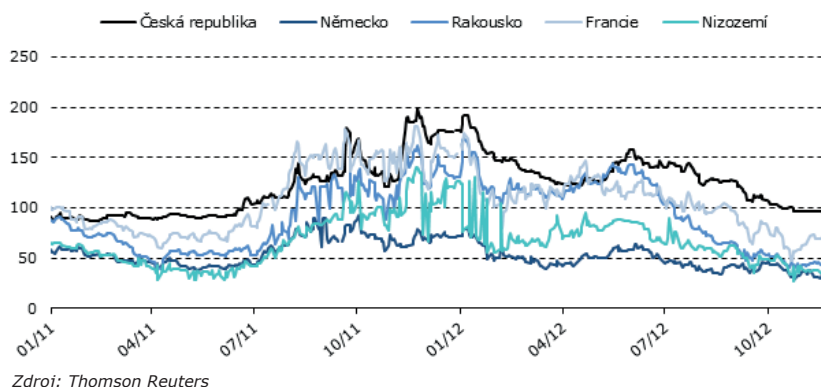
Obrázek 9: Riziková prémie českých státních dluhopisů v letech 2011 a 2012 (bazické body)



Vnímání České republiky na mezinárodním trhu jako důvěryhodného emitenta státních dluhopisů dokresluje situace na trzích swapů úvěrového selhání, tzv. „credit default swap“ (CDS), kde

zaujímá Česká republika srovnatelnou pozici s jádrovými zeměmi eurozóny, tedy se zeměmi, které mají ratingové ohodnocení na nejvyšším stupni AAA.

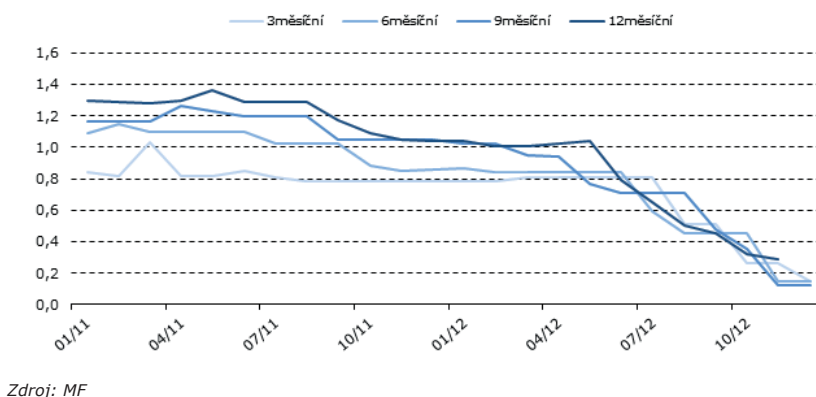
Obrázek 10: Prémie u swapů úvěrového selhání v letech 2011 a 2012 (10let, bazické body)



K významnému poklesu výnosů došlo rovněž při aukcích státních pokladničních poukázek, což dále přispělo k poklesu výdajů na obsluhu státního

dluhu v roce 2012. Průměrný aukční výnos státních pokladničních poukázek v roce 2012 činil **0,69 %**, což je o 0,46 p.b. méně než v roce 2011.

Obrázek 11: Vývoj výnosu aukcí státních pokladničních poukázek 2011 až 2012 (% p. a.)



Ratingové hodnocení závazků České republiky

Česká republika patří mezi mimořádně spolehlivé emitenty a těší se nejen velkému zájmu domácích i zahraničních investorů, ale je také za svůj důvěryhodný program fiskální konsolidace oceňována předními ratingovými agenturami.

Poslední změnu ratingu České republiky provedla dne 24. srpna 2011 agentura *Standard & Poor's* o **dva stupně** na **AA** pro domácí dlouhodobé závazky, resp. **AA-** pro zahraniční dlouhodobé závazky.

Tabulka 4: Ratingové hodnocení České republiky v roce 2012

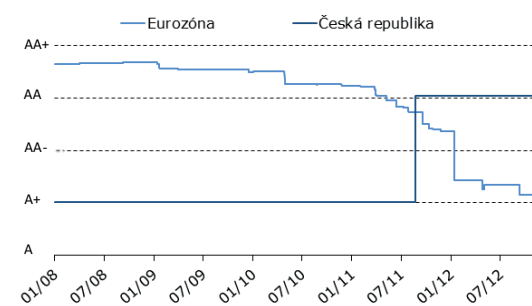
Ratingová agentura	Domácí dlouhodobé závazky	Výhled	Zahraněční dlouhodobé závazky	Výhled
Fitch Ratings	AA-	Stabilní	A+	Stabilní
Moody's	A1	Stabilní	A1	Stabilní
Standard & Poor's	AA	Stabilní	AA-	Stabilní

Zdroj: Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's

Vynikající pozici České republiky v oblasti ratingového hodnocení dokládá následující přehled zemí Evropské unie. Lepší ratingové ohodnocení než Česká republika má v Evropě jen skupina zemí s elitním AAA (resp. Aaa) ratingem jako je Německo, Lucembursko, Finsko, Švédsko, Velká Británie, Nizozemí a několik dalších zemí, u kterých dochází v případě některých agentur ke snižování ratingu jako Francie či Rakousko. Srovnatelnou úroveň ratingu jako Česká republika má Belgie. Česká republika má **nejvyšší ratingové hodnocení ze všech zemí Střední a Východní Evropy** a ze všech tzv. nových členských států EU. Česká republika se navíc řadí mezi menší část členských států EU, které nemají rating v režimu revize s negativním výhledem.

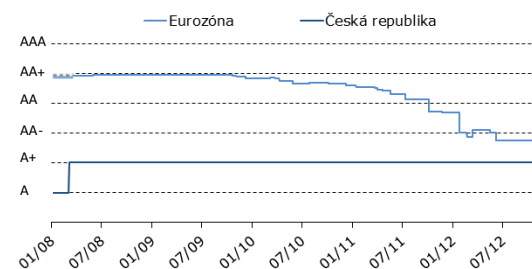
Srovnání se zeměmi eurozóny vyznívá rovněž ve prospěch České republiky, která má **vyšší ratingové hodnocení než 10 zemí eurozóny** podle dvou ze tří nejrenomovanějších ratingových agentur Fitch Ratings, Moody's a S&P. Rating České republiky se podle dvou z těchto tří ratingových agentur nachází **nad průměrem ratingu zemí eurozóny** váženého hrubým dluhem sektoru vládních institucí jednotlivých členských zemí.

Obrázek 12: Hodnocení eurozóny a ČR agenturou S&P v letech 2008 až 2012



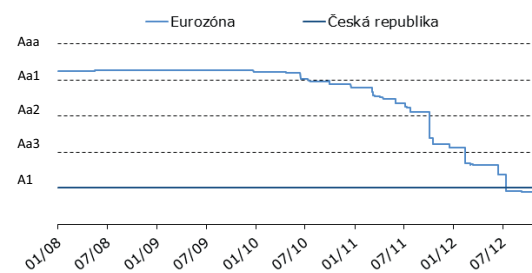
Zdroj: Standard & Poor's, Eurostat, Evropská komise, vlastní výpočty

Obrázek 13: Hodnocení eurozóny a ČR agenturou Fitch v letech 2008 až 2012



Zdroj: Fitch Ratings, Eurostat, Evropská komise, vlastní výpočty.

Obrázek 14: Hodnocení eurozóny a ČR agenturou Moody's v letech 2008 až 2012



Zdroj: Moody's, Eurostat, Evropská komise, vlastní výpočty

Tabulka 5: Ratingové hodnocení závazků zemí Evropské unie v roce 2012

Rating	Fitch Ratings	Moody's	Standard & Poor's
AAA/Aaa	Dánsko, Finsko, Francie Lucembursko, Německo, Nizozemí, Rakousko, Švédsko V. Británie	Dánsko, Finsko, Lucembursko, Německo, Nizozemí, Rakousko, Švédsko, V. Británie	Dánsko, Finsko, Lucembursko, Německo, Nizozemí, Švédsko, V. Británie
AA+/Aa1		Francie	Francie, Rakousko
AA/Aa2	Belgie		Belgie, Česká republika
AA-/Aa3	Česká republika	Belgie	Estonsko
A+/A1	Slovensko, Estonsko, Malta	Česká republika, Estonsko	
A/A2	Polsko	Polsko, Slovensko	Polsko, Slovinsko, Slovensko
A-/A3	Slovinsko, Itálie	Malta	Malta
BBB+/Baa1	Irsko, Litva, Lotyšsko	Litva,	Irsko, Itálie
BBB/Baa2	Bulharsko, Rumunsko, Španělsko,	Bulharsko, Slovinsko, Itálie	Bulharsko, Litva, Lotyšsko
BBB-/Baa3	Maďarsko	Lotyšsko, Rumunsko, Španělsko	Španělsko
BB+/Ba1	Portugalsko	Maďarsko, Irsko	Rumunsko
BB/Ba2			Maďarsko, Portugalsko
BB-/Ba3	Kypr	Portugalsko	
B+/B1			
B/B2			Kypr
B-/B3		Kypr	
CCC+/Caa1			
CCC/Caa2	Řecko		Řecko
CCC-/Caa3			
CC/Ca			
C		Řecko	
D			

Poznámka: Rating pro domácí dlouhodobé závazky, země s negativním výhledem jsou označeny červeně, země se stabilním či pozitivním výhledem jsou označeny zeleně.
Zdroj: Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's

2 - Výpůjční potřeba a vývoj státního dluhu do roku 2015

Čistá výpůjční potřeba a změna státního dluhu

Čistá výpůjční potřeba centrální vlády je ve střednědobém výhledu určována především rozpočtovými schodky státního rozpočtu. Konečnou výši čisté výpůjční potřeby rovněž ovlivňují operace na straně státních finančních aktiv, půjčování a pře-půjčování a změny výše rezervy peněžních prostředků. Čistá výpůjční potřeba

je zároveň hlavním faktorem změny nominální hodnoty hrubého státního dluhu. Vzhledem ke skutečnosti, že část státního dluhu je denominována v zahraničních měnách, je jeho změna ovlivněna také pohybem směnného kurzu české koruny vůči těmto měnám.

Tabulka 6: Čistá výpůjční potřeba centrální vlády a změna státního dluhu v letech 2011 až 2015

mld. Kč	2011		2012		2013	2014	2015
	Skutečnost	Plán	Predikce		Plán		
Hrubý státní dluh k 1. 1.	1 344,1	1 499,4			1 667,8	1 768,8	1 859,1
Primární saldo státního rozpočtu, bez pře-půjčování	97,6	32,1	63,5		35,2	22,3	6,3
Čisté výdaje na státní dluh ¹	45,1	72,9	41,5		64,8	67,7	73,7
Mimorozpočtové výdaje/závazky	0,0	0,0	0,0		0,0	0,0	0,0
Čistá výpůjční potřeba bez vlivu operací aktiv	142,8	105,0	105,0		100,0	90,0	80,0
Operace státních finančních aktiv ²	2,5	2,2	2,5		1,6	1,5	1,3
Pře-půjčování (čistá změna) ³	0,0	0,0	0,0		0,0	0,0	-1,7
Rezerva peněžních prostředků (čistá změna) ⁴	5,7	0,0	65,1		0,0	0,0	0,0
Čistá výpůjční potřeba	151,0	107,2	172,7		101,6	91,5	79,6
Přecenění státního dluhu ⁵	4,5	0,0	-4,1		-0,6	-1,2	-1,2
Splátky směn ⁶	-0,2	0,0	-0,1		0,0	0,0	0,0
Změna hrubého státního dluhu	155,3	107,2	168,5		101,0	90,3	78,4
Hrubý státní dluh k 31. 12.	1 499,4	1 601,8	1 667,8		1 768,8	1 859,1	1 937,5
(% HDP)	(39,4)	(40,5)	(43,7)		(45,6)	(46,3)	(46,4)

¹ Saldo rozpočtové kapitoly 396 – Státní dluh.

² Saldo rozpočtové kapitoly 397 – Operace státních finančních aktiv.

³ Poskytování mimorozpočtových půjček se splatností nad 1 rok ostatním státům a domácím právnickým osobám.

⁴ Rezerva peněžních prostředků vytvářená dle § 35, odst. (4) zákona č. 218/2000 Sb. Změna bez přecenění cizoměnové části vlivem kurzových rozdílů.

⁵ Kurzové rozdíly z přecenění dluhu denominovaného v cizích měnách.

⁶ Směnky na krytí části majetkové účasti České republiky u mezinárodních finančních institucí.

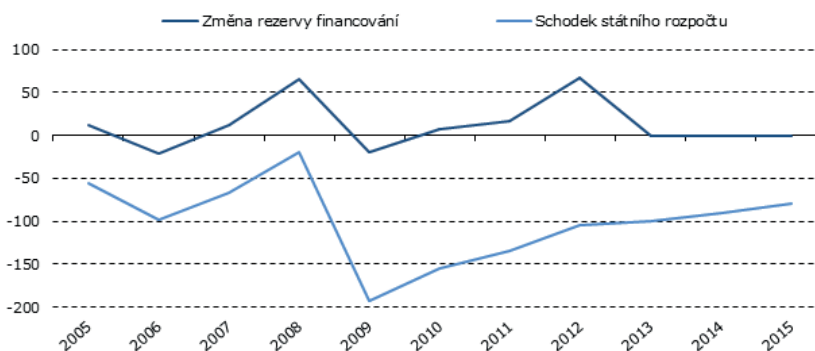
Zdroj: MF

V roce 2012 se očekává čistá výpůjční potřeba vyšší o cca 65,5 mld. Kč, což je dáno zejména vyšší než plánovanou tvorbou rezervy peněžních prostředků. Tvorba a čerpání rezervy peněžních prostředků je významnou položkou čisté výpůjční potřeby počínaje rokem 2008 a souvisí s obezřetným přístupem Ministerstva v období finanční a hospodářské krize a vysoké nejistoty ohledně hladkého zajištění emisní činnosti státu plynoucí z možného rizika zablokování finančních trhů. Vzhledem k přetrvávající nejistotě ohledně vývoje dluhové krize eurozóny upravilo

Ministerstvo plán čerpání rezervy peněžních prostředků z nulové změny na přírůstek ve výši 65,1 mld. Kč.

Pokud jde o další operace spojené s půjčováním a pře-půjčováním ostatním státům a domácím subjektům a dopadu těchto operací na čistou výpůjční potřebu centrální vlády, kroky Ministerstva budou záviset na schválení novely rozpočtových pravidel a dalších rozhodnutích vlády a Parlamentu ČR.

Obrázek 15: Tvorba a čerpání rezervy peněžních prostředků v letech 2005 až 2015 (mld. Kč)



Zdroj: MF

Změna výše rezervy peněžních prostředků bezprostředně souvisí s vývojem hospodaření státního rozpočtu. Snížení schodku státního rozpočtu oproti původně očekávanému vývoji při zachování emisního plánu způsobí navýšení rezervy peněžních prostředků bez ovlivnění plánované čisté výpůjční potřeby. Rovněž lze využitím rezervy peněžních prostředků v rámci financování zamezit změně čisté výpůjční potřeby při vyšším než rozpočtovaném schodku.

Po zapojení prostředků rezervních fondů do příjmů státního rozpočtu v roce 2008 došlo k významnému snížení rozpočtového schodku, a proto rezerva peněžních prostředků v tomto roce dosáhla svého

tehdejšího historického maxima. Tyto prostředky byly následně využity při financování státu v krizovém roce 2009, což umožnilo zajistit hladký průběh financování v situaci, kdy docházelo ke značným turbulencím na finančních trzích.

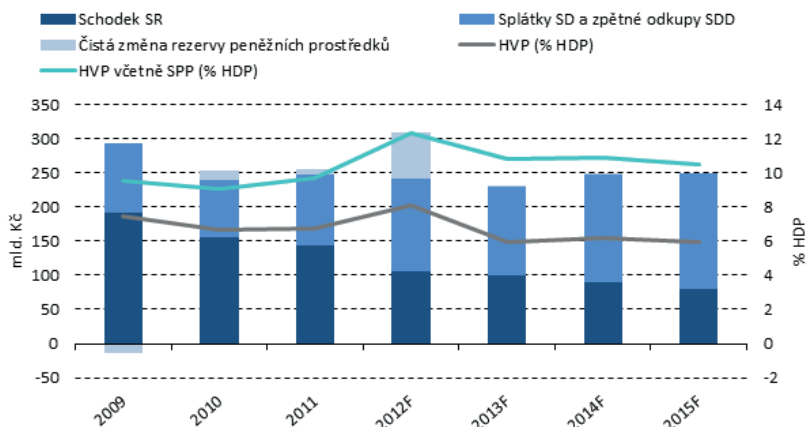
Ačkoli postupná realizace fiskálních reforem vede k významnému snižování nejistoty financování a řízení státního dluhu v souvislosti s obtížně predikovatelným vývojem hospodaření státního rozpočtu a k značnému zvýšení kredibility České republiky jako emitenta, nelze ani v roce 2013 přistoupit ke snižování kumulované rezervy peněžních prostředků, a to vzhledem k přetrvávající nejistotě ohledně vývoje dluhové krize v eurozóně.

Hrubá výpůjční potřeba a financování centrální vlády

Čistá výpůjční potřeba je první složkou hrubé výpůjční potřeby, která určuje objem výpůjčních operací státu v příslušném roce a představuje hlavní zdroj meziroční změny státního dluhu. Druhou složku představují splátky státního dluhu (bez revolvingu instrumentů peněžního trhu během roku) v příslušném roce, zpětné odkupy a výměny státních dluhopisů před datem splatnosti,

předčasné splacení SSD na žádost jejich vlastníků, předčasné splacení úvěrů EIB a případně další neočekávané závazky státu. Následující obrázek zachycuje podíl hrubé výpůjční potřeby a jejích složek na HDP, včetně očekávaného stavu SPP ke konci roku, které je také nezbytné refinancovat v rámci následujících let novými emisemi státních dluhopisů.

Obrázek 16: Hrubá výpůjční potřeba centrální vlády v letech 2009 až 2015



Poznámka: Čistá změna rezervy peněžních prostředků včetně salda kapitoly OSFA a čisté změny pře-půjčování.
Zdroj: CSÚ a MF

V roce 2012 se očekává hrubá výpůjční potřeba vyšší oproti původnímu plánu o cca 65,9 mld. Kč. Tento nárůst je způsoben zejména nárůstem čisté výpůjční potřeby v důsledku navýšení rezervy peněžních prostředků a zvýšením výše splátek úvěrů EIB způsobených zhoršeným postavením EIB na finančních trzích.

Při porovnání výše hrubé výpůjční potřeby na roky 2011 až 2013 plánované ve Strategii na rok 2012 s aktuální Strategii na rok 2013 je zřejmé, že byl tento plán revidován směrem nahoru, což souvisí převážně s obezřetným přístupem Ministerstva při vytváření dostatečné rezervy peněžních prostředků v době značné nejistoty na globálních finančních trzích, zejména s ohledem na vývoj dluhové krize v eurozóně.

Tabulka 7: Hrubá výpůjční potřeba a financování centrální vlády v letech 2011 až 2015

mld. Kč	2011	2012		2013	2014	2015
	Skutečnost	Plán	Predikce		Plán	
Čistá výpůjční potřeba	151,0	107,2	172,7	101,6	91,5	79,6
Splátky SDD v daném roce	102,1	115,6	115,6	108,6	133,3	138,8
Zpětné odkupy a výměny SDD z předchozích let	0,0	-2,0	-2,0	-8,1	-10,0	-10,0
Zpětné odkupy a výměny SDD splatných v dalších letech ¹	2,0	10,0	8,1	10,0	10,0	10,0
Splátky SSD v daném roce ²	0,0	9,5	9,6	7,5	12,5	19,5
Splátky úvěrů EIB	1,1	3,1	5,3	1,1	1,7	2,1
Další závazky státu ³	0,0	0,0	0,0	10,0	10,0	10,0
Hrubá výpůjční potřeba	256,2	243,4	309,3	230,7	249,0	250,1
Čistá emise instrumentů peněžního trhu ⁴	49,3	50,0	26,5 ⁵	0,0	0,0	0,0
Hrubá emise SDD na domácím trhu ⁶	181,2	117,5	164,6	149,3	169,6	161,1
Hrubá emise SDD na zahraničních trzích ⁶	0,0	50,0	68,8	49,8	49,4	49,0
Hrubá emise SSD ⁶	20,4	20,0	45,4	30,0	30,0	40,0
Úvěry EIB	5,3	5,9	4,0	1,6	0,0	0,0
Čisté výpůjčky ze státní pokladny	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Financování hrubé výpůjční potřeby	256,2	243,4	309,3	230,7	249,0	250,1

¹ Bez operací s SDD splatnými v běžném rozpočtovém roce.

² Včetně předčasných splátek SSD na žádost vlastníka.

³ Ke krytí předčasných splátek SSD a úvěrů EIB před datem splatnosti a dalších neplánovaných závazků.

⁴ Bez revolvingu splatných instrumentů v rámci běžného roku.

⁵ Z toho do trhu 40,0 mld. Kč a operace Ministerstva v rámci investičních portfolií -13,5 mld. Kč.

⁶ Nominální hodnota, tj. prémie a diskonty jsou zahrnuty v čistých výdajích na obsluhu státního dluhu, tj. v rámci salda státního rozpočtu.

Zdroj: MF

Financování hrubé výpůjční potřeby je realizováno třemi tradičními základními nástroji a jedním nástrojem, s jehož využitím začalo Ministerstvo pracovat od roku 2011. Čerpání **úvěrů od EIB** je jako první z nich úzce navázáno na realizaci příslušných investičních výdajů státního rozpočtu. Ve výhledu na roky 2013 a 2014 došlo ve srovnání se Strategii na rok 2012 ke značnému snížení čerpání úvěrů EIB. Počínaje rokem 2012 jsou výdaje na projekty spolufinancované z úvěrů EIB rozpočtovány v kapitolách věcně příslušných ministerstev, které mají odlišné výdajové rámce a jejich stanovení závisí často na výdajových prioritách příslušného ministerstva. Snížení výhledu čerpání úvěrů EIB v letech 2013 až 2015 je důsledkem plánu krýt výdaje na kofinancování Operačního programu doprava v těchto letech z jiného zdroje než z úvěru EIB. Tento úvěr tvořil větší část plánů čerpání úvěrů EIB ve Strategii na rok 2012.

Ve druhé polovině roku 2012 nebyla EIB schopna nabídnout při čerpání úvěrových tranší či re-fixaci úrokových sazeb stávajících tranší sazby výhodnější než aktuální výnosy českých státních dluhopisů. Ministerstvo proto využilo možnosti předčasného splacení dvou stávajících tranší v celkové výši 2,2 mld. Kč.

Počínaje rokem 2013 nebude Ministerstvo při financování hrubé výpůjční potřeby pokračovat v navyšování emisí instrumentů peněžního trhu, tj. zejména **státních pokladničních poukázek**. Tento plán odpovídá cíli stabilizace míry refinančního rizika. Nárůst podílu těchto instrumentů je plánován tak, aby nebyl překročen základní limit státního dluhu splatného do jednoho roku, který je pro rok 2013 ponechán ve výši 25 %. Podíl instrumentů peněžního trhu na státním dluhu pak poklesne z cca 11,3 % na konci roku 2012 na cca 9,8 % na konci roku 2015. Ve střednědobém

výhledu se tedy předpokládá refinancování SPP, které budou v oběhu ke konci roku 2012, novými emisemi SPP ve stejné jmenovité hodnotě a v obdobné časové struktuře tak, aby čistá emise SPP ve vztahu k tržním držitelům, tj. bez vlivu nákupů a splátek emisí SPP v rámci investičních portfolií, oscilovala kolem nuly a byla zároveň udržena stávající tržní likvidita tohoto segmentu českého peněžního trhu ve výši do 200 mld. Kč.

Hrubá emise **střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů** na domácím trhu a zahraničních trzích se v daném období pohybuje na roční úrovni cca 200 až 220 mld. Kč ročně a čistá emise SDD se bude pohybovat mezi 70 a 90 mld. Kč. Tyto emisní objemy nezahrnují plánované prodeje spořicíh státních dluhopisů, jejichž emise je plánována ve výši 20 až 40 mld. Kč ročně v závislosti na poptávce osob oprávněných k jejich úpisu. Výše plánovaných emisí vychází z realizované poptávky u doposud vydaných emisí spořicíh státních dluhopisů.

Čisté dluhové portfolio

Peněžní toky vyplývající z čisté a hrubé výpůjční potřeby a ze zvolených nástrojů financování centrální vlády se odráží ve výši a struktuře stavu státního dluhu a státních finančních aktiv, resp. čistého dluhového portfolio.

Kalkulace čistého dluhového portfolio pro potřeby této Strategie je založena na praxi vyspělých zemí a proti hrubému dluhovému portfolio staví ta finanční aktiva, která úzce souvisí s finančními operacemi při řízení státního dluhu a rozpočtovými operacemi státních finančních aktiv. Finanční aktiva v tomto pojetí tedy nezahrnují mimorozpočtové zůstatky na účtech, které jsou zároveň mimo systém souhrnného účtu státní pokladny. Nezahrnují rovněž ostatní finanční majetek státu jako akcie, ostatní majetkové účasti a pohledávky státu vůči zahraničí, z titulu poskytnutých návratných finančních výpomocí nebo realizovaných státních záruk.

Metodika čistého dluhového portfolio přináší reálnější pohled na finanční pozici státu a související rizikové parametry. Finanční aktiva a jejich struktura snižují refinanční, likviditní a úrokové riziko státního dluhu a jsou proto monitorována v rámci systému řízení rizik.

Čisté výpůjčky ze státní pokladny jsou prozatím konzervativně plánovány v nulové výši. V případě, že dojde ke schválení novely zákona č. 218/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech a o změně některých souvisejících zákonů (rozpočtová pravidla), což je nutná legislativní podmínka pro zapojení prostředků účtů více organizací vládního sektoru do státní pokladny a do krátkodobého financování státu, bude tato položka financování pravděpodobně nabývat v daném období na významu v souvislosti s rozvojem technického mechanismu krátkodobého zapojení klientských prostředků státní pokladny. Zapojení těchto zdrojů umožní ve střednědobém horizontu minimalizaci rezervy peněžních prostředků a bude jedním ze zdrojů úspor úrokových nákladů na obsluhu státního dluhu. Schválení zmíněné novely bude reflektováno v případné revizi této Strategie.

Součástí těchto finančních aktiv jsou investiční portfolio, která jsou ve správě Ministerstva a svým charakterem představují portfolio s držbou do splatnosti.

Investování zůstatků jaderného účtu, jaderné portfolio, provádí Ministerstvo v rámci státních finančních aktiv na základě ustanovení § 27 zákona č. 18/1997 Sb., atomový zákon. Zůstatek tohoto účtu je investován konzervativně výhradně do domácích státních dluhopisů prostřednictvím přímých nákupů anebo prostřednictvím reverzních repo operací, kde kolaterálem jsou státní pokladniční poukázky nebo poukázky České národní banky. Výnosy z investování jsou příjmem rozpočtové kapitoly OSFA. Kumulované prostředky tohoto portfolio v budoucnu budou kryt část účelových výdajů státního rozpočtu na nákládání s radioaktivními odpady.

Ministerstvo se rozhodlo ustoupit od investování zůstatků zvláštního účtu rezervy pro důchodovou reformu, **důchodové portfolio**, na základě ustanovení § 36 rozpočtových pravidel. Prostředky důchodového portfolio byly od roku 2012 zapojeny do řízení likvidity státní pokladny a zhodnocovány v rámci investování volných prostředků souhrnného účtu státní pokladny, což přispělo ke snížení rizik a k další stabilizaci financování státu.

Tabulka 8: Stav a struktura čistého dluhového portfolia v letech 2011 až 2015

mld. Kč	2011	2012	2013	2014	2015	
	Skutečnost	Plán	Predikce	Plán		
Hrubý státní dluh k 31. 12.	1 499,4	1 601,8	1 667,8	1 768,8	1 859,1	1 937,5
Instrumenty peněžního trhu	162,6	212,0	189,1	189,1	189,1	189,1
SDD vydané na domácím trhu	999,1	988,6	1 042,0	1 080,8	1 203,5	1 238,6
SDD vydané na zahraničních trzích	245,7	295,7	310,5	359,7	321,5	356,4
SSD	20,4	30,9	56,2	73,7	86,2	101,7
Úvěry EIB	71,3	74,3	70,0	65,5	58,8	51,6
Směnky ¹	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Krátkodobé závazky vůči státní pokladně	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Státní finanční aktiva k 31. 12.	121,4	136,7	188,9	190,7	192,4	192,2
Investiční jaderné portfolio	16,6	18,2	18,4	20,1	21,6	23,0
Investiční důchodové portfolio	22,0	22,5	22,4	22,5	22,7	22,9
Účelové účty státních finančních aktiv	10,5	10,8	10,7	10,7	10,7	10,6
Půjčky a pře-půjčování ²	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	0,0
Rezerva peněžních prostředků ³	70,6	83,5	135,7	135,7	135,7	135,7
Čisté dluhové portfolio k 31. 12.	1 378,0	1 465,1	1 478,9	1 578,1	1 666,7	1 745,3

¹ Směnky na krytí části majetkové účasti České republiky u mezinárodních finančních institucí.

² Poskytování mimorozpočtových půjček se splatností nad 1 rok ostatním státům a domácím právnickým osobám.

³ Rezerva peněžních prostředků vytvářena dle § 35, odst. (4) zákona č. 218/2000 Sb., včetně přecenění cizoměnové části vlivem kurzových rozdílů.

Zdroj: MF

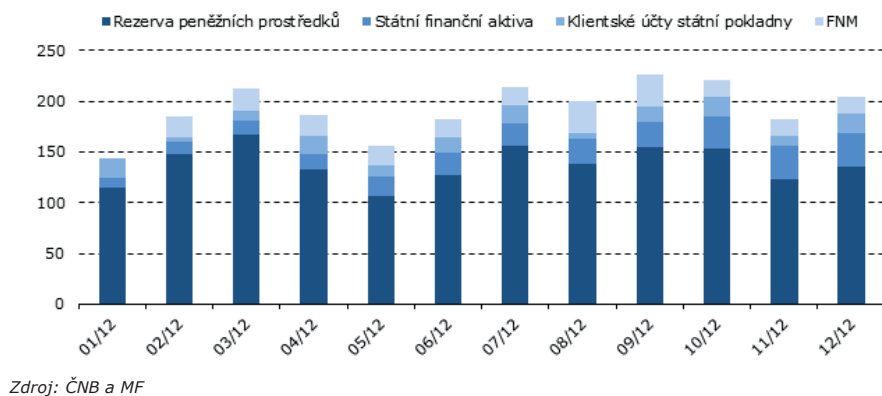
Zůstatky na **účelových účtech státních finančních aktiv** nejsou aktivně přímo investovány na finančním trhu, ale mohou v budoucnu kryt také část účelových výdajů státního rozpočtu prostřednictvím kapitoly OSFA. Tyto zůstatky jsou však součástí souhrnného účtu státní pokladny a jsou krátkodobě zhodnocovány nepřímo operacemi na peněžním trhu. Ačkoliv jsou zůstatky těchto účtů finančním majetkem Ministerstva, z pohledu financování výpůjční potřeby se jedná o cizí zdroje, a tato část státních finančních aktiv tak vystupuje v roli kvazi-klienta státní pokladny. V případě neočekávaného krizového vývoje však mohou být tyto zdroje aktivovány rozhodnutím Poslanecké sněmovny, proto je jejich postavení proti stávající hrubé dluhové pozici ekonomicky opodstatněné.

Rezerva peněžních prostředků vzniká souvztažnou emisí státních dluhopisů, případně z ostatních zdrojů financování státu, na před-financování budoucí výpůjční potřeby a k danému datu tak logicky snižuje hrubou hodnotu státního dluhu. Krátkodobě je zhodnocována na peněžním trhu jako součást souhrnného účtu státní pokladny.

Půjčky a pře-půjčky jsou poskytované z emisní činnosti a efektivně tak nezvyšují hodnotu čistého dluhového portfolia, samozřejmě za předpokladu, že příslušní dlužníci dostojí svým závazkům plynoucím z daných půjček.

Centrální likviditní pozice státu je dále stabilizována **krátkodobými cizími zdroji státní pokladny**, které nejsou součástí státních finančních aktiv Ministerstva. Zůstatky těchto účtů jsou složkami souhrnného účtu státní pokladny, který vede ČNB, a mohou být krátkodobě zapojeny do financování výpůjční potřeby nebo zrcadlově investovány na peněžním trhu, což přináší úsporu úrokových nákladů na obsluhu státního dluhu a přispívá ke snižování refinančního a likviditního rizika centrální vlády. V současnosti jsou v rámci těchto zdrojů povinně k dispozici zůstatky na účtech finančních a celních úřadů, účtech rezervních fondů organizačních složek státu a účtech fondů kulturních a sociálních potřeb organizačních složek státu. Do řízení likvidity státní pokladny byl nově od 1. února 2012 zapojen privatizační účet bývalého Fondu národního majetku, který se stal další složkou souhrnného účtu, čímž došlo k posílení likviditní pozice státu velmi stabilními a dobře predikovatelnými prostředky.

Obrázek 17: Vývoj likvidních složek státní pokladny v roce 2012 (mld. Kč)



Zdroj: ČNB a MF

V případě, že bude schválena příslušná novela rozpočtových pravidel, dojde k rozšíření souhrnného účtu státní pokladny zejména o všechny účty státních fondů, Národního fondu, státních příspěvkových organizací a dále o účty určené pro příjmy ze státního rozpočtu, státních fondů

a Národního fondu u územních samosprávných celků a dobrovolných svazků obcí, regionálních rad regionů soudržnosti, veřejných výzkumných institucí a veřejných vysokých škol, případně i účty dalších právnických osob se souhlasem Ministerstva.

3 - Program financování a emisní činnost v roce 2013

Plnění programu financování v roce 2012

Východiskem pro definování finančního programu pro rok 2013 byl plánovaný program financování z roku 2012. Oproti plánu došlo ke zvýšení hrubé výpůjční potřeby o 65,9 mld. Kč na 309,3 mld. Kč. Tato změna souvisí zejména s revizí plánu tvorby rezervy peněžních prostředků s ohledem na přetrvávající nejistotu týkající se vývoje dluhové krize

v eurozóně a také s mírným navýšením splátek úvěrů od EIB ve výši 2,2 mld. Kč, které je však částečně kompenzováno provedením zpětných odkupů o cca 2 mld. Kč nižším, než bylo původně plánováno. V důsledku změny hrubé výpůjční potřeby došlo ke zvýšení financování zejména prostřednictvím střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů.

Tabulka 9: Program financování na rok 2012

mld. Kč	Plán k 12. 12. 2012	Predikce k 31. 12. 2012
Hrubá výpůjční potřeba (bez revolingu SPP)	243,4	309,3
Emise SDD a SSD na domácím a zahraničních trzích	177,5 až 197,5	278,8
Emise SDD na domácím trhu ¹	64,5 až 177,5	164,6
Emise SDD na zahraničních trzích	0,0 až 73,0	68,8
Emise SSD na domácím trhu	20,0 až 40,0	45,4
Přímé půjčky od mezinárodních finančních institucí	5,9	4,0
Půjčky od EIB	5,9	4,0
Ostatní mezinárodní finanční instituce	0,0	0,0
Čistá emise peněžních instrumentů	40,0 až 60,0²	40,0² (26,5)
Hrubá emise SPP ³	202,0 až 222,0 ²	202,6 ² (189,1)
Splátky SPP ³	162,0	162,6
Ostatní peněžní instrumenty	0,0	0,0

¹ Včetně přímých prodejů z vlastního portfolia na sekundárním trhu, EIB a nákupů do investičních portfolií.

² Cíl pro čistou emisí peněžních instrumentů na trhu bez mimotržních operací Ministerstva v rámci investičních portfolií, po jejichž zohlednění došlo k celkové čisté emisí SPP pouze ve výši 26,5 mld. Kč.

³ Bez emisí SPP vydaných a splatných v roce 2012.

Zdroj: MF

Hrubá výpůjční potřeba vlády byla z 14,8 % zajištěna úspěšnou „jarní“ a následně velmi úspěšnou „vánoční“ emisí spořicíh státních dluhopisů v celkové výši **45,3 mld. Kč**. Emisi spořicíh státních dluhopisů v roce 2012 doplnily tranše reinvestičního a proti-inflačního spořicího státního dluhopisu vydané formou reinvestice výnosu v celkové výši 0,1 mld. Kč. V roce 2012 představilo Ministerstvo dva nové typy spořicíh státních dluhopisů, konkrétně tříletý prémiový a proti-inflační spořicí státní dluhopis. Tím se vedle primárních aukcí na domácím trhu státních dluhopisů stalo vydávání státních dluhopisů pro drobné investory stálým zdrojem financování státu.

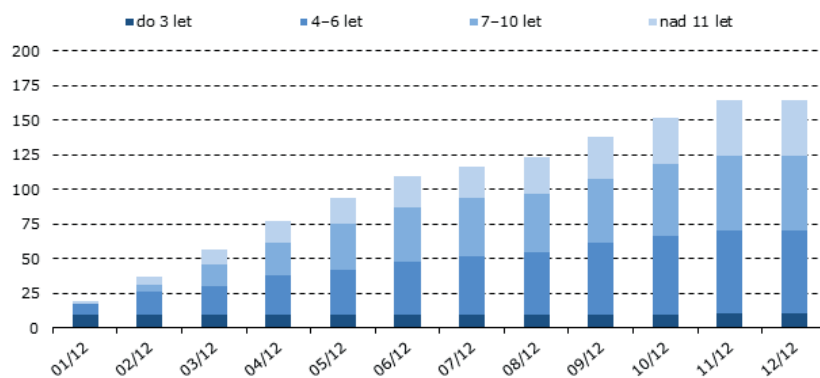
Ministerstvo poprvé od roku 2010 vstoupilo emisí desetiletého benchmarkového státního dluhopisu na zahraniční trh, když v únoru 2012 vydalo eurobond 3,875 %, 22, v objemu 2 mld. eur. Vzhledem k velmi silné poptávce po tomto dluhopisu na trhu se Ministerstvo rozhodlo v říjnu

2012 vydat druhou tranši této emise ve výši 750 mil. eur a celkovou jmenovitou hodnotu emise navýšit na výsledných 2,75 mld. eur.

Na domácím trhu střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů bylo v roce 2012 uskutečněno celkem 6 samostatných primárních aukcí a 17 primárních aukcí dvou různých instrumentů nabízených v jeden aukční den. Primární dealeri pozitivně přijali změnu zveřejňování nabízené celkové jmenovité hodnoty do konkurenčních částí aukcí v předem stanoveném rozpětí, a proto bude Ministerstvo v tomto způsobu zveřejňování pokračovat i v roce 2013. Ministerstvo bude nadále dodržovat i transparentní způsob informování primárních dealerů prostřednictvím emisních kalendářů na měsíční bázi. Do budoucna si však ponechává možnost odchýlit se od nabízené celkové jmenovité hodnoty, popřípadě zcela změnit instrument nabízený k prodeji, zejména v případě nestandardních podmínek na finančních trzích či za jiných mimořádných okolností.

Prostřednictvím primárních aukcí byly prodány v celkové jmenovité hodnotě **151,2 mld. Kč** střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy

Obrázek 18: Kumulované prodeje SDD na domácím trhu v roce 2012 (mld. Kč)



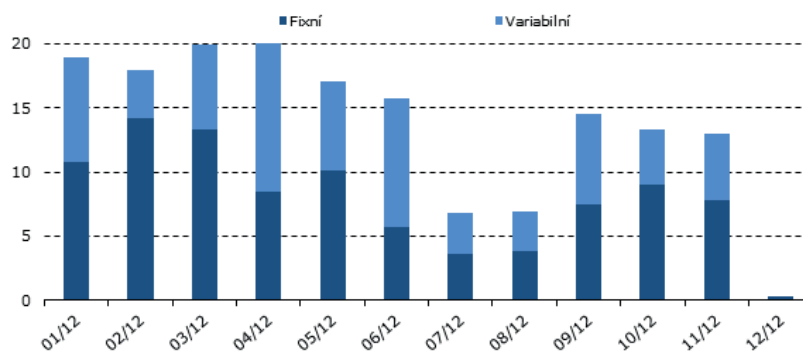
Poznámka: Prodeje v primárních aukcích, přímé prodeje, prodeje EIB a prodeje do jaderného portfolia.
Zdroj: ČNB a MF

Přímé prodeje na sekundárním trhu byly uskutečněny v celkové jmenovité hodnotě 12,4 mld. Kč. Z toho přímé prodeje střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů primárním dealerům prostřednictvím systému MTS činily 9,1 mld. Kč a prodeje do portfolia EIB činily 3,3 mld. Kč. Nákupy Ministerstva do jaderného portfolia byly uskutečněny v celkové jmenovité hodnotě 0,9 mld. Kč. V letošním roce Ministerstvo aktivně vstoupilo i do dalších operací na sekundárním trhu a realizovalo historicky nejvíce zpětných odkupů a zápůjčních repo operací v průběhu příslušného kalendářního roku, jak je blíže popsáno v kapitole 5.

Navíc tím významným způsobem podpořilo likviditu sekundárního trhu státních dluhopisů.

Na základě Strategie na rok 2012 byl indikován plán prodeje variabilně úročených dluhopisů nejméně ve výši 30 % celkové jmenovité hodnoty vydané v primárních aukcích na domácím trhu. Ministerstvo nabízelo fixně a variabilně úročené dluhopisy v primárních aukcích rovnoměrně v průběhu celého roku 2012. Podíl obou typů instrumentů prodaných prostřednictvím primárních aukcí je za celý rok 2012 na úrovni **54 % fixně úročených dluhopisů** a **46 % variabilně úročených dluhopisů**.

Obrázek 19: Úroková struktura prodaných SDD na domácím trhu v roce 2012 (mld. Kč)

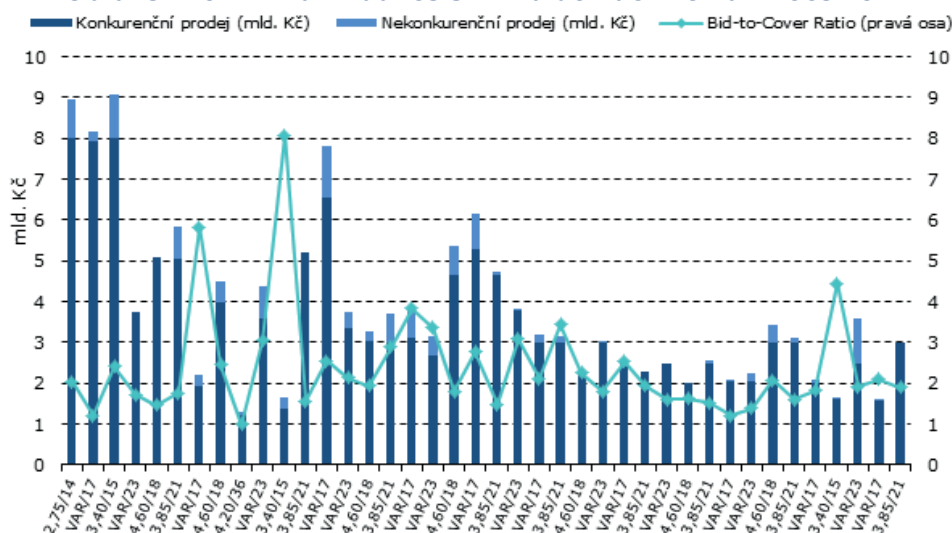


Poznámka: Prodeje v primárních aukcích, přímé prodeje, prodeje EIB a prodeje do jaderného portfolia.
Zdroj: ČNB a MF

V průběhu roku 2012 bylo možné pozorovat relativně vysokou poptávku po korunových střednědobých a dlouhodobých dluhopisech v domácích aukcích.

Stabilní poptávku po korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisech v roce 2012

dokresluje poměr celkové poptávky k uspokojené poptávce v konkurenční části aukce (tzv. „Bid-to-Cover Ratio“). Průměrné „Bid-to-Cover Ratio“ na hodnotě **2,24** signalizuje velmi silnou poptávku v aukcích střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím trhu.

Obrázek 20: Primární aukce SDD na domácím trhu v roce 2012

Zdroj: ČNB a MF

Čistá emise instrumentů peněžního trhu v podobě státních pokladničních poukázek bude na trhu realizována v rámci plánovaného rozpětí na úrovni **40,0 mld. Kč** za celý rok 2012, přičemž v rámci jaderného a důchodového portfolia došlo k čistým splátkám ve výši 13,5 mld. Kč. Celková čistá emise instrumentů peněžního trhu dosáhne výše

26,5 mld. Kč a podílí se tak na financování hrubé výpůjční potřeby z 8,6 %.

Úvěry EIB budou realizovány pod úrovní předpokládaného objemu, a to ve výši **4,0 mld. Kč.**, tj. budou činit cca 1,3 % roční hrubé výpůjční potřeby.

Program financování na rok 2013

Program financování na rok 2013 vychází z plánované hrubé výpůjční potřeby vlády ve výši **230,7 mld. Kč.** Stěžejní část programu financování bude Ministerstvo v roce 2013 realizovat na domácím trhu a nadále bude vyhodnocovat aktuální vývoj podmínek financování na zahraničních trzích.

Podíl financování na zahraničních trzích bude činit maximálně 40 % plánované roční hrubé výpůjční potřeby.

Záměrem Ministerstva je v roce 2013 vydat alespoň jednu novou veřejnou syndikovanou emisi na zahraničním trhu. Ministerstvo může rovněž vyhodnocovat alternativní možnosti financování pomocí privátního umístění v cizích měnách, pokud by takové emise přinesly státu úsporu úrokových nákladů a/nebo přispěly ke stabilizaci rizik řízení státního dluhu, například dosažením delší průměrné doby do splatnosti státního dluhu nebo prokazatelným rozšířením okruhu investorů do českého státního dluhu. Podmínky případných emisí státních dluhopisů na zahraničních trzích budou záviset zejména na vývoji podmínek na finančních trzích v roce 2013.

Výpůjční potřeba v hodnotě 1,6 mld. Kč bude zajištěna korunovými dlouhodobými úvěry od EIB.

Čerpání těchto dlouhodobých úvěrů určených výhradně na infrastrukturní projekty je založeno na příslušných zákonech o úvěru schválených Parlamentem ČR. Využití prostředků z úvěrů je přísně vázáno na konkrétní investiční projekty a programy a je stejně jako v předchozích letech explicitně obsaženo v návrhu státního rozpočtu na rok 2013. Jednotlivé úvěrové smlouvy nabízejí jak široké rozpětí splatností 3 až 40 let, tak také možnost výběru mezi fixními a variabilními úrokovými sazbami. Vzhledem k velmi dobrému postavení EIB na finančních trzích mohou být nabízené sazby ve srovnání se sazbami čistě tržními výhodnější. V letech 2014 a 2015 se předpokládá ukončení čerpání úvěrů od EIB, a to také z důvodu nižší atraktivity nabízených sazeb. Ve výhledu došlo ve srovnání s plánem Strategie na rok 2012 k zásadnímu snížení čerpání těchto úvěrů, které je způsobeno především rozhodnutím krýt výdaje na kofinancování Operačního programu doprava v těchto letech z jiného zdroje než z úvěru EIB. Tento úvěr tvořil větší část plánů čerpání úvěrů EIB ve Strategii na rok 2012. Ministerstvo nejedná s EIB o uzavření dalších úvěrových smluv.

Emise korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím trhu nepřekročí 219,1 mld. Kč.

Při dané plánované hrubé výpůjční potřebě bude v příštím roce nabídka střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů ze strany Ministerstva zhruba na stejné úrovni jako v roce 2012, což by mělo přispět ke stabilní situaci na domácím trhu.

Časové rozložení aukcí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím trhu se bude řídit indikativním plánem aukcí, přičemž je plánováno relativně vyrovnané rozložení domácích emisí ve splatnostních segmentech 2 až 6 let a 7 až 15 let. Ministerstvo může rovněž zvažovat zařazení instrumentů s dobou splatnosti vyšší než

15 let, pokud po takovýchto instrumentech bude na trhu poptávka. Podobně jako v roce 2012 se budou také v roce 2013 konkrétní instrumenty a celková jmenovitá hodnota nabízená do jednotlivých aukcí zveřejňovat měsíčně vždy druhé pracovní pondělí měsíce předcházejícímu příslušnému měsíci. Stejně tak nabízená celková jmenovitá hodnota se bude zveřejňovat pouze pro konkurenční část aukce v předem stanoveném rozpětí. Ministerstvo si však vyhrazuje právo konkrétní celkovou jmenovitou hodnotu nabízenou do aukce, resp. stanovené rozpětí dané aukce, změnit podle aktuální potřeby a situace na trhu. Druhé pracovní pondělí měsíce předcházejícímu počátku daného čtvrtletí bude Ministerstvo zveřejňovat maximální celkovou jmenovitou hodnotu státních dluhopisů nabízených do konkurenčních částí aukcí v příslušném čtvrtletí.

Tabulka 10: Plán aukcí SDD v roce 2013

2013	Datum aukce	Datum emise	Dodatečné aukce ¹	Datum emise
1. čtvrtletí	09.01.2013	14.01.2013	16.01.2013	21.01.2013
	23.01.2013	28.01.2013	13.02.2013	18.02.2013
	06.02.2013	11.02.2013	13.03.2013	18.03.2013
	20.02.2013	25.02.2013		
	06.03.2013	11.03.2013		
	20.03.2013	25.03.2013		
2. čtvrtletí	03.04.2013	08.04.2013	10.04.2013	15.04.2013
	17.04.2013	22.04.2013	22.05.2013	27.05.2013
	24.04.2013	29.04.2013	05.06.2013	10.06.2013
	15.05.2013	20.05.2013		
	29.05.2013	03.06.2013		
	12.06.2013	17.06.2013		
3. čtvrtletí	26.06.2013	01.07.2013	03.07.2013	08.07.2013
	10.07.2013	15.07.2013	31.07.2013	05.08.2013
	24.07.2013	29.07.2013	11.09.2013	16.09.2013
	07.08.2013	12.08.2013		
	21.08.2013	26.08.2013		
	04.09.2013	09.09.2013		
	18.09.2013	23.09.2013		
4. čtvrtletí	09.10.2013	14.10.2013	16.10.2013	21.10.2013
	23.10.2013	29.10.2013	30.10.2013	04.11.2013
	06.11.2013	11.11.2013	13.11.2013	18.11.2013
	20.11.2013	25.11.2013		

¹ Možné rozšíření emisního kalendáře SDD.
Zdroj: MF

Ministerstvo bude v roce 2013 nabízet k prodeji na domácím trhu fixně i variabilně úročené SDD.

V případě fixně úročených dluhopisů bude Ministerstvo doprodávat státní dluhopis ČR, 3,40 %, 15 a státní dluhopis ČR, 3,75 %, 20 prostřednictvím jedné až dvou aukcí každého dluhopisu a dále v rámci přímých prodejů.

Ministerstvo může rovněž nabízet do prodeje fixně úročený státní dluhopis ČR, 4,60 %, 18 v rámci přímých prodejů, státní dluhopisy ČR, 4,70 %, 22 v rámci aukcí a ČR, 4,20 %, 36 prostřednictvím jedné až dvou aukcí a následně prostřednictvím přímých prodejů a státní dluhopis ČR, 4,85 %, 57 v rámci přímých prodejů. U variabilně úročených SDD bude Ministerstvo v rámci přímých prodejů doprodávat státní dluhopis ČR, VAR %, 16 a ČR,

VAR %, 17 a bude pokračovat v prodeji státního dluhopisu ČR, VAR %, 23 prostřednictvím aukcí. Ministerstvo může nabídku dluhopisů v průběhu roku 2013 přizpůsobit v závislosti na vývoji na domácím a zahraničních finančních trzích.

Ministerstvo rovněž plánuje vydání tří nových benchmarkových emisí fixně úročených státních dluhopisů se splatnostmi v letech 2016, 2019 a 2028. Nová emise variabilně úročeného státního dluhopisu na domácím trhu není v roce 2013 plánována.

Ministerstvo může v roce 2013 nabízet dva státní dluhopisy v jeden aukční den.

V rámci zvýšení flexibility financování státu a v důsledku pozitivní odezvy ze strany investorů v reakci na zvýšenou volatilitu finančních trhů a stále trvající nejistoty na finančních trzích bude Ministerstvo v roce 2013 nadále nabízet k prodeji dva státní dluhopisy s různou charakteristikou (např. fixní a variabilně úročený či střednědobý a dlouhodobý státní dluhopis) v jeden aukční den. Tento způsob aukční strategie umožňuje investorům výběr z nabízených instrumentů a možnost pružné reakce na měnící se tržní prostředí. Záměrem Ministerstva je v době zvýšené nejistoty vyjít co nejvíce vstříc potřebám tržních účastníků.

Tabulka 11: Emisní plán SDD na rok 2013 (mld. Kč)

Aukce nových emisí SDD na domácím trhu	V oběhu k 31.12.2012 ¹	Emisní limit	Orientační rozsah prodeje
77. emise, ČR, x,xx %, 16	0	80	25 až 35
76. emise, ČR, x,xx %, 19	0	140	25 až 35
78. emise, ČR, x,xx %, 28	0	160	25 až 35
Aukce znovuotevřených emisí SDD na domácím trhu	V oběhu k 31.12.2012 ¹	Emisní limit	Orientační rozsah prodeje
52. emise, ČR, 4,70 %, 22	55	95	20 až 30
63. emise, ČR, VAR %, 23	55	100	15 až 25
49. emise, ČR, 4,20 %, 36 ²	21	80	0 až 5
Aukční doprodej emisí SDD na domácím trhu ³	V oběhu k 31.12.2012 ¹	Emisní limit	Orientační rozsah prodeje
60. emise, ČR, 3,40 %, 15 ²	60	65	0 až 3
67. emise, ČR, VAR %, 17 ²	40	50	0 až 3
46. emise, ČR, 3,75 %, 20 ²	68	75	0 až 3
Přímé prodeje SDD na domácím trhu	V oběhu k 31.12.2012 ¹	Emisní limit	Orientační rozsah prodeje
60. emise, ČR, 3,40 %, 15 ²	60	65	0 až 1
55. emise, ČR, VAR %, 16	78	80	0 až 2
67. emise, ČR, VAR %, 17 ²	40	50	0 až 2
41. emise, ČR, 4,60 %, 18	73	75	0 až 1
46. emise, ČR, 3,75 %, 20 ²	68	75	0 až 2
49. emise, ČR, 4,20 %, 36 ²	21	80	0 až 10
53. emise, ČR, 4,85 %, 57	9	95	0 až 9
Retailový dluhopisový program			Orientační rozsah prodeje
Jarní a vánoční série emisí SSD	-	-	20 až 40
Emise SDD na zahraničních trzích			Orientační plán
Veřejné syndikované emise 5 až 30 let	-	-	0 až 80
Privátní umístění 5 až 100 let	-	-	0 až 30

¹ Bez dluhopisů držených v portfoliu Ministerstva.

² Ministerstvo předpokládá uskutečnění jedné až dvou primárních aukcí.

³ SDD až do výše emisního limitu mohou být nakoupeny do portfolia Ministerstva a následně použity pro přímý prodej na sekundárním trhu.

Zdroj: MF

Emise střednědobých a dlouhodobých dluhopisů na primárním trhu bude doplněna také prodejem dluhopisů z vlastního portfolia na sekundárním trhu. Dluhopisy držené ve vlastním portfoliu může Ministerstvo použít také k provádění zápůjčních repo operací. Se zavedením elektronického

obchodního systému MTS Czech Republic bude Ministerstvo i nadále provádět přímé prodeje dluhopisů na sekundárním trhu, jak je podrobněji popsáno v kapitole 5. Ministerstvo v roce 2013 již nebude provádět přímé prodeje státních dluhopisů EIB.

Tabulka 12: Očekávaný stav SDD nabytých Ministerstvem k 31. 12. 2012 (mld. Kč)

Emise	ISIN	Vlastní portfolio	Investiční portfolia
40. emise, ČR, 3,70 %, 13 ¹	CZ0001000814	2,1	0,0
59. emise, ČR, 2,80 %, 13 ¹	CZ0001002729	6,0	0,0
62. emise, ČR, 2,75 %, 14	CZ0001002869	3,1	0,0
60. emise, ČR, 3,40 %, 15	CZ0001002737	1,0	1,0
44. emise, ČR, 3,80 %, 15	CZ0001001143	0,0	4,9
55. emise, ČR, VAR %, 16	CZ0001002331	2,3	0,0
51. emise, ČR, 4,00 %, 17	CZ0001001903	1,0	3,6
67. emise, ČR, VAR %, 17	CZ0001003438	2,0	0,0
41. emise, ČR, 4,60 %, 18	CZ0001000822	2,1	0,0
56. emise, ČR, 5,00 %, 19	CZ0001002471	0,0	2,0
61. emise, ČR, 3,85 %, 21	CZ0001002851	1,0	0,0
52. emise, ČR, 4,70 %, 22	CZ0001001945	0,5	0,0
63. emise, ČR, VAR %, 23	CZ0001003123	4,0	0,9
58. emise, ČR, 5,70 %, 24	CZ0001002547	1,0	1,4
53. emise, ČR, 4,85 %, 57	CZ0001002059	8,8	0,0
Celkem		34,9	13,8

¹ SDD odkoupené do vlastního portfolia v rámci zpětných odkupů, které již nejsou určeny k prodeji.
Zdroj: MF

V roce 2013 bude Ministerstvo z důvodu refinančního rizika udržovat krátkodobý státní dluh pod limitní hranicí 25 % stanovenou pro rok 2013.

V roce 2011 probíhaly v rámci investic prostředků důchodového portfolia nákupy státních pokladničních poukázek. Z tohoto titulu je nutné v roce 2012 očistit čistou emisi státních pokladničních poukázek o prostředky, které Ministerstvo splatilo zpět na účet rezervy pro důchodovou reformu a které zkreslují vypovídací schopnost hodnoty celkové čisté emise státních pokladničních poukázek v roce 2012. Ačkoli celková jmenovitá hodnota čisté emise státních pokladničních poukázek činí 26,5 mld. Kč, došlo vzhledem k splátkám státních pokladničních poukázek nakoupených v rámci důchodového portfolia v celkové jmenovité hodnotě 13,5 mld. Kč k navýšení celkové jmenovité hodnoty státních

pokladničních poukázek na trhu o 40,0 mld. Kč, tedy v souladu s plánem na rok 2012.

Vzhledem ke snižujícím se výnosům emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů se Ministerstvo rozhodlo pro rok 2013 zastavit nárůst celkové jmenovité hodnoty státních pokladničních poukázek v oběhu a předpokládá se nulová čistá emise státních pokladničních poukázek v roce 2013.

Indikativní plán aukcí je navržen s ohledem na plánované zastavení navyšování celkové jmenovité hodnoty státních pokladničních poukázek v oběhu, přičemž stále trvá snaha o průběžné zvyšování celkové jmenovité hodnoty jednotlivých emisí při snižování jejich počtu tak, aby byl prostor pro zařazení dodatečných aukcí do emisního plánu v případě zvýšených požadavků na financování prostřednictvím instrumentů peněžního trhu.

Tabulka 13: Plán aukcí SPP v roce 2013

2013	Datum aukce	Datum emise	2013	Datum aukce	Datum emise
1. čtvrtletí	10.01.2013	11.01.2013	3. čtvrtletí	11.07.2013	12.07.2013
	17.01.2013	18.01.2013		25.07.2013	26.07.2013
	24.01.2013	25.01.2013		08.08.2013	09.08.2013
	31.01.2013	01.02.2013		22.08.2013	23.08.2013
	21.02.2013	22.02.2013		29.08.2013	30.08.2013
	28.02.2013	01.03.2013		12.09.2013	13.09.2013
	07.03.2013	08.03.2013		19.09.2013	20.09.2013
	28.03.2013	29.03.2013			
2. čtvrtletí	04.04.2013	05.04.2013	4. čtvrtletí	10.10.2013	11.10.2013
	25.04.2013	26.04.2013		17.10.2013	18.10.2013
	02.05.2013	03.05.2013		31.10.2013	01.11.2013
	16.05.2013	17.05.2013		14.11.2013	15.11.2013
	30.05.2013	31.05.2013		21.11.2013	22.11.2013
	06.06.2013	07.06.2013		05.12.2013	06.12.2013
	27.06.2013	28.06.2013		12.12.2013	13.12.2013

Zdroj: MF

Také v roce 2013 budou vydávány státní pokladniční poukázky ve standardizovaných splatnostech 3, 6, 9

a 12 měsíců. V případě nepříznivého tržního vývoje může Ministerstvo zavést i splatnost 1 měsíc.

Tabulka 14: Plánované emise SPP v roce 2013 (mld. Kč)

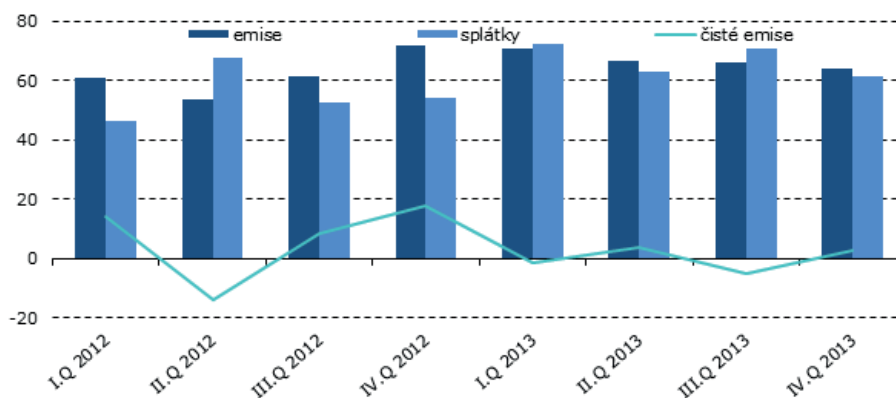
Emise	3měsíční	6měsíční	9měsíční	12měsíční	Celkem
Splatnost v 2013	36	26	16	0	78
Splatnost v 2014	8	35	57	89	189
Hrubé emise	44	61	73	89	267
Splátky emisí 2012	17	27	53	92	189
Čisté emise	-9	8	4	-3	0

Zdroj: MF

Plánovaná celková jmenovitá hodnota čisté emise státních pokladničních poukázek by měla být

v roce 2013 poměrně rovnoměrně rozložena do jednotlivých čtvrtletí.

Obrázek 21: Čisté emise SPP v letech 2012 a 2013 (mld. Kč)



Zdroj: MF

Emise spořicíh státních dluhopisů budou nabídnuty v roce 2013 celkem ve výši 20 až 40 mld. Kč.

Ministerstvo plánuje v roce 2013 navázat na velmi úspěšné série emisí spořicíh státních dluhopisů z let 2011 a 2012. Vzhledem k velmi silné poptávce

v „jarní“ a především ve „vánoční“ sérii emisí spořicíh státních dluhopisů budou opět nabídnuty v roce 2013 minimálně dvě série emisí těchto státních dluhopisů. Plánová celková jmenovitá hodnota činí 20 až 40 mld. Kč v souhrnu za celý rok 2013.

Tabulka 15: Program financování na rok 2013 (mld. Kč)

Hrubá výpůjční potřeba (bez revolvingu SPP)	230,7
Přímé půjčky od mezinárodních finančních institucí	1,6
Půjčky od EIB	1,6
Ostatní mezinárodní finanční instituce	0,0
Emise SDD a SSD na domácím a zahraničních trzích	219,1 až 239,1
Emise SDD na domácím trhu ¹	87,1 až 219,1
Emise SDD na zahraničních trzích	0,0 až 92,0
Emise SSD na domácím trhu	20,0 až 40,0
Čistá změna instrumentů peněžního trhu v oběhu²	-10,0 až 10,0
Hrubá emise SPP ³	179,1 až 199,1
Splátky SPP ³	189,1
Změna ostatních peněžních instrumentů	0,0

¹ Včetně přímých prodejů z vlastního portfolia na sekundárním trhu a nákupů do investičních portfolií.

² Cíl pro čistou emisi peněžních instrumentů na trhu bez mimotržních operací Ministerstva v rámci investičních portfolií.

³ Bez emisí SPP vydaných a splatných v roce 2013.

Zdroj: MF

4 - Řízení rizik a strategie portfolia

Veřejné vymezení strategického benchmarkového dluhového portfolia prostřednictvím vyhlášení strategických cílů je hlavním nástrojem ke zvyšování transparentnosti dluhové politiky Ministerstva v souladu s nejlepší mezinárodní praxí. Cíle jsou nastavovány na základě požadavků plynoucích z obezřetného přístupu k řízení finančních a kreditních rizik při minimalizaci ekonomických nákladů v dlouhodobém horizontu. Hlavními riziky,

kterým je dluhové portfolio dlouhodobě vystaveno, jsou rizika refinanční, úrokové a měnové. Všechny níže stanovené cíle a limitní hranice jsou uplatňovány na portfolio státního dluhu jako celku, včetně derivátových operací. Počínaje rokem 2011 Ministerstvo sleduje a z hlediska tržních rizik také řídí portfolio souvisejících státních finančních aktiv, která jsou zahrnuta do kompozice čistého dluhového portfolia.

Refinanční riziko

Stabilizace refinančního rizika tvoří ústřední bod koncepce emisního plánu Ministerstva. Počínaje rokem 2012 Ministerstvo zahrnuje do procesu stanovení strategických cílů dluhového portfolia i portfolio státních finančních aktiv.

Klíčovým ukazatelem, na který se v souvislosti s refinančním rizikem Ministerstvo od roku 2004 zaměřuje, je **podíl krátkodobého státního dluhu** (tj. podíl dluhu splatného do jednoho roku na celkovém dluhu). V souvislosti s tímto ukazatelem zavedlo Ministerstvo limitní hranice, které nebyly překročeny v žádném roce jejich existence. V letech 2006 až 2012 Ministerstvo uplatňovalo cílovou limitní hranici 20,0 %. Pro rok 2012 byla tato limitní hranice zvýšena o 5 p.b. na 25,0 %. Počínaje rokem 2012 Ministerstvo aktivně řídí i střednědobý státní dluh pomocí klíčového ukazatele **podílu střednědobého státního dluhu** (tj. podílu dluhu splatného do pěti let na celkovém dluhu), pro který byla nastavena limitní hranice na úrovni 70,0 %. Systém těchto dvou fundamentálních limitů umožňuje rozložit refinanční riziko mezi krátkodobý a střednědobý státní dluh. Počínaje rokem 2012 Ministerstvo dále zahrnuje do procesu stanovení limitních hranic dluhového portfolia i portfolio státních finančních aktiv. Ministerstvo nastavuje tyto limity v souladu s mezinárodní praxí a respektuje odhadovanou absorpční kapacitu domácího peněžního trhu.

Pro rok 2013 Ministerstvo ponechává limitní hranici pro **podíl krátkodobého státního dluhu** na úrovni **25,0 % celkového státního dluhu**. Tuto limitní hranici Ministerstvo považuje za dostačující vzhledem ke struktuře dluhového portfolia a portfolia státních finančních aktiv. Predikovaný podíl krátkodobého státního dluhu (splatného do jednoho roku) ke konci roku 2012 činí 17,9 % celkového státního dluhu, když predikovaný podíl státních finančních aktiv k dispozici do jednoho roku ke konci roku 2012 činí 11,2 % celkového státního dluhu. Oproti konci roku 2011 poklesla hodnota podílu krátkodobého státního dluhu o 1,4 p.b., což

je mimo jiné způsobeno nižší než plánovanou čistou emisí státních pokladničních poukázek v roce 2012. Hodnota podílu státních finančních aktiv k dispozici do jednoho roku na celkovém státním dluhu se oproti konci roku 2011 zvýšila o 4,1 p.b., což je způsobeno nárůstem rezervy peněžních prostředků v roce 2012. Ministerstvo očekává, že v roce 2013 podíl krátkodobého státního dluhu splatného do jednoho roku nepřekročí hranici 20 %.

Predikovaná čistá změna instrumentů peněžního trhu v oběhu v roce 2012 činí 26,5 mld. Kč, z čehož představuje predikovaná čistá emise peněžních instrumentů bez investičních operací Ministerstva 40,0 mld. Kč a čistá vlastní investice Ministerstva v rámci jaderného a důchodového portfolia -13,5 mld. Kč. Vyhlášený cíl pro čistou emisí instrumentů peněžního trhu bez investičních operací Ministerstva v rozpětí 40 až 60 mld. Kč bude v roce 2012 splněn. Pokles čisté vlastní investice Ministerstva v rámci jaderného a důchodového portfolia o 23,0 mld. Kč oproti roku 2011 je zapříčiněn rozhodnutím Ministerstva dále neinvestovat volné prostředky důchodového účtu, ale ponechat je ve stejném režimu jako peněžní prostředky uložené na ostatních účtech státních finančních aktiv. Tyto likvidní prostředky jsou v tomto případě součástí souhrnného účtu státní pokladny s pozitivním dopadem na okamžitou likviditu a státní dluh. Prostředky jsou v rámci souhrnného účtu státní pokladny investovány do krátkodobých instrumentů finančního trhu se splatností v řádu dnů (repo operace). Predikovaná výše prostředků důchodového účtu ke konci roku 2012 činí 22,4 mld. Kč. Vzhledem k situaci na kapitálových trzích, kdy se výnosy 2letých až 3letých státních dluhopisů pohybují poblíž výnosů 12měsíčních státních pokladničních poukázek, upřednostňuje Ministerstvo vzhledem k nižšímu refinančnímu riziku vydávání dluhopisů s kratší dobou do splatnosti oproti státním pokladničním poukázkám. Z tohoto důvodu Ministerstvo plánuje v roce 2013 nulovou čistou změnu instrumentů

peněžního trhu v oběhu. Po dohodě s primárními dealery Ministerstvo vydá v roce 2013 nový benchmarkový tříletý státní dluhopis, který nahradí kladnou čistou emisí státních pokladničních poukázek.

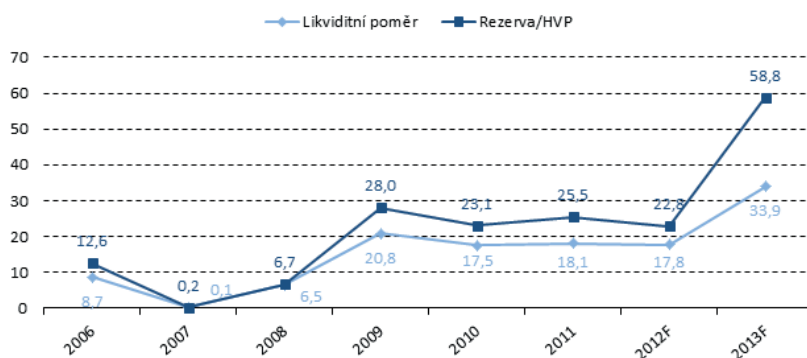
V průběhu roku 2012 uskutečnilo Ministerstvo několik rozhodnutí, která ovlivňují krátkodobé refinanční riziko. Jedním z nich je výše zmíněné rozhodnutí dále neinvestovat volné prostředky důchodového účtu. Dále rezerva peněžních prostředků, která slouží k eliminaci krátkodobého refinančního rizika a která je součástí státních finančních aktiv, byla v roce 2012 navýšena o 65,1 mld. Kč oproti původnímu plánu nulové změny této rezervy. Ke konci roku 2012 činí predikovaný stav rezervy peněžních prostředků 135,7 mld. Kč. Důvodem pro navýšení rezervy peněžních prostředků je především pokračující dluhová krize v eurozóně, která může vyústit v krátkodobou ztrátu důvěry investorů a tím zvýšit refinanční riziko dluhového portfolia. Dalším faktorem, který přispěl k rozhodnutí zvýšit rezervu peněžních prostředků, je vyšší než plánovaná hrubá emise spořicíh státních dluhopisů v roce 2012 v celkové jmenovité hodnotě 45,4 mld. Kč. Predikovaný podíl retailového dluhu na celkovém státním dluhu ke konci roku 2012 činí 3,4 %, což je o 2,0 p.b. více oproti konci roku 2011. Dle emisních podmínek spořicíh státních dluhopisů může po uplynutí určité doby od data emise dojít k předčasnému splacení dluhopisů. Vzhledem k výraznému nárůstu spořicíh státních dluhopisů v oběhu a k obtížně predikovatelné celkové jmenovité hodnotě předčasně splacených dluhopisů je potřeba udržovat určitou výši rezervy peněžních

prostředků pro případ předčasného splacení dluhopisů. V roce 2012 byly předčasně splaceny spořicí státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 85,6 mil. Kč. Ministerstvo plánuje i v dalších letech pravidelné série emisí spořicíh státních dluhopisů, a proto bude pravděpodobně podíl retailového dluhu na celkovém státním dluhu dále narůstat.

V souvislosti s refinančním rizikem Ministerstvo sleduje i podíl rezervy peněžních prostředků na celkových prostředcích, které musí Ministerstvo vynaložit na refinancování dluhového portfolia, pokrytí záporného salda státního rozpočtu a operací státních finančních aktiv v následujícím roce, tj. likviditní poměr. Pro rok 2013 činí očekávaný likviditní poměr 33,9 % a vzrostl tak o 16,1 p.b. oproti očekávanému likviditnímu poměru platnému pro rok 2012, který činí 17,8 %. Hodnota likviditního poměru pro rok 2012 a 2013 předpokládá dodržení rozpočtovaného schodku státního rozpočtu ve výši 105 mld. Kč v roce 2012, respektive dodržení schodku státního rozpočtu schváleného vládou České republiky ve výši 100 mld. Kč v roce 2013. Nárůst likviditního poměru pro rok 2013 je v souladu se zvýšením rezervy peněžních prostředků.

Za předpokladu bezproblémového revolvingu státních pokladničních poukázek v oběhu v roce 2013, který je Ministerstvem s vysokou pravděpodobností očekáván, vypovídá o výši rizika financování podíl rezervy peněžních prostředků na hrubé výpůjční potřebě. Predikovaná rezerva peněžních prostředků ke konci roku 2012 pokrývá predikovanou hrubou výpůjční potřebu vlády v roce 2013 z 58,8 %. Ukazatel se oproti konci roku 2011, kdy činil 22,8 %, zvýšil o 36,0 p.b.

Obrázek 22: Likviditní poměr a rezerva peněžních prostředků na HVP v letech 2006 až 2013 (%)



Poznámka: Likviditní poměr je definován jako podíl rezervy peněžních prostředků na součtu krátkodobého státního dluhu, salda hospodaření státního rozpočtu a operací státních finančních aktiv.
Zdroj: MF

Tabulka 16: Podíl aktiv k dispozici do jednoho roku v letech 2005 až 2012 (% státního dluhu)

2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012F
4,8	2,0	3,3	10,9	7,9	7,5	7,1	11,2

Zdroj: MF

V roce 2012 Ministerstvo opětovně přistoupilo k provádění zpětných odkupů korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů. Tyto operace na sekundárním trhu snižují finanční riziko dluhového portfolia tím, že snižují podíl krátkodobého dluhu a prodlužují průměrnou splatnost dluhového portfolia. Celková jmenovitá hodnota dluhopisů odkoupených v průběhu roku 2012 činí 15,9 mld. Kč, z čehož 7,8 mld. Kč tvoří dluhopisy splatné v roce 2012 a 8,1 mld. Kč dluhopisy splatné v roce 2013. S ohledem na situaci na sekundárním dluhopisovém trhu se plánuje realizace zpětných odkupů korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů také v roce 2013.

V průběhu roku 2012 začalo Ministerstvo využívat novou facilitu ve formě zápůjčních repo operací, v nichž kolaterál představují střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy. Jedná se o technické operace, které byly uskutečněny za účelem podpory likvidity trhu státních dluhopisů, nikoliv pro získání peněžních prostředků. Tyto operace ovlivňují výši státního dluhu stejně jako rizikové ukazatele dluhového portfolia. Celková jmenovitá hodnota repo operací provedených během roku 2012 činí 21,0 mld. Kč. Ke konci roku budou všechny repo operace splaceny.

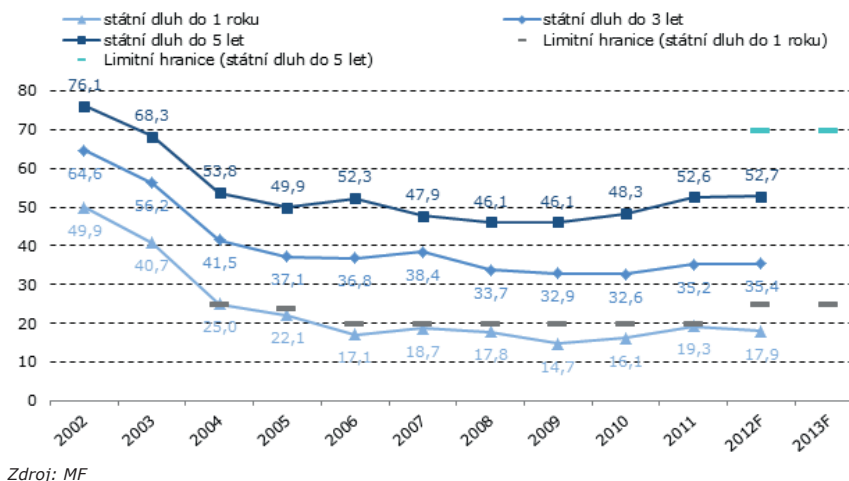
Obrázek 23: Státní dluhopisy v oběhu se splatností do 1 roku v letech 2002 až 2012 (mld. Kč)



Ze struktury státních dluhopisů v oběhu splatných do jednoho roku je patrné, že od konce třetího čtvrtletí 2010 dominují v tomto segmentu dluhového portfolia státní pokladniční poukázky. Krátkodobé překročení celkové jmenovité hodnoty státních pokladničních poukázek celkovou jmenovitou hodnotou střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů splatných do jednoho roku ke konci třetího čtvrtletí 2012 je zapříčiněno především souběhem 50. emise splatné 18. října 2012 v celkové jmenovité hodnotě 62,5 mld. Kč, 40. emise splatné 16. června 2013 v celkové jmenovité hodnotě 64,2 mld. Kč a 59. emise splatné 16. září 2013 v celkové jmenovité hodnotě 43,6 mld. Kč. Vzhledem k plánované nulové čisté emisi státních pokladničních poukázek v roce 2013 očekává Ministerstvo ke konci roku 2013 vzrůst podílu střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v dluhovém portfoliu do jednoho roku.

V oblasti střednědobého finančního rizika Ministerstvo sleduje a řídí podíly dluhu splatného do tří a do pěti let. Dluh splatný do pěti let je řízen pomocí ukazatele **podíl střednědobého dluhu na celkovém státním dluhu**, pro který Ministerstvo nastavuje explicitní limitní hranici. Pro rok 2013 Ministerstvo ponechává limitní hranici pro podíl střednědobého dluhu na úrovni **70,0 %** celkového státního dluhu. Nastavení této limitní hranice souvisí s dlouhodobější strategií Ministerstva, a proto je její posun nepravděpodobný i v následujících letech. Predikovaná hodnota podílu střednědobého státního dluhu na celkovém státním dluhu ke konci roku 2012 se pohybuje na úrovni 52,7 %. Oproti konci roku 2011 se podíl střednědobého dluhu na celkovém státním dluhu zvýšil o 0,1 p.b. Predikovaný podíl státního dluhu splatného do tří let dosahuje ke konci roku 2012 hodnoty 35,4 %, vzrostl tak o 0,2 p.b. oproti konci roku 2011, na jehož konci činil 35,2 %.

Obrázek 24: Státní dluh dle splatnostních košů v letech 2002 až 2012 (% celkového dluhu)

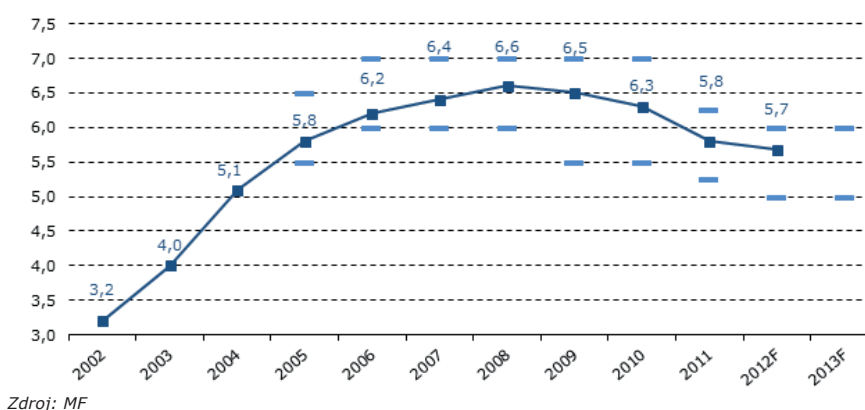


Dalším ukazatelem používaným při řízení refinančního rizika je **průměrná doba do splatnosti státního dluhu**. Poprvé byl pro tento ukazatel explicitně vyhlášen na rok 2005. Rozpětí cílového pásma bylo v letech 2005 až 2008 1 rok, přičemž v roce 2005 činilo 5,5 až 6,5 let a pro roky 2006 až 2008 bylo toto cílové pásmo posunuto směrem nahoru o 0,5 roku na 6,0 až 7,0 roku. Pro roky 2009 a 2010 Ministerstvo rozšířilo cílové pásmo o 0,5 roku a posunulo ho směrem dolů na 5,5 až 7,0 roku. Pro rok 2011 Ministerstvo zúžilo cílové pásmo a posunulo ho směrem dolů na 5,25 až 6,25 roku. Pro rok 2012 Ministerstvo toto cílové pásmo opět posunulo směrem dolů o 0,25 roku na 5,0 až 6,0 roku. Vyhlášené cíle byly splněny ve všech letech. Posun cílového pásma v posledních letech směrem dolů souvisí především s dlouhodobější nejistotou

ohledně vývoje v eurozóně a z ní pramenící preference investorů nakupovat státní dluhopisy s kratší dobou do splatnosti.

Pro rok 2013 ponechává Ministerstvo cílové pásmo pro průměrnou dobu do splatnosti státního dluhu na úrovni **5,0 až 6,0 roku**. Udržení průměrné doby do splatnosti v cílovém pásmu stejně jako vyhlazený splátkový profil dluhového portfolia určuje časovou a objemovou strukturu emisí státních dluhopisů na domácím a zahraničním trhu a nastavení splátkových kalendářů čerpaných úvěrů EIB. Predikovaná průměrná doba do splatnosti státního dluhu ke konci roku 2012 dosahuje 5,7 roku. Hodnota tohoto ukazatele poklesla o 0,1 roku oproti konci roku 2011, na jehož konci dosahovala hodnoty 5,8 roku.

Obrázek 25: Průměrná splatnost státního dluhu a vyhlášené cíle v letech 2002 až 2012 (roky)



Ministerstvo sleduje nejen průměrnou dobu do splatnosti celkového dluhového portfolia, ale také průměrnou dobu do splatnosti jeho jednotlivých složek. Všechny složky státního dluhu kromě státních pokladničních poukázek mají průměrnou dobu do splatnosti vyšší než průměrná doba do splatnosti dluhového portfolia, což potvrzuje vliv státních pokladničních poukázek na hodnotu ukazatele. Ke

konci roku 2012 nabývá predikovaná průměrná doba do splatnosti hodnoty 0,4 roku u státních pokladničních poukázek, 6,1 roku u korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů včetně spořicíků, 6,1 roku u zahraničních dluhopisů včetně zajištění a 11,7 roku u neobchodovatelného státního dluhu.

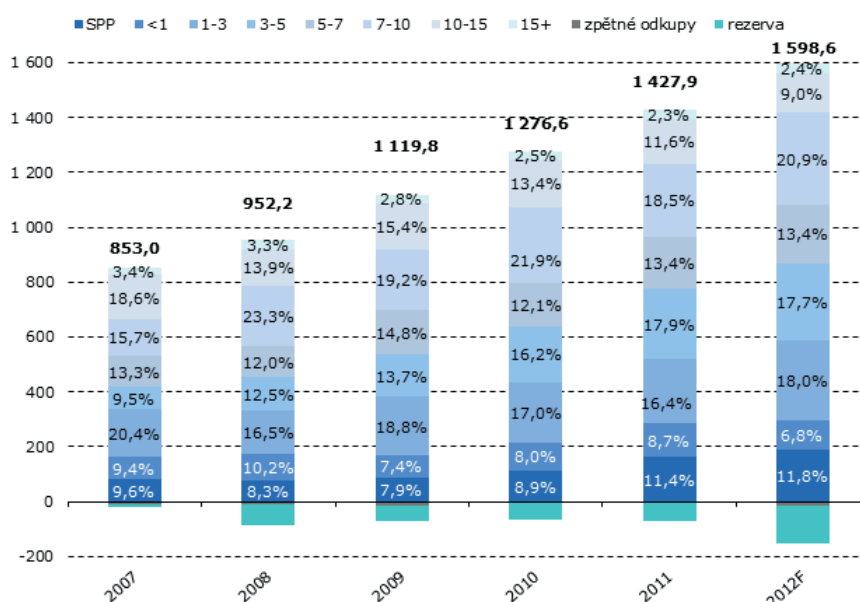
Tabulka 17: Průměrná doba do splatnosti složek státního dluhu v letech 2003 až 2012 (roky)

Ukazatel	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012F
Korunové SDD a SSD	5,7	6	5,7	6,3	6,6	6,5	6,6	6,3	6,1	6,1
Neobchodovatelný SD	8,6	10,3	10,3	9,7	9,3	12	12,2	12,5	11,5	11,7
Zahraniční dluhopisy	-	9,5	10,6	10,7	9,6	9,2	7,3	7,1	6,2	6,1
SPP	0,3	0,3	0,4	0,4	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4

Poznámka: Zahraniční emise včetně kursového zajištění cizoměnové jmenovité hodnoty.
Zdroj: MF

Klesající trend průměrné doby do splatnosti státních dluhopisů, trvající od roku 2009, je dán z části poklesem celkové jmenovité hodnoty státních dluhopisů v segmentu se zbytkovou dobou do splatnosti 10 až 15 let trvající právě od roku 2009. Ke konci roku 2012 dosahuje podíl predikované celkové jmenovité hodnoty státních dluhopisů v segmentu zbytkové doby do splatnosti 10 až 15 let na celkové jmenovité hodnotě všech státních dluhopisů hodnoty 9,0 % a poklesl tak o

2,6 p.b. oproti konci roku 2011, kdy činil 11,6 %. Predikovaná změna podílu celkové jmenovité hodnoty státních dluhopisů v segmentu zbytkové doby do splatnosti 1 až 3 roky na celkové jmenovité hodnotě všech státních dluhopisů oproti konci roku 2011 činí 2,4 p.b., v segmentu zbytkové doby do splatnosti 3 až 5 let 0,2 p.b. a v segmentu zbytkové doby splatnosti 7 až 10 let 2,4 p.b. Segment dluhopisů se zbytkovou dobou do splatnosti nad 15 let a 5 až 7 let je poměrně stabilní.

Obrázek 26: Struktura státních dluhopisů dle doby do splatnosti v letech 2007 až 2012 (mld. Kč)

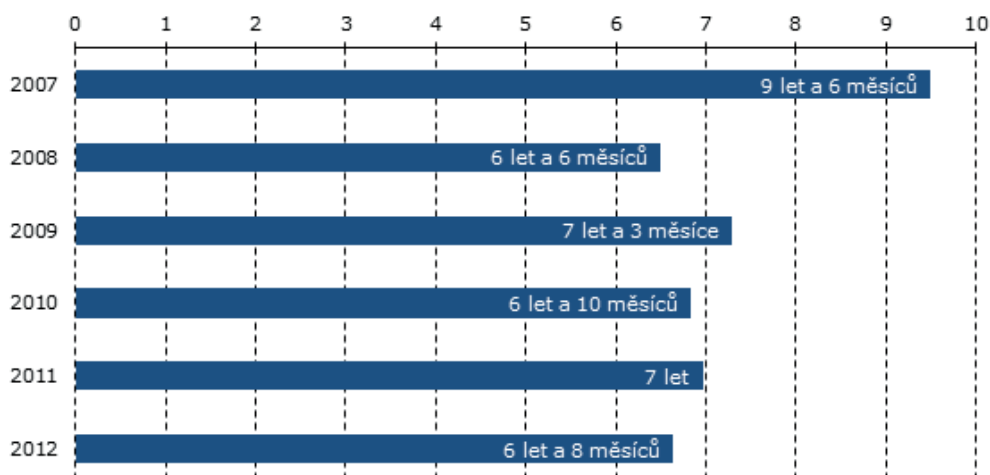
Poznámka: Zahrnuje korunové SDD, zahraniční emise, SSD a SPP.
Zdroj: MF

Průměrná doba do splatnosti korunových střednědobých a dlouhodobých dluhopisů nově vydaných na primárním trhu v roce 2012 činí 6 let a 8 měsíců (ke konci roku 2012) a poklesla tak oproti roku 2011 o 4 měsíce. Celková jmenovitá hodnota nově vydaných korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů prodaných v aukcích v roce 2012 činí 151,2 mld. Kč. V posledních třech letech se pohybuje průměrná splatnost nově vydaných korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v intervalu o šíři 4 měsíce (6 let 8 měsíců – 7 let), což dokládá konzistentní emisní strategii Ministerstva s cílovou průměrnou splatností dluhového portfolia v pásmu 5 – 6 let. Pokles průměrné doby do splatnosti nově

vydaných dluhopisů o 4 měsíce je v souladu s poklesem průměrné doby do splatnosti dluhového portfolia.

V roce 2012 byly vydány zahraniční emise v celkové jmenovité hodnotě 68,8 mld. Kč s průměrnou dobou do splatnosti (ke konci roku 2012) 9,4 roku, jarní a vánoční série emisí spořicíh státních dluhopisů v celkové jmenovité hodnotě 45,4 mld. Kč s průměrnou dobou do splatnosti (ke konci roku 2012) 3,1 roku a provedeny přímé prodeje na sekundárním trhu korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v celkové jmenovité hodnotě 12,4 mld. Kč s průměrnou dobou do splatnosti (ke konci roku 2012) 21,9 roku.

Obrázek 27: Průměrná splatnost prodaných SDD na domácím trhu v letech 2007 až 2012

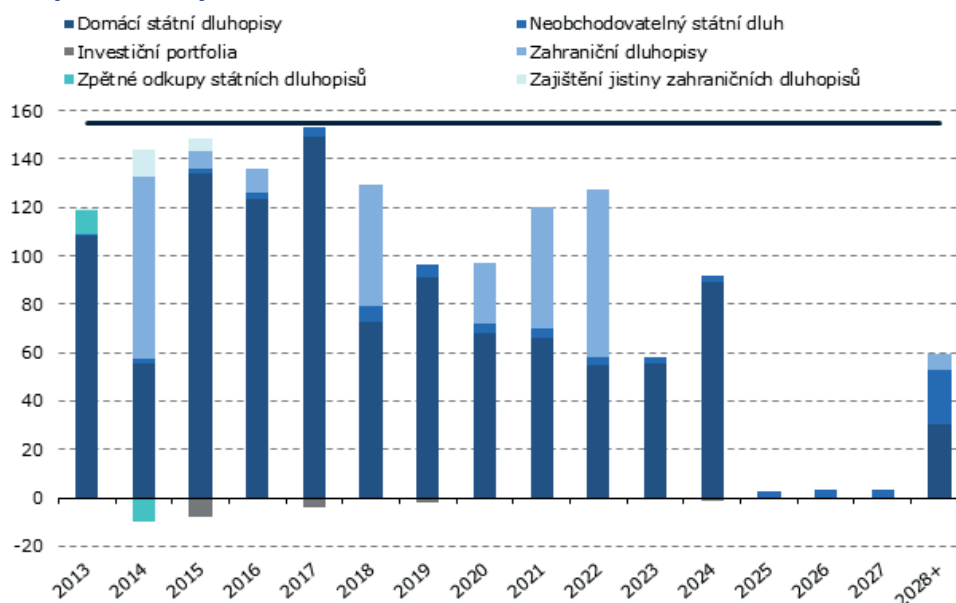


Poznámka: Jedná se o průměrnou dobu do splatnosti nově vydaných korunových SDD během příslušného kalendářního roku stanovenou ke konci roku, neobsahuje SSD.
Zdroj: MF

Nové emise státních dluhopisů stejně jako čerpání dlouhodobých úvěrů od EIB budou i nadále řízeny v souladu s plněním dalšího klíčového cíle v podobě **stabilizace a vyhlazování splatnostního profilu**

státního dluhu v čase. Ve střednědobém výhledu se pohybují roční splátky současného dluhového portfolia po zohlednění vlivu zpětných odkupů na úrovni **155 mld. Kč.**

Obrázek 28: Splatnostní profil státního dluhu a finančních aktiv ke konci roku 2012 (mld. Kč)

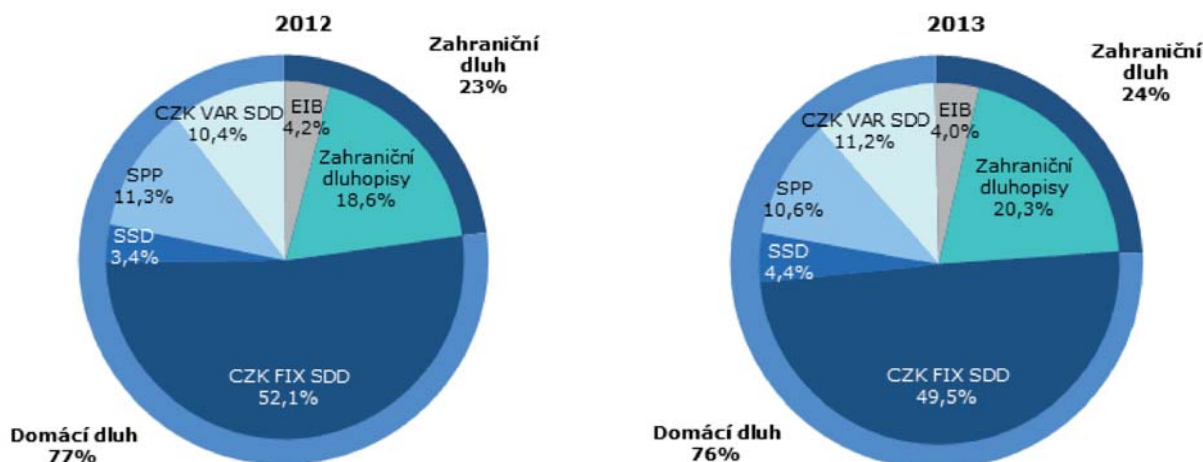


Poznámka: Bez zahrnutí instrumentů peněžního trhu v oběhu na straně pasiv i aktiv. Na kladné vswlé ose jsou zobrazena pasiva, na záporné vswlé ose státní finanční aktiva a zpětné odkupy dluhopisů splatných v roce 2014 provedené v roce 2013. Jedná se o predikci splatnostního profilu ke konci roku 2012. Domácí státní dluhopisy zahrnují SSD.
Zdroj: MF

Ministerstvo sleduje s ohledem na refinanční riziko strukturu dluhového portfolia dle jednotlivých instrumentů. Dlouhodobě zaujímají největší podíl fixně úročené korunové střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy, jejichž predikovaný podíl ke konci roku 2012 činí 52,1 % celkového státního dluhu, což představuje pokles o 4,8 p.b. oproti konci roku 2011. Predikovaný podíl zahraničních dluhopisů ke konci roku 2012 činí 18,6 % celkového státního dluhu, což představuje nárůst o 2,2 p.b. oproti konci roku 2011. Podíl státních pokladničních

poukázek ke konci roku 2012 činí 11,3 % celkového státního dluhu, což představuje nárůst o 0,5 p.b. oproti konci roku 2011. Počínaje rokem 2011 je do této struktury zahrnut i retailový státní dluh, jehož podíl se rychle zvyšuje. Predikovaný podíl retailového státního dluhu ke konci roku 2012 činí 3,4 % celkového státního dluhu, což představuje nárůst o 2,0 p.b. oproti konci 2011. Ke konci roku 2013 Ministerstvo predikuje další nárůst podílu retailového státního dluhu o 1 p.b. na úroveň 4,4 % celkového státního dluhu.

Obrázek 29: Struktura státního dluhu podle instrumentů ke konci let 2012 a 2013 (%)



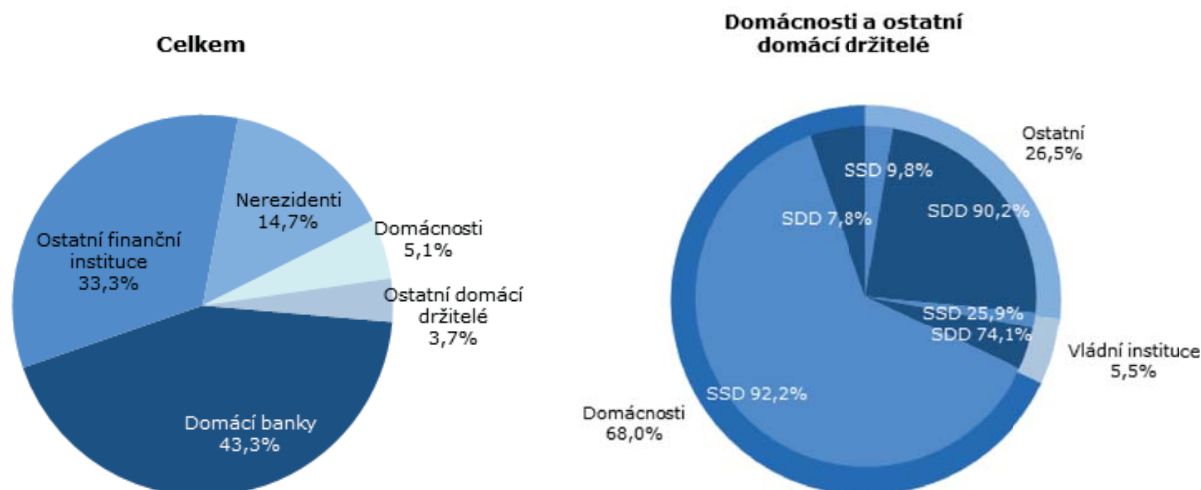
Poznámka: Predikce MF k 31. prosinci 2012 a 2013.
Zdroj: MF

Ministerstvo dále sleduje strukturu držitelů státního dluhu. Největší podíl na držbě korunových státních dluhopisů zaujímají dlouhodobě domácí bankovní instituce, když výši tohoto podílu ke konci roku 2012 Ministerstvo predikuje na úrovni 49,4 % (38,7 % všech státních dluhopisů). Oproti konci roku 2011 došlo k nárůstu podílu o 4,0 p.b. Predikovaný podíl zahraničních držitelů korunových státních dluhopisů ke konci roku 2012 činí 12,9 %, když oproti konci roku 2011 poklesl o 1,3 p.b. Ministerstvo nedisponuje informacemi o struktuře držitelů zahraničního dluhu. Za předpokladu, že všechny zahraniční dluhopisy drží nerezidenti, čemuž s vysokou pravděpodobností tak není, dosahuje predikovaný podíl nerezidentů na držbě všech státních dluhopisů ke konci roku 2012 hodnoty 29,8 % a zvýšil se tak oproti konci roku 2011 o 0,8 p.b. Ve srovnání s ostatními zeměmi v regionu je tento podíl poměrně nízký, když například v Polsku činí 50,7 % (podíl nerezidentů na celkovém státním dluhu k 30. červnu 2012) a v Maďarsku 40,0 % (podíl nerezidentů na domácích dluhopisech k 1. září 2012).

Predikovaný podíl domácích na korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisech ke konci roku 2012 činí 5,1 %, když oproti konci roku 2011 vzrostl o 2,3 p.b. Před vydáním pilotní série emisí spořicí státních dluhopisů 11. listopadu

2011 držely domácnosti 0,8 % korunových střednědobých a dlouhodobých dluhopisů, z čehož je patrné, že držba spořicí státních dluhopisů je hlavním faktorem významného nárůstu podílu domácích na držbě korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů. Nárůst podílu držby domácností v průběhu roku 2012 je zapříčiněn zejména dvěma úspěšnými sériemi emisí spořicí státních dluhopisů v celkové jmenovité hodnotě 45,3 mld. Kč (bez zahrnutí reinvestice). V roce 2013 plánuje Ministerstvo vydat spořicí státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 20 až 40 mld. Kč, čímž se pravděpodobně dále navýší podíl domácích na držbě korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů. Ve struktuře domácích nefinančních institucí (nefinanční podniky, vládní instituce, domácnosti, neziskové instituce) zaujímají domácnosti největší podíl, když jeho predikce ke konci roku 2012 činí 68,0 % korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů. Tento podíl vzrostl oproti konci roku 2011 o 11,2 p.b. Ministerstvo dále sleduje podíl držby korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů vládními institucemi na domácích nefinančních institucích držících tyto dluhopisy. Predikovaný podíl ke konci roku 2012 vzrostl oproti konci roku 2011 o 1,2 p.b. převážně díky rozhodnutí Ministerstva, které, počínaje jarní sérií emisí, umožňuje místním vládním institucím úpis spořicí státních dluhopisů.

Obrázek 30: Struktura korunových SSD a SSD podle držitelů ke konci roku 2012 (%)



Poznámka: Struktura domácích nefinančních institucí je očištěna od SSD nabytých Ministerstvem před splatností a od SSD poskytnutých Ministerstvu jako kolaterál při repo operacích. Predikce MF k 31. prosinci 2012.
Zdroj: CDCP, MF

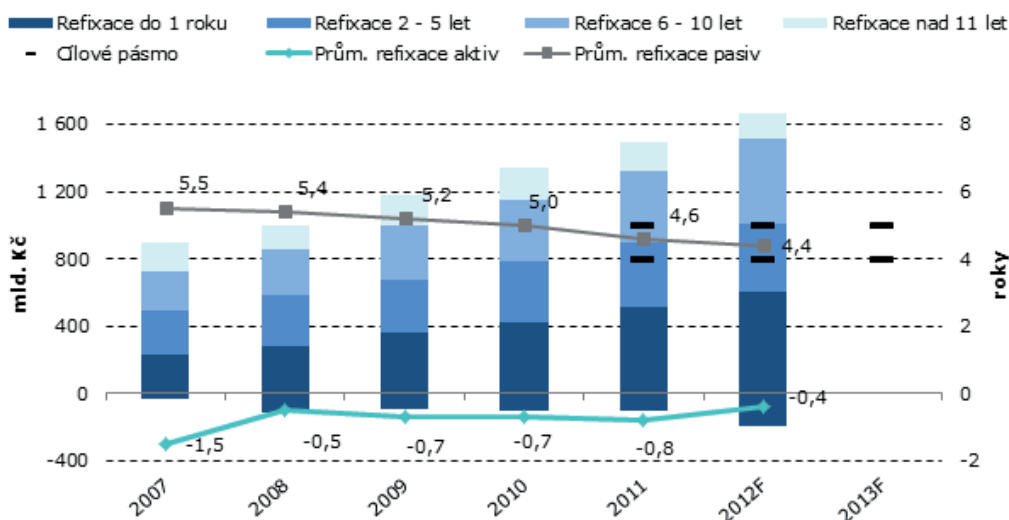
Úrokové riziko

Úrokové riziko zůstává nejdůležitějším tržním rizikem řízení státního dluhu. V roce 2011 vyhlásilo Ministerstvo nový strategický cíl v oblasti řízení tržního rizika, **průměrnou dobu do refixace státního dluhu**. Pro rok 2011 a také pro dlouhodobější horizont stanovilo Ministerstvo explicitní cíl tohoto ukazatele na hodnotu v intervalu 4,0 až 5,0 roku. Cíl byl stanoven v souladu s mezinárodní praxí s ohledem na optimalizaci nákladů státního dluhu a rizika plynoucího z refixace úrokových sazeb.

Průměrná doba do refixace státního dluhu v intervalu **4,0 až 5,0 roku** zůstává zachována v souladu s dlouhodobější strategií řízení úrokového rizika i pro rok 2013. Primárním nástrojem pro splnění tohoto cíle bude i v roce 2013 emisní činnost fixně a variabilně úročených státních dluhopisů a čerpání úvěrů od Evropské investiční banky. Ministerstvo věří, že se cílového pásma podaří dosáhnout pouze pomocí primárního nástroje. Ministerstvo však nadále sleduje vývoj dluhové krize v eurozóně s neklidem a v případě posunu zájmu investorů k instrumentům úročeným na kratším konci výnosové křivky zváží splnění cílového pásma pomocí derivátových operací.

Predikovaná hodnota průměrné doby do refixace státního dluhu se pohybuje ke konci roku 2012 na úrovni 4,4 roku a nachází se tak v cílovém intervalu. Oproti konci roku 2011 dochází k poklesu průměrné doby do refixace státního dluhu o 0,2 roku. Pokles průměrné doby do refixace je v souladu s poklesem průměrné doby do splatnosti dluhového portfolia během roku 2012. V segmentu instrumentů úročených na krátkém konci výnosové křivky byly na primárním i sekundárním trhu v roce 2012 vydány variabilně úročené střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 69,9 mld. Kč, což činí 42,5 % celkové hrubé emise korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2012. Podíl nově vydaných variabilně úročených střednědobé a dlouhodobé státních dluhopisů vzrostl o 11,6 p.b. oproti roku 2011, kdy tento podíl činil 30,9 %. Podíl státních pokladničních poukázek v oběhu na celkovém státním dluhu činí 11,3 % ke konci roku 2012 a vzrostl tak oproti konci roku 2011 o 0,5 p.b. z 10,8 %. Tyto faktory též přispěly ke snížení průměrné doby do refixace dluhového portfolia.

Obrázek 31: Úroková refixace státního dluhu a státních finančních aktiv v letech 2007 až 2013



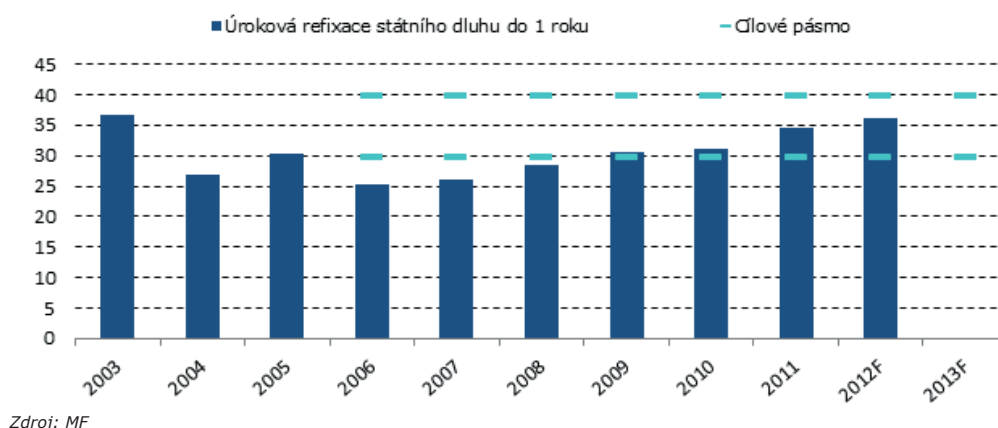
Poznámka: Na kladné svislé ose je zobrazeno dluhové portfolio, na záporné svislé ose jsou zobrazena státní finanční aktiva.
Zdroj: MF

Poklesem průměrné doby do refixace státního dluhu o 0,2 roku jsou úrokové náklady státního dluhu v průměru generovány na kratším konci výnosové křivky, což by mělo v dlouhodobějším horizontu přispět k relativní úspoře úrokových nákladů. Benchmarkový model Ministerstva porovnává aktuální úrokové náklady generované dluhopisy prodanými v aukcích střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů s benchmarkovým portfoliem obsahujícím fixně úročené dluhopisy vydávané vždy v den aukce ve stejné jmenovité hodnotě jako reálný dluhopis. Dluhopisy v benchmarkovém portfoliu mají takovou dobu do splatnosti, aby byla ke konci roku 2012 dosažena průměrná doba do splatnosti ve výši 5,7 roku, což je predikovaná doba do splatnosti reálného dluhového portfolia ke konci roku 2012. Benchmarkový model potvrzuje, že Ministerstvo dosáhlo v roce 2012 úspor ve výši cca 0,3 mld. Kč v důsledku emisní činnosti na primárním trhu korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů a potvrzuje, že snížení průměrné doby do splatnosti generuje úspory na obsluhu státního dluhu. Podrobné informace lze nalézt v části Benchmarkové portfolio.

Dalším ukazatelem, který Ministerstvo sleduje v souvislosti s řízením úrokového rizika a pro který Ministerstvo každoročně stanovuje strategický cíl již od roku 2006, je **úroková refixace dluhového**

portfolia do 1 roku, což je podíl dluhu, který je citlivý na fluktuace úrokových sazeb na finančním trhu v následujícím roce. Pro rok 2013 ponechává Ministerstvo cílové pásmo na úrovni **30,0 až 40,0 % celkového státního dluhu** s výhledem v horní polovině tohoto intervalu. Tento cíl je v souladu s cílem průměrné doby do refixace státního dluhu v pásmu 4,0 až 5,0 let. Cílového pásma bylo poprvé dosaženo v roce 2009 a v následujících letech je patrný rostoucí trend hodnoty tohoto ukazatele, což je opět konzistentní s poklesem hodnoty průměrné doby do refixace státního dluhu v těchto letech. Predikovaná hodnota úrokové refixace dluhového portfolia do 1 roku ke konci roku 2012 činí 36,0 % celkového státního dluhu a pohybuje se tak uprostřed cílového pásma. Oproti konci roku 2011 došlo k nárůstu hodnoty úrokové refixace dluhového portfolia do 1 roku o 1,5 p.b. Změny struktury dluhového portfolia v segmentu instrumentů úročených dle výnosové křivky do jednoho roku ovlivňující též průměrnou dobu do refixace dluhového portfolia, způsobují vzrůst hodnoty úrokové refixace dluhového portfolia do jednoho roku. Jedná se především o již zmíněný nárůst podílu státních pokladničních poukázek na celkovém státním dluhu a nárůst podílu nově vydaných variabilně úročených korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů během roku 2012.

Obrázek 32: Úroková refixace státního dluhu do 1 roku v letech 2003 až 2013 (%)

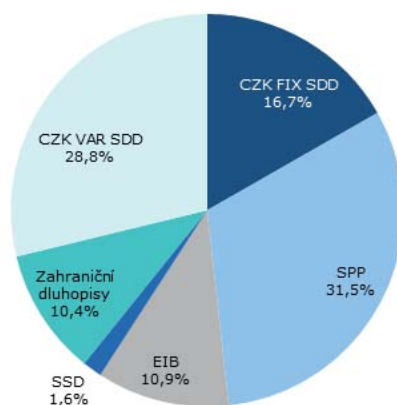


Zdroj: MF

Dluhové portfolio, které je citlivé na fluktuace úrokových sazeb na finančním trhu v následujícím roce, tvoří převážně státní pokladniční poukázky (31,5 %) a korunové variabilně úročené

střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy (28,8 %). Korunové fixně úročené střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy tvoří 16,7 % tohoto portfolia.

Obrázek 33: Struktura úrokové refixace státního dluhu do 1 roku (%)

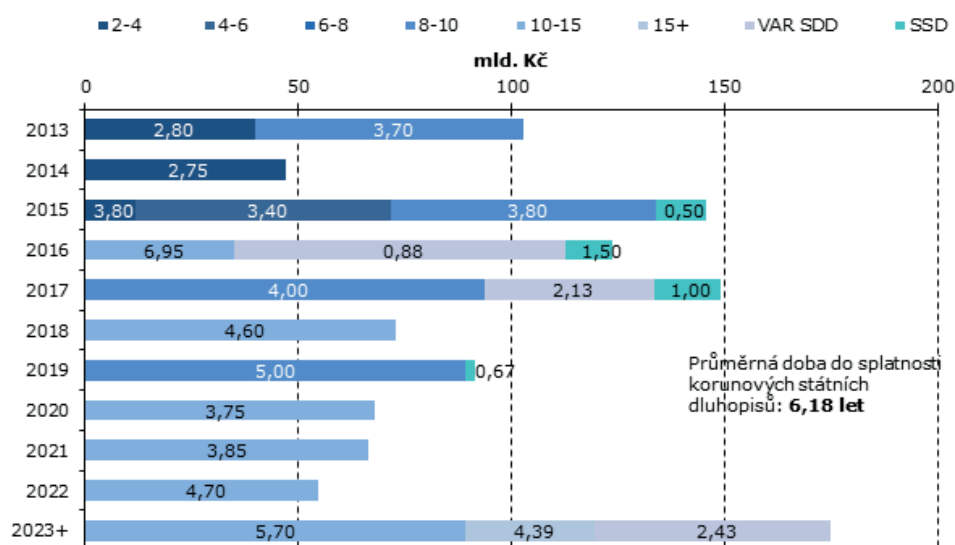


Zdroj: MF

Ministerstvo sleduje rovněž strukturu korunových střednědobých a státních dluhopisů dle aktuální doby do splatnosti, původní doby do splatnosti a kuponové sazby. Takto konstruovaná struktura dluhopisů umožňuje detailně rozčlenit úrokové náklady na obsluhu státního dluhu generované korunovými střednědobými a dlouhodobými státními dluhopisy. Ke konci roku 2012 mají tyto dluhopisy průměrnou kuponovou sazbu ve výši 3,73 %. Dluhopisy splatné v roce 2013

mají průměrnou kuponovou sazbu 3,35 % ve struktuře 2 až 4letá původní splatnost s průměrnou kuponovou sazbou ve výši 2,80 % a 8 až 10letá původní splatnost s průměrnou kuponovou sazbou ve výši 3,70 %. Diskont ze státních pokladničních poukázek a diskontovaných spořicí dluhopisů je nákladem státního rozpočtu v momentě prodeje dluhopisu, a proto neovlivňuje úrokové náklady na obsluhu státního dluhu v následujících letech.

Obrázek 34: Splatnostní profil korunových SDD a SSD dle původní doby do splatnosti a kuponové sazby (mld. Kč, % p. a.)



Poznámka: Predikovaný splatnostní profil ke konci roku 2012. Údaje v jednotlivých segmentech představují průměrnou kuponovou sazbu v %. Bez zahrnutí diskontovaných SSD.
Zdroj: MF

Tabulka 18: Průměrné kuponové sazby korunových SDD a SSD dle roku splatnosti (%)

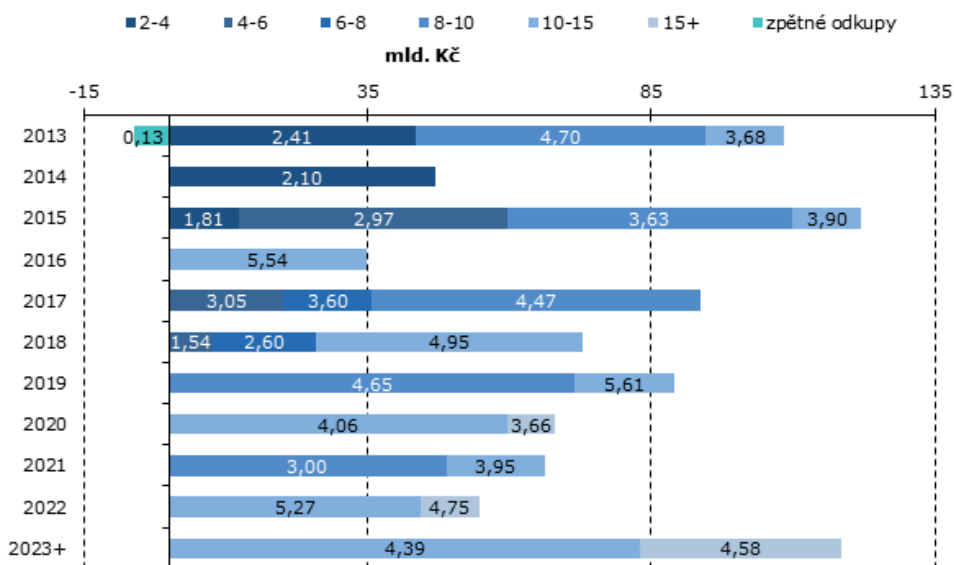
2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023+	průměr
3,35	2,75	3,34	2,65	3,19	4,60	4,90	3,75	3,85	4,70	4,44	3,73

Poznámka: Bez zahrnutí diskontovaných SSD. Údaje v tabulce vztaženy ke konci roku 2012.
Zdroj: MF

Ministerstvo dále sleduje strukturu korunových fixně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů dle aktuální doby do splatnosti, doby do splatnosti v okamžiku prodeje dluhopisů a dosaženého výnosu do splatnosti v okamžiku prodeje. Takto konstruovaná struktura dluhopisů vypovídá o průměrné roční nákladovosti těchto dluhopisů v jednotlivých segmentech aktuální doby do splatnosti a doby do splatnosti v okamžiku prodeje dluhopisů. Ke konci roku 2012 dosahuje průměrná roční nákladovost korunových fixně

úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů výše 3,97 %. Zpětné odkupy dluhopisů s datem splatnosti v roce 2013 provedené v roce 2012 dosáhly průměrného výnosu do splatnosti 0,13 %. V roce 2013 maturují dluhopisy s průměrnou roční nákladovostí 3,65 % v následující struktuře: dluhopisy prodané jako 2 až 4leté s průměrnou roční nákladovostí 2,41 %, dluhopisy prodané jako 8 až 10leté s průměrnou roční nákladovostí 4,70 % a dluhopisy prodané jako 10 až 15leté s průměrnou roční nákladovostí 3,68 %.

Obrázek 35: Splatnostní profil korunových fixně úročených SDD dle doby do splatnosti v okamžik prodeje a dosaženého výnosu do splatnosti (mld. Kč, % p. a.)



Poznámka: Predikovaný splatnostní profil ke konci roku 2012. Údaje v jednotlivých segmentech představují průměrný výnos do splatnosti dosažený v okamžik prodeje SDD v %. Bez zahrnutí SSD.
Zdroj: MF

Tabulka 19: Průměrná nákladovost fixně úročených korunových SDD dle roku splatnosti (%)

2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023+	průměr
3,65	2,10	3,22	5,54	4,02	4,00	4,84	4,01	3,25	5,17	4,45	3,97

Poznámka: Údaje v tabulce vztaženy ke konci roku 2012.
Zdroj: MF

Ministerstvo sleduje v rámci čistého dluhového portfolia také vývoj základních **rizikových parametrů investičních portfolií**. Hodnota ukazatelů je ovlivněna především objemem prostředků spravovaných na důchodovém účtu. Ministerstvo se rozhodlo tyto volné prostředky dále neinvestovat, ale ponechat je ve stejném režimu jako peněžní prostředky uložené na

ostatních účtech státních finančních aktiv. Tyto likvidní prostředky jsou v tomto případě součástí souhrnného účtu státní pokladny s pozitivním dopadem na okamžitou likviditu a státní dluh. Prostředky budou v rámci souhrnného účtu státní pokladny investovány do krátkodobých instrumentů finančního trhu se splatností v řádu dnů.

Tabulka 20: Rizikové parametry a výnosnost investičních portfolií a pře-půjček 2007 až 2012

Parametr	2007	2008	2009	2010	2011	2012F
Průměrná výnosnost (%)	3,8	2,9	2,1	1,9	2,1	1,5
Průměrná splatnost (roky)	5,1	2,0	1,9	2,0	2,2	1,7
Modifikovaná durace (roky)	4,2	1,8	1,7	1,8	2,1	1,0

Zdroj: MF

Benchmarkové portfolio

Pro posouzení schopnosti profitovat na poklesu průměrné doby do refixace státního dluhu a vytvářet úspory na úrokových nákladech na obsluhu státního dluhu díky průměrnému generování těchto nákladů na kratším konci výnosové křivky vytvořilo Ministerstvo tzv. syntetické benchmarkové portfolio skládající se pouze z fixně úročených korunových dluhopisů. Dluhopisy obsažené v benchmarkovém

portfoliu jsou vydávané vždy v den aukce ve stejné jmenovité hodnotě jako skutečně vydávané dluhopisy. Všechny dluhopisy benchmarkového portfolia jsou vydávány se stejnou dobou do splatnosti, přičemž tato doba do splatnosti zaručuje stejnou průměrnou dobu do splatnosti syntetického portfolia státního dluhu obsahujícího benchmarkové portfolio, jako činí průměrná doba do splatnosti

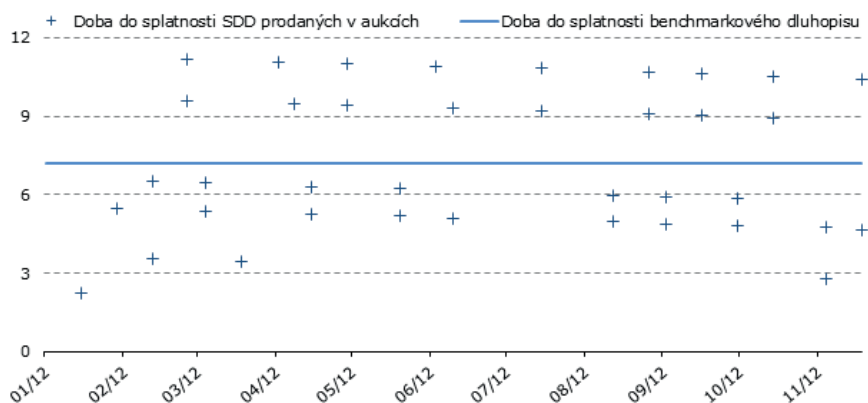
skutečného portfolia ke konci roku. Predikovaná průměrná doba do splatnosti státního dluhu ke konci roku 2012 činí 5,7 roku. Pokud jsou skutečně emise korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů nahrazeny fixně úročenými dluhopisy benchmarkového portfolia se splatností 7,2 roku v době aukce, bude činit požadovaná průměrná splatnost syntetického portfolia státního dluhu 5,7 roku ke konci roku 2012.

Průměrný vážený výnos portfolia korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů skutečně prodaných v aukcích během roku 2012 činil 2,25 % p.a. Průměrný vážený výnos dluhopisů benchmarkového portfolia dosažený v roce 2012 činí 2,52 % p.a., tj. je vyšší o 27 bazických bodů než výnos skutečného portfolia. Pro posouzení skutečně dosažené úspory v roce 2012 je potřeba vyjádřit akruální úrokový náklad v roce 2012 z každého vydaného dluhopisu ve skutečném i benchmarkovém portfoliu a poté tyto celkové akruální náklady v jednotlivých portfoliích porovnat. Celkový akruální úrokový náklad za rok 2012 ze všech skutečně prodaných korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v aukcích během roku 2012 činí 2,2 mld. Kč. Celkový akruální úrokový náklad za rok 2012 generovaný v benchmarkovém portfoliu činí 2,5 mld. Kč. Dosažená úspora na úrokových nákladech státního dluhu ve výši 0,3 mld. Kč dokládá, že pokles průměrné doby do refixace portfolia státního dluhu se v roce 2012 díky správně nastavenému emisnímu kalendáři projevil dosažením úspory úrokových nákladů.

Je nutné upozornit, že dosažená úspora ve výši 0,3 mld. Kč neplyne z poklesu výnosů státních dluhopisů, ke kterému dochází během celého roku 2012. Tato úspora je generována pouze nastavením emisního kalendáře tak, aby profitoval z rostoucího tvaru výnosových křivek během roku 2012. Dále je nutné upozornit, že snížení průměrné doby do splatnosti dluhového portfolia automaticky neznamená úsporu na úrokových nákladech státního dluhu v každém roce. Cenou za možnost generovat úsporu je zvýšené riziko vzrůstu úrokových sazeb a výnosů, což může znamenat i negativní dosaženou úsporu.

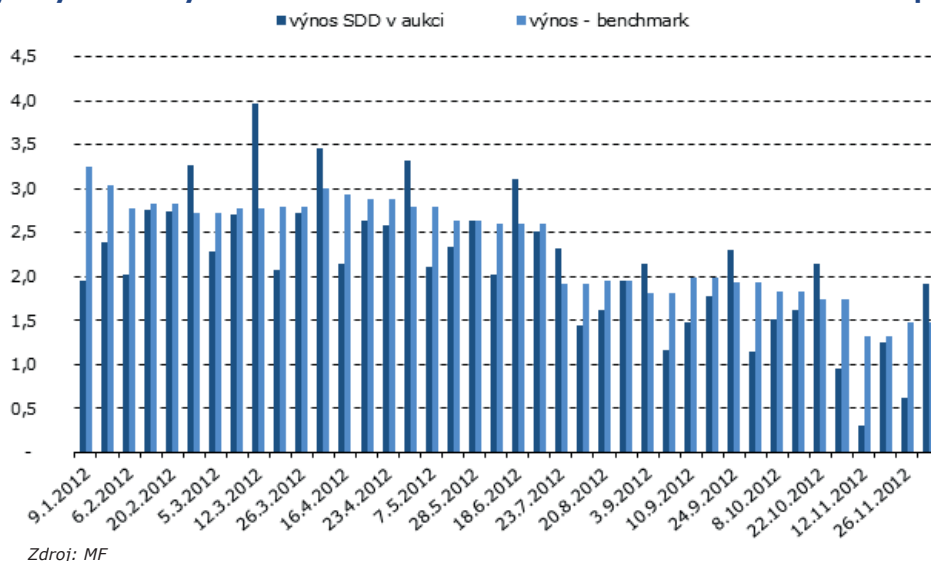
V průběhu roku 2012 bylo na primárním trhu státních dluhopisů uskutečněno 21 aukcí fixně úročených korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v celkové jmenovité hodnotě 82,2 mld. Kč a 19 aukcí variabilně úročených korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v celkové jmenovité hodnotě 69,9 mld. Kč. Průměrná vážená doba do splatnosti všech korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů prodaných v aukcích na primárním trhu průběhu roku 2012 dosahuje ke konci roku 2012 hodnoty 6,6 roku. Benchmarkový dluhopis pro dosažení cílové průměrné doby do splatnosti státního dluhu má splatnost 7,2 roku.

Obrázek 36: Doba do splatnosti SDD prodaných v aukcích v roce 2012 (roky)



Poznámka: Dne 12. března 2012 proběhla aukce korunových SDD splatných v roce 2036. Hodnota doby do splatnosti se nachází mimo rozsah grafu.
Zdroj: MF

Obrázek 37: Výnosy korunových SDD v aukcích v roce 2012 a benchmarkového dluhopisu (% p. a.)



Zdroj: MF

Cost-at-Risk státního dluhu

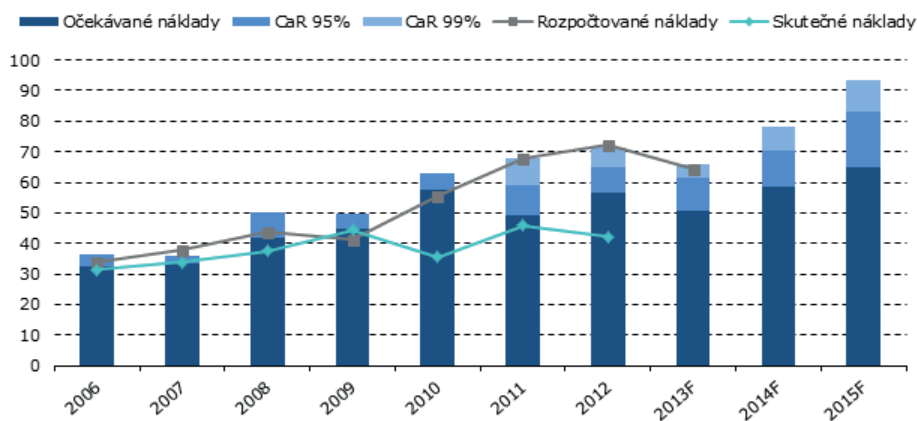
Počínaje rokem 2005 aplikuje Ministerstvo při měření a řízení úrokového rizika sofistikovanější modelový rámec, tzv. **náklady v riziku** (Cost-at-Risk, **CaR**), který vychází z metodologie Value-at-Risk a simuluje budoucí očekávané a maximální úrokové náklady při daném stupni rizika, které je odvozeno z volatility časové struktury úrokových sazeb. Stochastickým prvkem modelu CaR je výnosová křivka, deterministickým prvkem je pak dynamická struktura portfolia státního dluhu, která vychází z plánovaného způsobu financování hrubé výpůjční potřeby vlády při respektování stanovených strategických cílů řízení finančních rizik.

Primární cíl modelu spočívá ve stanovení maximálních nákladů státního dluhu, které nebudou s danou 95, resp. 99% pravděpodobností překročeny (**CaR 95%** a **CaR 99%**). Sekundární

cíl modelu spočívá v odhadu skutečných úrokových nákladů státního dluhu. Simulační rámec pracuje odděleně s **úrokovými náklady** a **úrokovými příjmy**. Výsledkem agregace úrokových nákladů a úrokových příjmů jsou **čisté úrokové náklady státního dluhu**. Hrubé úrokové náklady ve srovnání s hrubými výdaji na obsluhu státního dluhu nezahrnují poplatky spojené s obsluhou státního dluhu, které jsou deterministické povahy.

Následující graf zobrazuje porovnání čistých úrokových nákladů v riziku, očekávaných a rozpočtovaných čistých úrokových nákladů s čistými úrokovými náklady skutečně realizovanými. Ve všech letech aplikace metodologie CaR model splnil primární cíl, když predikované maximální náklady nebyly překročeny v žádném z těchto roků.

Obrázek 38: Čisté úrokové náklady a náklady v riziku v letech 2006 až 2015 (mld. Kč)



Poznámka: V roce 2009 původně rozpočtované náklady. V roce 2012 odhad skutečných nákladů ke konci roku.
Zdroj: MF

Tabulka 21: Čisté úrokové náklady a náklady v riziku v letech 2006 až 2015 (mld. Kč)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Rozpočtované náklady	33,9	37,8	43,7	41,3	56,1	66,7	72,1	64,3	-	-
Skutečné náklady	31,5	34,0	37,5	44,1	35,6	45,0	41,1	-	-	-
Očekávané náklady	32,4	33,3	41,7	44,9	57,5	49,1	56,4	50,6	58,6	64,9
CaR 95%	36,6	35,8	50,2	49,9	62,9	59,2	64,9	61,3	70,3	83,1
CaR 99%	-	-	-	-	-	67,8	71,5	65,9	78,4	93,5

Poznámka: V roce 2012 se jedná o odhad skutečných úrokových nákladů ke konci roku a v roce 2013 o rozpočtované čisté úrokové náklady předložené vládou v rámci návrhu zákona o státním rozpočtu ke schválení do Poslanecké sněmovny Parlamentu ČR.
Zdroj: MF

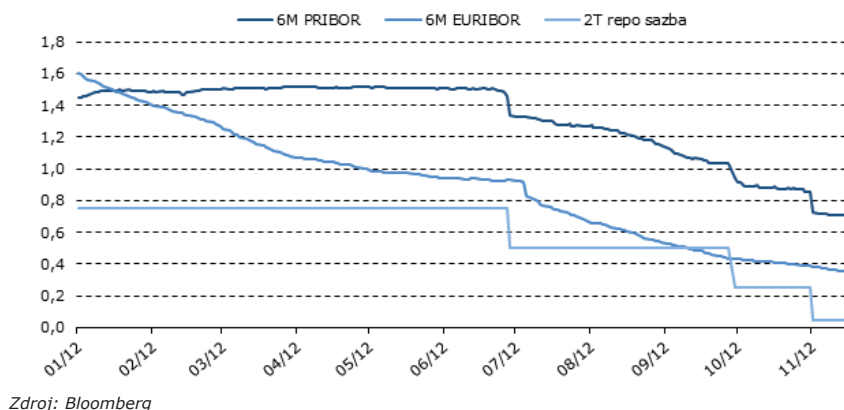
V roce **2012** jsou predikovány **skutečně hrubé úrokové náklady** státního dluhu ve výši cca **56,8 mld. Kč**, očekávané hrubé úrokové náklady v roce 2012 predikované modelem se nacházejí na úrovni 62,8 mld. Kč. Predikce skutečných úrokových příjmů státního dluhu v roce 2012 činí 15,6 mld. Kč, zatímco modelem očekávané úrokové příjmy ve stejném období činí 6,4 mld. Kč. Predikce skutečných čistých úrokových nákladů státního dluhu v roce 2012 činí 41,1, zatímco modelem očekávané čisté úrokové náklady ve stejném období se nacházejí na úrovni 56,4 mld. Kč.

Skutečné čisté úrokové náklady tak zůstanou i v roce 2012 pod hranicí CaR 95% i CaR 99%, které byly stanoveny na 64,9 mld. Kč, respektive na 71,5 mld. Kč. Primární cíl modelu byl tedy splněn, když skutečné úrokové náklady státního dluhu zůstaly pod hranicí CaR 99% a nebylo tak ohroženo dodržení salda státního rozpočtu na rok 2012 schváleného Poslaneckou sněmovnou Parlamentu ČR z titulu kapitoly 396 – Státní dluh. Odhad očekávaných hrubých nákladů je o **6,0 mld. Kč vyšší** oproti predikované skutečnosti a odhad očekávaných čistých úrokových nákladů je oproti predikované skutečnosti vyšší o 15,3 mld. Kč. Odhad očekávaných úrokových příjmů je oproti predikované skutečnosti vyšší o 9,3 mld. Kč.

Důvodem pro diferenci mezi skutečnými a očekávanými úrokovými náklady a příjmy v roce 2012 byla především modelem neočekávaná situace na finančních trzích, kdy díky významnému poklesu výnosových křivek klesaly úrokové náklady na obsluhu státního dluhu. Hodnoty tržních sazeb a skutečných čistých úrokových nákladů v roce 2012 nesetřvaly v předpovědním intervalu a vlivem prudkého poklesu především ve třetím čtvrtletí se dostaly pod tento interval. Diskrepance mezi odhadem a skutečností je zřejmá především u úrokových příjmů, když Ministerstvo obdrželo výrazně vyšší než očekávané aukční prémie ze znovuotevíraných emisí státních dluhopisů. Důvodem pro tyto aukční prémie byla kombinace relativně vysokých kuponových sazeb znovuotevíraných emisí a nízkých výnosů těchto dluhopisů.

Od roku 2012 dochází k poklesu výnosových křivek korunového i eurového peněžního trhu, když nejmarkantnější pokles úrokových sazeb lze pozorovat na krátkém konci výnosové křivky a to především z důvodu zásahů České národní banky, která několikrát během roku 2012 snížila základní úrokovou sazbu (2týdenní repo sazbu) na historické minimum.

Obrázek 39: Vývoj sazeb v roce 2012: 6M PRIBOR, 6M EURIBOR a 2T repo sazba (% p.a.)



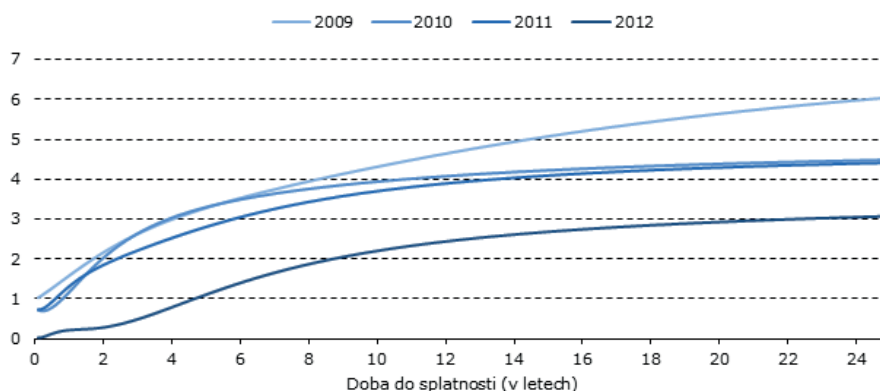
Kromě poklesu výnosových křivek peněžního trhu dochází od roku 2009 ke klesajícímu trendu výnosových křivek korunových státních

dluhopisů, když zároveň klesá jejich strmost. Výnosy státních dluhopisů v roce 2012 neustále atakovaly svá minima. S poklesem výnosových

křivek státních dluhopisů během roku 2012 souvisí pokles rizikové přírážky státních dluhopisů. Riziková přírážka je definována jako rozdíl mezi výnosovou křivkou státních dluhopisů a výnosovou křivkou peněžního trhu. Tento pokles rizikové přírážky potvrzuje atraktivitu České republiky jako emitenta státních dluhopisů mezi investory v době vysoké nejistoty ohledně budoucího vývoje eurozóny. Úsporná politika současné vlády v podobě fiskální konsolidace veřejných financí je mezi investory pozitivně vnímána a přináší tak

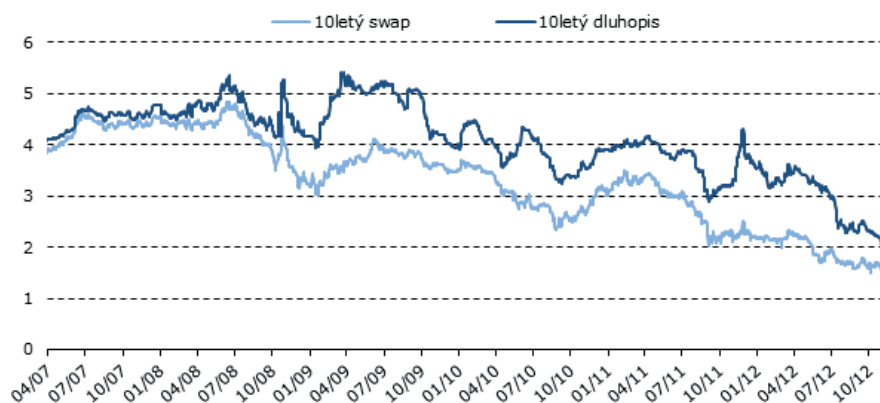
reálné úspory na obsluhu státního dluhu. V době konstrukce simulací výnosových křivek použitých pro odhad nákladů státního dluhu v roce 2012, tj. listopadu 2011, činila hodnota rizikové přírážky desetiletého korunového státního dluhopisu cca 150 bazických bodů, v současné době činí tato přírážka cca 40 bazických bodů. Souběh poklesů obou křivek umocněný poklesem rizikové přírážky během roku 2012 je hlavním důvodem nadhodnocení odhadu očekávaných úrokových nákladů státního dluhu.

Obrázek 40: Výnosová křivka korunových státních dluhopisů v letech 2009 až 2012 (% p.a.)



Poznámka: Výnosová křivka korunových státních dluhopisů vždy ke konci roku, v roce 2012 ke konci listopadu.
Zdroj: MF, MTS, Bloomberg

Obrázek 41: Výnos do splatnosti korunového SDD a swapová sazba v letech 2007 až 2012 (10 let, % p. a.)



Zdroj: MF, MTS, Bloomberg

CaR v roce 2013

Pro rok 2013 Ministerstvo zavádí poprvé v historii **tříletý simulační horizont**, což je výrazný pokrok v řízení úrokového rizika. Simulační horizont na následující tři kalendářní roky byl zaveden i z důvodu návaznosti na predikci příjmů a výdajů kapitoly 396 – Státní dluh jakožto součásti střednědobého výhledu rozpočtu ČR, který je konstruován právě na tři roky. Tříletý simulační horizont je potřebný i pro provedení analýzy efektivní hranice, kde postupnou kumulací očekávaných úrokových

nákladů a absolutního rizika jednotlivých emisních strategií dochází k lepší srovnatelnosti jednotlivých strategií.

Úrokový model použitý ke konstrukci ukazatele CaR pro rok 2013 - 2015 je založen na modelování celé výnosové křivky. Další velmi důležitou vlastností modelu je nepodhodnocený odhad volatility dlouhého konce křivky. Model je poprvé definován a aplikován v *Yacine-Ait Sahalia*:

Testing Continuous Time Models of the Spot Interest Rate, The Review of Financial Studies, 9, 2, 385-426, 1996. Model je charakteristický vlastností "mean reversion", tj. konvergencí očekávaných sazeb ke své rovnovážné hodnotě a je Ministerstvem modifikován tak, aby vyhovoval specifickým českého trhu. Parametry modelu jsou odhadovány z historických denních pozorování české výnosové křivky počínaje 25.8.2000. Pro každou z požadovaných splatností je provedeno 10 000 denních simulací úrokové sazby pro horizont 13.11.2012 až 31.12.2015. Vzhledem k tomu, že použitý model vykazuje vlastnost návratu úrokových sazeb ke své dlouhodobé střední hodnotě, očekává model růst sazeb ve střednědobém horizontu. Výstupem modelu jsou simulace výnosových křivek peněžního trhu, podle kterých je však určena pouze malá část státního dluhu. Důležité je tedy modelování rizikové přírážky, která je definována jako rozdíl mezi výnosovou křivkou státních dluhopisů a výnosovou křivkou peněžního trhu. Vzhledem k neustálému nadhodnocení očekávaných i kvantilových hodnot rizikové přírážky oproti skutečnosti v minulých letech, zvolilo Ministerstvo pro roky 2013–2015 jiný, méně konzervativní přístup k modelování rizikové přírážky. Tento přístup by měl lépe vystihnout aktuální situaci na trzích a zbytečně nezvyšovat hodnotu rizikové přírážky a tím i simulovaných úrokových nákladů státního dluhu. Ministerstvo od roku 2012 přešlo při hodnocení rizikovitosti úrokových nákladů státního dluhu z ukazatele CaR 95% na ukazatel **CaR 99%**, který byl poprvé využit při odhadu nákladů státního dluhu v roce 2011. Jedním z důvodů pro tento přechod je soulad s praxí řízení rizik ve vyspělých finančních institucích. Ukazatel CaR 95% je nadále konstruován, ale již není používán k řízení úrokových rizik státního dluhu.

Modelem očekávané **hrubé úrokové náklady v roce 2013** se pohybují na úrovni **58,7 mld. Kč**. Hrubé úrokové náklady v riziku, tj. **CaR 99%** činí **69,1 mld. Kč** (CaR 95% 64,6 mld. Kč). Skutečné hrubé úrokové náklady v roce 2013 tak s 99% pravděpodobností nebudou vyšší o více než 10,4 mld. Kč oproti očekávaným nákladům. Vládou schválené **rozpočtované hrubé úrokové náklady** kapitoly 396 – Státní dluh v roce 2013 činí **68,1 mld. Kč** a nachází se tak na 98% kvantilu rozdělení hrubých úrokových nákladů v tomto roce. V případě použití simulací úrokových sazeb ze *Strategie financování a řízení státního dluhu na rok 2012*, kde byl již ukazatel CaR na rok 2013 zkonstruován, a při použití aktuálně platného plánu financování na rok 2013 se vládou schválené rozpočtované hrubé úrokové náklady kapitoly 396 – Státní dluh v roce 2013 pohybují na úrovni 60% kvantilu rozdělení hrubých úrokových nákladů v roce 2013. Analýza CaR 2013 publikovaná v předchozí Strategii financování vycházela ze skutečností známých k 15. listopadu 2011. Diference v hodnotách kvantilů je zapříčiněna zejména odlišnými informacemi, které jsou v současné době k dispozici jako např. pokles výnosů instrumentů peněžního trhu na svá historická minima, výrazný pokles rizikové přírážky ČR za poslední rok a z něho pramenící pokles výnosů státních dluhopisů ČR na svá historická minima. Dalším faktorem pro diferenci kvantilu rozpočtovaných nákladů je méně konzervativní přístup k modelování rizikové přírážky ČR, jejíž očekávané i kvantilové hodnoty byly v minulých letech neustále vyšší, než činila skutečnost.

Následující tabulka detailně zobrazuje vývoj kumulovaných hrubých úrokových nákladů státního dluhu v roce 2013 predikovaných modelem vždy ke konci měsíce. Dále obsahuje příslušné kritické hodnoty CaR 95% a CaR 99%.

Tabulka 22: Vývoj kumulovaných hrubých úrokových nákladů v roce 2013 (mld. Kč)

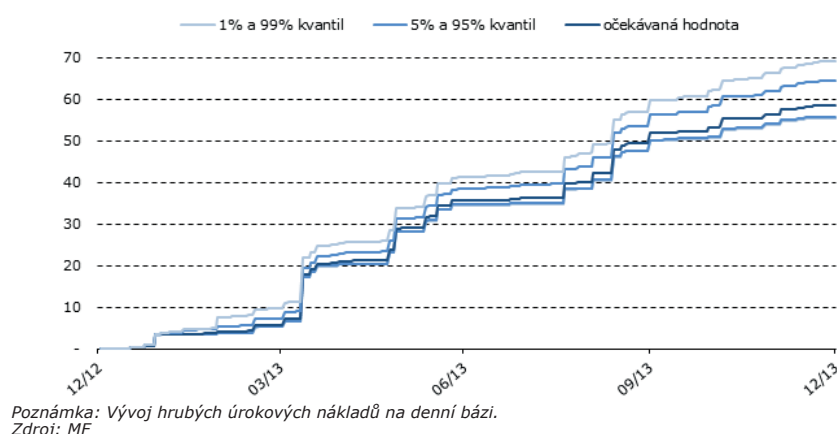
Měsíce roku 2013	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.
Očekávané náklady	3,6	4,2	5,9	21,0	29,1	35,7	36,3	40,1	52,0	53,4	56,5	58,7
Absolutní CaR 95%	3,9	5,5	7,4	23,0	31,3	38,5	39,6	43,9	56,3	58,5	62,0	64,6
Absolutní CaR 99%	4,0	7,7	9,7	25,5	33,9	41,3	42,6	47,1	59,7	62,5	66,3	69,1

Zdroj: MF

Grafická prezentace simulací kumulovaných hrubých úrokových nákladů státního dluhu v roce 2013 počítaných na denní bázi je zobrazena na

následujícím obrázku. Obrázek dále zobrazuje očekávané hodnoty nákladů a příslušné 5% a 95%, 1% a 99% kvantily simulovaných hodnot.

Obrázek 42: Simulace hrubých úrokových nákladů státního dluhu v průběhu roku 2013 (mld. Kč)



Modelem očekávané čisté úrokové náklady v roce 2013 se pohybují na úrovni 50,6 mld. Kč. Čisté úrokové náklady v riziku, tj. CaR 99% činí 65,9 mld. Kč (CaR 95% 61,3 mld. Kč). Skutečné čisté úrokové náklady v roce 2012 tak s 99% pravděpodobností nebudou vyšší o více

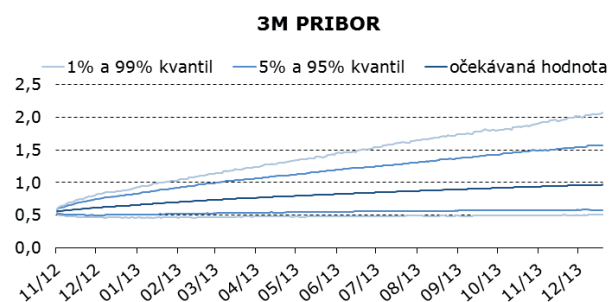
než 15,3 mld. Kč oproti očekávaným nákladům (s 95% pravděpodobností o 10,7 mld. Kč). Vládou schválené rozpočtované čisté úrokové náklady státního dluhu na rok 2013 činí **64,3 mld. Kč**, což opět je konzistentní s 98% kvantilem rozdělení těchto nákladů v roce 2013.

Tabulka 23: Vývoj kumulovaných čistých úrokových nákladů v roce 2013 (mld. Kč)

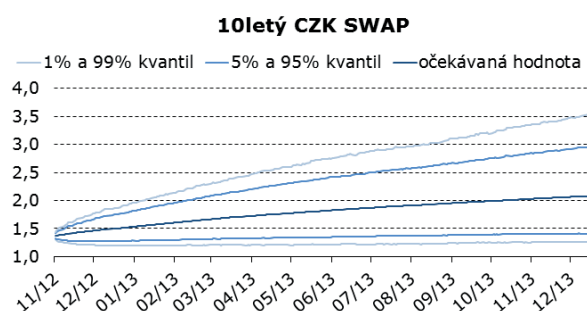
Měsíce roku 2013	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.
Očekávané náklady	3,1	2,9	3,6	18,2	25,4	31,1	30,5	34,1	45,5	46,1	48,5	50,6
Absolutní CaR 95%	3,8	5,2	6,8	21,7	29,8	36,4	37,0	41,1	53,3	55,5	58,7	61,3
Absolutní CaR 99%	3,9	7,4	9,1	24,2	32,4	39,3	40,0	44,4	56,8	59,4	63,1	65,9

Zdroj: MF

Obrázek 43: Denní simulace vývoje korunových úrokových sazeb v roce 2013 (% p.a.)



Zdroj: MF



Vzhledem k nejasné situaci v eurozóně se Ministerstvo rovněž zabývá problémem skokového zvýšení výnosů, ke kterému by mohlo dojít např. prudkým zvýšením základní sazby ČNB, náhlým zhoršením ekonomického stavu eurozóny, prudkým zvýšením rizikové přírážky ČR, atd. Ministerstvo se snaží kvantifikovat dopad těchto vlivů na úrokové náklady a příjmy kapitoly 396 – Státní dluh. Každá ekonomická událost má vliv na určitou část

výnosové křivky, proto je pro Ministerstvo důležité pozorovat posun jednotlivých částí výnosových křivek odděleně. Následující tabulka kvantifikuje důsledky možného zvýšení sazeb na krátkém konci výnosové křivky, na dlouhém konci výnosové křivky a na celé křivce rovnoměrně, vše během roku 2013. Tato analýza dále umožňuje nerovnoměrné posunutí krátkého a dlouhého konce výnosové křivky a libovolné zvolení data tohoto posunu.

Tabulka 24: Citlivost úrokových nákladů na změnu úrokových sazeb v roce 2013 (mld. Kč)

	Aktuální model	Posun sazeb na krátkém konci výnosové křivky		Posun sazeb na dlouhém konci výnosové křivky		Posun celé výnosové křivky	
		o 1 p.b.	o 5 p.b.	o 1 p.b.	o 5 p.b.	o 1 p.b.	o 5 p.b.
Očekávané čisté náklady	50,6	54,2	68,2	54,3	65,1	57,9	82,7
Absolutní CaR 95%	61,3	64,8	78,5	64,2	73,1	67,7	90,3
Absolutní CaR 99%	65,9	70,0	83,6	69,3	77,8	72,8	94,9

Poznámka: Šok v podobě jednorázového posunu výnosové křivky nastane na počátku roku 2013.
Zdroj: MF

Posun výnosové křivky korunových státních dluhopisů na jejím krátkém konci o 1 p.b. směrem nahoru by v roce 2013 přinesl zvýšení očekávaných čistých úrokových nákladů o **3,6 mld. Kč**. V případě zvýšení sazeb na dlouhém konci výnosové křivky 1 p.b. by očekávané čisté úrokové náklady kapitoly 396 – Státní dluh vzrostly o **3,7 mld. Kč**. Posun celé výnosové křivky korunových státních dluhopisů o 1 p.b. směrem nahoru by měl za následek zvýšení očekávaných čistých úrokových nákladů v roce 2013 o cca **7,3 mld. Kč**.

Ministerstvo dále kvantifikuje dopady neplánovaného **navýšení deficitu** státního rozpočtu na úrokové náklady kapitoly 396 – Státní dluh. V případě navýšení deficitu státního rozpočtu ČR v roce 2013 o **10,0 mld. Kč** a předpokladu financování tohoto navýšení formou rovnoměrného navýšení jmenovitých hodnot střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů prodaných v aukcích dle aktuálního emisního kalendáře by tato změna znamenala navýšení očekávaných hrubých úrokových nákladů kapitoly 396 – Státní dluh o **0,1 mld. Kč**.

CaR v letech 2014 až 2015

V rámci tříletého simulačního horizontu Ministerstvo zároveň konstruuje ukazatele CaR i pro roky 2014 a 2015. **V roce 2014** činí hodnota ukazatele **CaR 99%** pro čisté úrokové náklady, tj. čisté úrokové náklady v riziku **78,4 mld. Kč**. Ukazatel CaR 95% pro rok 2014 leží na úrovni 70,3 mld. Kč. Skutečně dosažené čisté úrokové náklady v roce 2014 by tak s 99% pravděpodobností neměly překročit hranici 78,4 mld. Kč. Očekávané čisté úrokové náklady státního dluhu v roce 2014 jsou modelem predikovány na úrovni 58,6 mld. Kč.

Očekávané hrubé úrokové náklady v roce 2014 jsou modelem predikovány na úrovni **60,6 mld. Kč**. Následující tabulka detailně zobrazuje vývoj kumulovaných očekávaných hrubých úrokových nákladů státního dluhu v roce 2014 vždy ke konci měsíce. Tabulka dále obsahuje příslušné kritické hodnoty ukazatelů CaR 95% a CaR 99%.

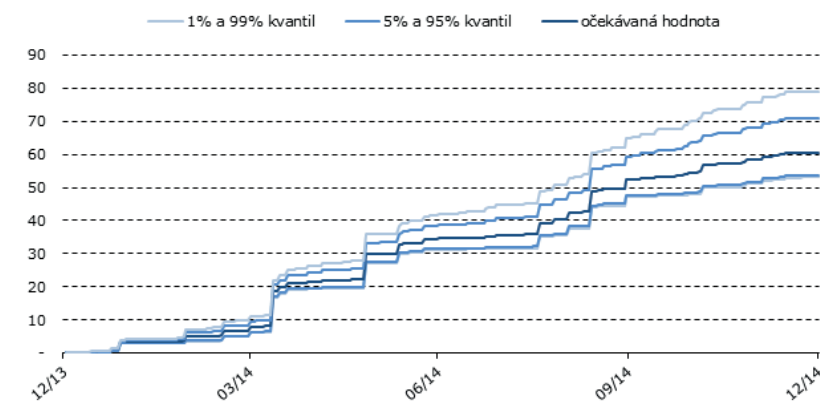
Rozdíl mezi ukazatelem CaR 99% a očekávanými náklady je v roce 2014 vyšší než stejný rozdíl v roce 2013. Důvodem pro tuto diferenci je vyšší nejistota při delším horizontu predikce výnosových křivek, což zvyšuje volatilitu sazeb.

Tabulka 25: Vývoj kumulovaných hrubých úrokových nákladů v roce 2014 (mld. Kč)

Měsíce roku 2014	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.
Očekávané náklady	3,4	4,9	7,9	21,7	29,9	34,6	35,6	40,2	52,3	54,6	58,3	60,6
Absolutní CaR 95%	3,7	6,1	9,6	24,3	33,2	38,7	40,8	46,3	59,4	63,6	68,2	71,0
Absolutní CaR 99%	4,1	6,9	10,9	26,2	35,8	42,2	44,7	50,7	64,8	70,3	75,8	79,1

Zdroj: MF

Obrázek 44: Simulace hrubých úrokových nákladů státního dluhu v průběhu roku 2014 (mld. Kč)



Poznámka: Vývoj hrubých úrokových nákladů na denní bázi.
Zdroj: MF

V roce 2015 činí hodnota ukazatele CaR 99% pro čisté úrokové náklady tj. čisté úrokové náklady v riziku, **93,5 mld. Kč**. Ukazatel CaR 95% pro rok 2015 leží na úrovni 83,1 mld. Kč. Skutečně dosažené čisté úrokové náklady v roce 2015 by tak s 99% pravděpodobností neměly překročit hranici 93,5 mld. Kč. Očekávané čisté úrokové náklady státního dluhu v roce 2015 jsou modelem predikovány na úrovni **64,9 mld. Kč**.

Očekávané hrubé úrokové náklady v roce 2015 jsou modelem predikovány na úrovni

66,0 mld. Kč. Následující tabulka detailně zobrazuje vývoj kumulovaných očekávaných hrubých úrokových nákladů státního dluhu v roce 2015 vždy ke konci měsíce. Tabulka dále obsahuje příslušné kritické hodnoty ukazatelů CaR 95% a CaR 99%.

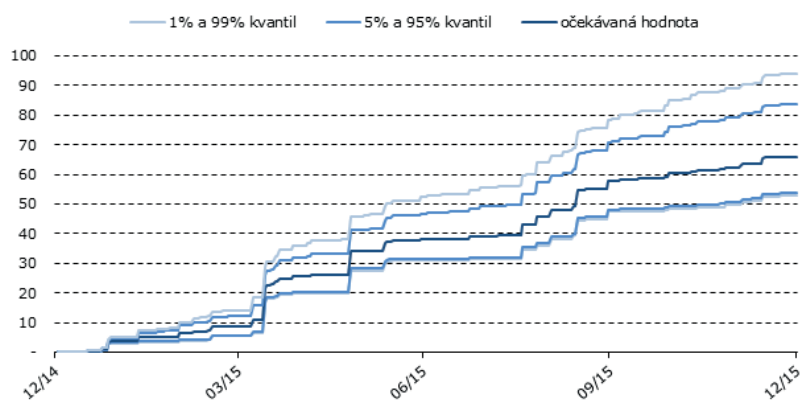
Rozdíl mezi ukazatelem CaR 99% a očekávanými náklady je v roce 2015 vyšší než stejný rozdíl v letech 2013 a 2014. Důvodem pro tuto diferenci je vyšší nejistota při delším horizontu predikce výnosových křivek, což zvyšuje volatilitu sazeb.

Tabulka 26: Vývoj kumulovaných hrubých úrokových nákladů v roce 2015 (mld. Kč)

Měsíce roku 2015	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.
Očekávané náklady	3,8	5,3	8,6	25,5	34,0	38,0	39,2	45,8	57,8	60,5	62,4	66,0
Absolutní CaR 95%	4,8	7,3	12,1	31,8	41,2	46,8	49,2	57,5	70,8	76,0	79,1	83,6
Absolutní CaR 99%	5,3	8,1	14,0	35,7	45,9	52,5	55,4	64,3	78,4	85,1	88,9	93,8

Zdroj: MF

Obrázek 45: Simulace hrubých úrokových nákladů státního dluhu v průběhu roku 2015 (mld. Kč)



Poznámka: Vývoj hrubých úrokových nákladů na denní bázi.
Zdroj: MF

Efektivní hranice

Cílem Ministerstva je vždy na prvním místě bezproblémové profinancování hrubé výpůjční potřeby centrální vlády při minimálních nákladech spojených s konkrétní úrovní rizika. Vzhledem k tomu, že financování hrubé výpůjční potřeby tvoří více než z 99 % státní dluhopisy (99,3 % v roce 2013), je důležité vydat dluhopisy s takovými parametry, které uspokojí poptávku investorů. Dalším důležitým faktorem, který musí Ministerstvo sledovat, je likvidita sekundárního trhu státních dluhopisů. Pro udržení určité úrovně likvidity sekundárního trhu dluhopisů je potřeba u každé emise dluhopisu zajistit poměrně vysokou celkovou jmenovitou hodnotu v oběhu. Dle teorie portfolia může nastat situace, že vydávání dluhopisů dle emisního kalendáře, tak aby byly naplněny požadavky investorů a byla zaručena likvidita sekundárního trhu státních dluhopisů, vytvoří určitou neefektivnost v řízení dluhového portfolia. Odstranění této neefektivnosti by mohlo být teoreticky dosaženo uzavřením swapových operací, což však s sebou přináší dodatečné náklady a nutnost řízení kreditního rizika.

Pro srovnání skutečné strategie financování s jinými alternativními strategiemi z hlediska nákladů a rizika provádí Ministerstvo počínaje rokem 2012 analýzu založenou na metodologii CaR, jejíž cílem je konstrukce tzv. **efektivní hranice**.

V klasickém portfolio managementu jsou výnosy a riziko jednotlivých možných investic v rámci daného portfolia porovnávány přímo mezi sebou. Hlavním faktorem ovlivňujícím strukturu portfolia při řízení dluhového portfolia jsou naproti tomu doby do splatnosti¹ jednotlivých instrumentů. Fluktuace výnosových křivek a potřeba refinancování (refixace) pak způsobují, že každé refinancování (refixace) s sebou nese riziko zvýšených nákladů. Portfolia s vyšším podílem instrumentů úročených na krátkém konci výnosové křivky jsou vystaveny riziku vyšších nákladů oproti portfoliím s vyšším podílem instrumentů úročených na dlouhém konci výnosové křivky.

Efektivní hranice znázorňuje křivku, která kombinuje riziko a očekávané náklady dluhových portfolií, které obsahují pouze dluhopisy s jednou konkrétní konstantní splatností. Dluhopis v tomto portfoliu je vydáván vždy s konstantní dobou do splatnosti, tj. neuvažují se znovuotevření, a v den své splatnosti je nahrazen dluhopisem opět s touto konstantní dobou do splatnosti. Efektivní hranice představuje takovou hranici kombinace rizika a očekávaných nákladů, která nemůže být

žádným jiným alternativním dluhovým portfoliem překročena. Neexistuje tedy žádné dluhové portfolio, které by umožňovalo snížit riziko a zároveň očekávané náklady pod riziko a očekávané náklady portfolií obsahující pouze dluhopisy s konstantní dobou do splatnosti.

Všechna alternativní dluhová portfolia v provedené analýze jsou založena na skutečném dluhovém portfoliu k 31. prosinci 2012. Veškeré financování hrubé výpůjční potřeby stejně jako refinancování státních pokladničních poukázek v následujících letech pak probíhá ve dnech skutečně plánovaných aukcí pouze pomocí dluhopisů dle definice alternativního portfolia (bez uvažování znovuotevření emisí). Efektivní hranice je tvořena sedmi alternativními dluhovými portfolii obsahující skutečné dluhové portfolio a nově vydané dluhopisy s konstantní dobou do splatnosti. Tyto dluhopisy jsou: 3měsíční a 12měsíční státní pokladniční poukázka a 3leté, 5leté, 7leté, 10leté a 15leté střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy. Kromě sedmi alternativních portfolií ležících na efektivní hranici Ministerstvo analyzovalo ještě dalších sedm alternativních portfolií s instrumenty, která více odpovídají reálné poptávce investorů. Těchto sedm alternativních portfolií je vytvořeno analogicky jako portfolia ležící na efektivní hranici, když je tvoří skutečné dluhové portfolio ke konci roku 2012 a mix státních dluhopisů s různými splatnostmi, pomocí kterých je financována hrubá výpůjční potřeba centrální vlády v následujících letech.

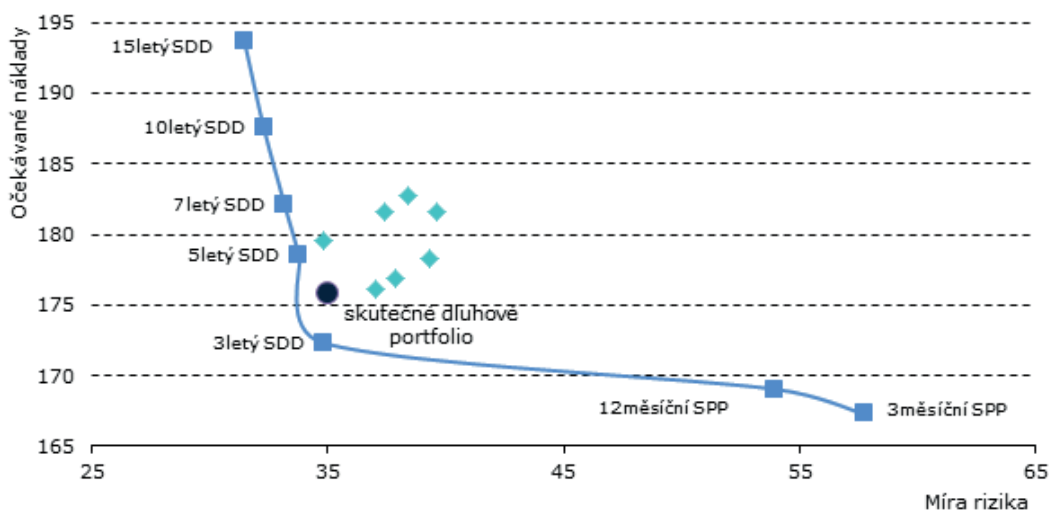
Dvě alternativní portfolia počítají s nulovou čistou emisí státních pokladničních poukázek ve všech letech, přičemž v prvním portfoliu jsou rovnoměrně vydávány státní dluhopisy se splatností 3, 5, 7, 10 a 15 let. V případě druhého portfolia jsou vydávány rovněž dluhopisy s různými dobami do splatnosti, přičemž je zajištěna průměrná doba do splatnosti celého dluhového portfolia ke konci každého roku na úrovni 6,0 roku. Třetí alternativní portfolio financuje hrubou výpůjční potřebu a refinancuje státní pokladniční poukázky pouze 10letými státními dluhopisy a 12měsíčními státními pokladničními poukázkami. V případě čtvrtého a pátého alternativního portfolia jsou emitovány rovnoměrně státní pokladniční poukázky se splatností 3 a 12 měsíců a státní dluhopisy se splatností 10 a 15 let, přičemž v jednom případě se zvolené instrumenty emitují rovnoměrně a ve druhém je dodržena splatnost celého nově vydaného dluhu ke konci každého roku na úrovni 5,5 roku. V případě šestého a sedmého alternativního portfolia jsou vydávány 3leté, 5leté, 7leté, 10leté a 15leté státní dluhopisy

¹ Dobou do splatnosti je v případě celé koncepce analýzy efektivní hranice myšlena doba do refixace.

a 3měsíční a 12měsíční státní pokladniční poukázky, přičemž pro jednu strategii jsou dluhové instrumenty vydávány rovnoměrně a ve druhém případě jsou vydávány z jedné poloviny státní pokladniční poukázky a z druhé poloviny střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy, přičemž poměr splatností v rámci jednotlivých skupin je rovnoměrný.

Očekávané náklady jednotlivých dluhových portfolií představují kumulované očekávané náklady na obsluhu státního dluhu v letech 2013 až 2015. Pro určení míry rizika jednotlivých dluhových portfolií je využit kumulovaný ukazatel CaR 99% v letech 2013 až 2015, konkrétně se jedná o tzv. relativní CaR, který je konstruován jako rozdíl hodnoty ukazatele CaR 99% a očekávaných nákladů.

Obrázek 46: Efektivní hranice a alternativní dluhová portfolia (mld. Kč)



Zdroj: MF

Z grafu je patrné, že žádné alternativní ani skutečné dluhové portfolio, které obsahuje mix státních dluhopisů s různými dobami do splatnosti, neleží na efektivní hranici. Skutečné dluhové portfolio obsahující současnou skutečnou strategii financování hrubé výpůjční potřeby se však efektivní hranici blíží více než většina ostatních uvažovaných alternativních dluhových portfolií obsahující státní dluhopisy s různými splatnostmi. Pro dosažení srovnatelné polohy skutečného dluhového portfolia mezi alternativními portfolii je nutné provést očištění od vlivu zновуotevíraných emisí. Zновуotevírání emisí vede v krátkém simulačním horizontu k nadhodnocení rizika i očekávaných nákladů. Pokud je uvažován dlouhodobější simulační rámec nebo

pokud jsou náklady na zновуotevírané dluhopisy aktualizovány, nadhodnocení rizika i očekávaných nákladů vymizí.

V kontextu analýzy efektivní hranice je nutno podotknout, že neexistuje optimální portfolio, které lze získat kvantitativní optimalizací. V reálném světě, kde nelze vydávat v každé aukci novou emisi dluhopisů a nezohledňovat požadavky investorů, lze zvolit pouze takové portfolio, které se bude efektivní hranici co nejvíce přibližovat. Volba části efektivní hranice, kde k tomuto přiblížení portfolia k efektivní hranici dojde, je závislá především na preferenci či averzi k riziku, kterou musí učinit management.

Měnové riziko

Měnové riziko je dalším tržním rizikem, kterému je vystaveno portfolio státního dluhu. Počínaje rokem 2011 Ministerstvo toto riziko aktivně řídí. V této souvislosti Ministerstvo rozlišuje cizoměnovou expozici státního dluhu a cizoměnový státní dluh. Cizoměnový státní dluh představuje celkovou jmenovitou hodnotu dluhového portfolia denominovanou v cizí měně. Cizoměnová expozice státního dluhu vypovídá o reálném tržním riziku, kterému je cizoměnový

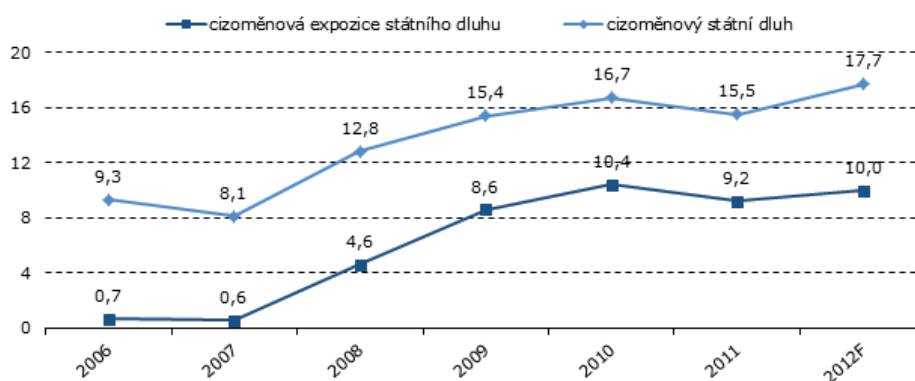
dluh vystaven z titulu pohybu měnových kurzů. Cizoměnová expozice státního dluhu je ovlivněna především derivátovými transakcemi, které zajišťují část cizoměnového dluhu proti nepříznivému vývoji měnových kurzů. Klíčovým ukazatelem zavedeným v souvislosti s řízením měnového rizika je **podíl cizoměnové expozice státního dluhu** na celkovém státním dluhu, pro který byla stanovena strategická limitní hranice ve výši 15 % + 2 p.b.

Pro rok 2013 ponechává Ministerstvo v souladu se střednědobou strategií řízení měnového rizika dluhového portfolia limitní hranici pro podíl cizoměnové expozice státního dluhu na celkovém státním dluhu ve výši **15 % + 2 p.b.** Opět platí, že dlouhodobé překročení 15% hranice není možné. Podíl cizoměnové expozice státního dluhu na celkovém státním dluhu může překročit limitní hranici 15 % až o 2 p.b., což však slouží pouze ke krátkodobému překlenutí nenadálé deprecie domácí měny.

Ke konci roku 2012 je predikována hodnota podílu cizoměnové expozice státního dluhu na celkovém státním dluhu na úrovni 10,0 % a pohybuje se tak bezpečně pod svojí limitní hranicí. Oproti konci roku 2011 došlo k nárůstu ukazatele o 0,8 p.b. Podíl cizoměnového státního dluhu na celkovém státním dluhu ke konci roku 2012 predikuje Ministerstvo na úrovni 17,7 %, když oproti konci roku 2011 došlo k nárůstu ukazatele o 2,2 p.b. K nárůstu obou ukazatelů během roku 2012 došlo z důvodu vydání dvou tranší šesté veřejně syndikované zahraniční emise denominovaná v měně euro.

Dne 24. února 2012 byla v souladu se Strategií na rok 2012 vydána šestá veřejná syndikovaná zahraniční emise denominovaná v měně euro v celkové jmenovité hodnotě 2,0 mld. euro se splatností v roce 2022, s fixním kuponem ve výši 3,875 % a s výnosem do splatnosti ve výši 3,977 % (MS+160 bazických bodů). Dne 5. října 2012 vydalo Ministerstvo druhou tranši této emise v celkové jmenovité hodnotě 750,0 mil. euro s výnosem do splatnosti ve výši 2,871 % (MS+116 bazických bodů). Dosažené výnosy do splatnosti potvrdily atraktivitu České republiky jako emitenta státních dluhopisů mezi zahraničními investory v době vysoké nejistoty ohledně budoucího vývoje v eurozóně. Úsporná politika současné vlády v podobě fiskální konsolidace veřejných financí je na zahraničních trzích nadále pozitivně vnímána. Druhou tranší bylo dosaženo historicky nejnižšího výnosu do splatnosti, kterého Česká republika dosáhla na zahraničních finančních trzích.

Obrázek 47: Cizoměnová expozice a cizoměnový státní dluh v letech 2006 až 2012 (%)



Zdroj: MF

Ministerstvo rovněž sleduje podíl cizoměnové expozice denominované v měně euro vůči celkové cizoměnové expozici státního dluhu. Dominance eura v cizoměnové expozici je patrná od roku 2009. Ke konci roku 2012 Ministerstvo predikuje podíl cizoměnové expozice denominované v eurech vůči celkové cizoměnové expozici státního dluhu ve výši 89,5 %, když oproti konci

roku 2011 dochází k nárůstu hodnoty ukazatele o 2,9 p.b. Tento nárůst je opět způsoben vydáním dvou tranší šesté veřejně syndikované zahraniční emise denominované v měně euro v průběhu roku 2012. Ve střednědobém horizontu Ministerstvo nepředpokládá změnu přeskupení poměru měn v cizoměnové expozici státního dluhu.

Tabulka 27: Cizoměnová expozice státního dluhu v EUR v letech 2006 až 2012 (%)

2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012F
5,9	6,2	5,7	84,3	87,9	86,6	89,5

Zdroj: MF

Riziko likvidity státní pokladny

Státní pokladna se v průběhu roku vypořádává s významnými výkyvy v denních příjmech i výdajích. Aby mohla být zajištěna plynulost při financování běžného chodu státu včetně bezproblémového a hladkého fungování dluhové služby, byl na základě § 33 rozpočtových pravidel zřízen korunový souhrnný účet státní pokladny, který je veden ČNB a představuje základní technický nástroj efektivnějšího řízení likvidity státu a financování salda státního rozpočtu v průběhu kalendářního roku.

V roce 2001 byly zařazeny pod souhrnný účet státní pokladny příjmové a výdajové účty státního rozpočtu, běžné účty státních finančních aktiv, běžné účty finančních a celních úřadů a účet řízení likvidity státní pokladny. Dne 3. října 2005 byl souhrnný účet státní pokladny rozšířen o účty rezervních fondů a fondů kulturních a sociálních potřeb organizačních složek státu. Od 1. února 2012 byl přiřazen také privatizační účet bývalého Fondu národního majetku.

O dalším rozšíření souhrnného účtu státní pokladny se v současné době jedná na úrovni Poslanecké sněmovny Parlamentu České republiky, kam byl Senátem Parlamentu České republiky vrácen návrh novely rozpočtových pravidel. Schválení novely by s sebou přineslo významné změny v rámci systému souhrnného účtu a rovněž značné posílení likviditní pozice státu, čímž by bylo dále sníženo riziko likvidity státní pokladny. Nová podoba rozpočtových pravidel by rovněž vytvořila nové možnosti pro snižování nákladů financování státního dluhu a přispěla by tak k reformnímu vládnímu úsilí o fiskální konsolidaci.

Novela rozlišuje dva typy klientů státní pokladny. Klienti, jejichž účty by na základě novely spadaly pod souhrnný účet státní pokladny povinně, musejí převést všechny své prostředky na účty zřízené u ČNB, přičemž nesmějí mít vedeny účty u komerčních bank, aby nedocházelo k vyvádění prostředků mimo peněžní prostředky státní pokladny. Jedná se o účty cizích prostředků, státních příspěvkových organizací, Pozemkového fondu ČR, státních fondů a Národního fondu. Klienti, jejichž účty jsou zapojeny pod souhrnný účet státní pokladny nepovinně, své účty u komerčních bank mohou zachovat. U ČNB musí mít povinně zřízeny běžné účty určené pouze k příjmu dotací či návratných finančních výpomocí ze státního rozpočtu, státních fondů nebo Národního fondu. V případě rozpočtového určení daní budou moci tyto klienti požádat o jejich zaslání na účty u komerčních bank a v případě, že takto neučiní, tyto prostředky jim budou zasílány také na jejich účty vedené u ČNB v rámci souhrnného účtu. Tyto prostředky však mohou okamžitě a bez omezení

převádět z ČNB na své libovolné účty mimo souhrnný účet státní pokladny do komerčních bank. Novelou rozpočtových pravidel by se mezi účty spadající pod souhrnný účet státní pokladny nepovinně zařadily účty Správy železniční a dopravní cesty, územních samosprávných celků a dobrovolných svazků obcí, Regionálních rad regionů soudržnosti, veřejných výzkumných institucí, veřejných vysokých škol a účty dalších právnických osob vedených se souhlasem Ministerstva u ČNB.

Novela rozpočtových pravidel rovněž umožní založení souhrnného účtu státní pokladny vedeného v jednotné evropské měně euro, jehož zůstatky budou moci být investovány na finančním trhu. Zároveň zakládá možnost vzniku souhrnných účtů vedených také v jiných měnách, a to po dohodě Ministerstva s ČNB.

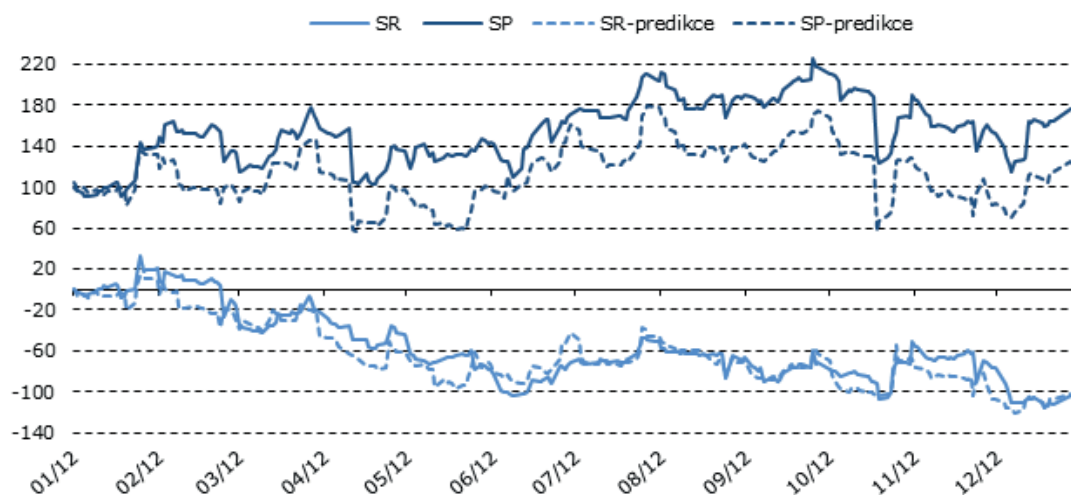
Ačkoli rozšíření počtu právnických osob, jejichž účty spadají pod souhrnný účet státní pokladny, přináší i některá rizika spojená s nejistotou ohledně vývoje zůstatků na těchto účtech, s přílivem dalších peněžních prostředků do státní pokladny dojde k dalšímu posílení pozice státu na finančních trzích, čímž se otevírá další rozměr na cestě k modernizaci řízení vládních financí, dosahování rozpočtových úspor a snižování nákladů na obsluhu státního dluhu.

Vzhledem k tomu, že neexistuje jistota ohledně schválení novely rozpočtových pravidel v letošním roce, nelze zahrnout předpoklady o dalších peněžních prostředcích souhrnného účtu státní pokladny do strategických plánů pro následující rok a ve střednědobém výhledu. Odhad vývoje salda státní pokladny tedy vychází pouze ze současně platného stavu legislativy, a proto nelze vyloučit, že dojde k zásadním změnám Strategie v průběhu příštího roku. V tomto případě Ministerstvo předpokládá rovněž možnost revize této Strategie na základě zkušeností s implementací a provozem nového systému řízení likvidity státní pokladny v návaznosti na související rozvoj IISSP v oblasti řízení výdajů státního rozpočtu. Jelikož je vývoj salda státní pokladny ovlivněn všemi jejími složkami, legislativní nejistota násobí nejistotu spojenou s vývojem salda státního rozpočtu, z něhož mohou pramenit velké odchylky skutečnosti od předpokládaného stavu, což se týká i úspěšnosti emisní činnosti pro krytí schodku státního rozpočtu a splátek státního dluhu. Podkladem pro efektivní řízení likvidity státní pokladny a základním nástrojem řízení a minimalizace rizika narušení hladké realizace rozpočtové politiky vlády jsou predikce všech složek státní pokladny včetně rezervy peněžních prostředků.

V letošním roce bylo možné pozorovat odchylky skutečného a predikovaného vývoje zejména od února, kdy byla uskutečněna zahraniční emise, načež docházelo k postupné konverzi eurových prostředků, která nebyla predikována a která navýšila stav státní pokladny oproti predikci. Schodek státního rozpočtu se vyvíjel v souladu s očekáváním, jisté odchylky způsobila změna

rozložení některých výdajů v čase a též čerpání evropských dotací z Národního fondu, jež byly v průběhu roku pozastaveny a k jejichž uvolnění došlo koncem října, což se pozitivně promítlo do salda státního rozpočtu. Vývoj salda státního rozpočtu a státní pokladny v průběhu prosince vychází z predikcí.

Obrázek 48: Vývoj salda státního rozpočtu a korunové státní pokladny v roce 2012 (mld. Kč)

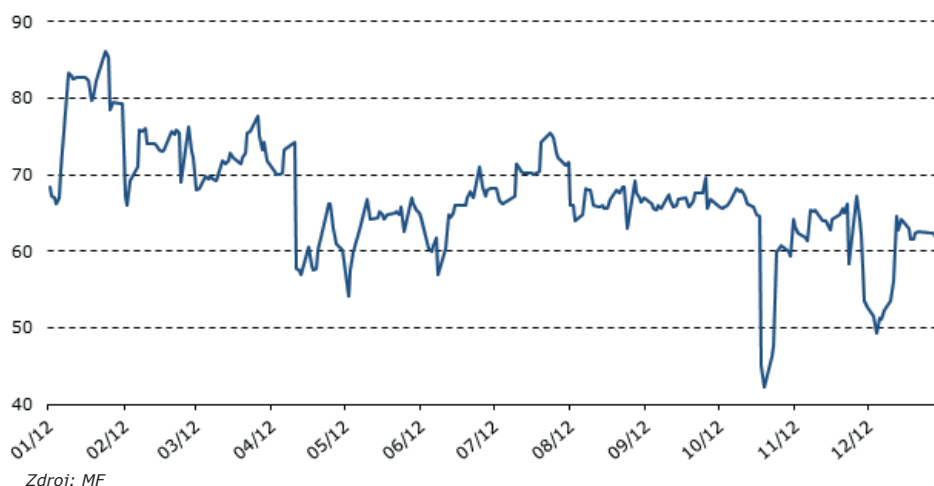


Poznámka: Predikce zveřejněné ve Strategii 2012.
Zdroj: MF

V průběhu letošního roku tvořila rezerva peněžních prostředků s několika výkyvy přibližně 50 až 80 % z celkových zdrojů státní pokladny, přičemž denní průměr činil 67 %. Díky vysokému podílu vlastních

zdrojů na celkových zdrojích státní pokladny bylo sníženo likviditní riziko spojené s financováním státního dluhu na minimum.

Obrázek 49: Korunová rezerva peněžních prostředků na celkové likviditě SP v roce 2012 (%)



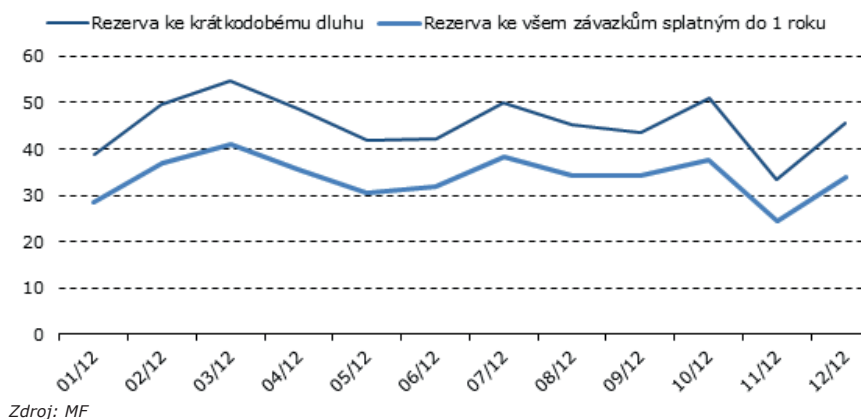
Zajištěnost proti likviditnímu riziku státní pokladny lze ilustrovat na poměru rezervy peněžních prostředků v jednotlivých měsících letošního roku a jejího poměru ke krátkodobému státnímu dluhu splatnému do 1 roku. Rezerva peněžních prostředků se pohybuje v pásmu 33 až 55 % krátkodobého státního dluhu. Oproti minulému roku došlo

k navýšení tohoto poměru na dvojnásobek vlivem navýšení rezervy financování, což je způsobeno snahou o snížení závislosti na aktuálním vývoji na finančních trzích v rámci snižování nákladů na řízení státního dluhu. Díky zvýšení rezervy peněžních prostředků lze emisní činnost omezit či rozšířit dle aktuálního vývoje výnosů státních

dluhopisů na primárním i sekundárním trhu, aniž by byla, byť jen nepatrně, ohrožena schopnost státu dostát včas veškerým závazkům a s tím související důvěryhodnost na finančních trzích.

Navíc ke konci roku dochází ke kumulaci rezervy peněžních prostředků, která může být využita k financování státního dluhu v prvních měsících roku 2013.

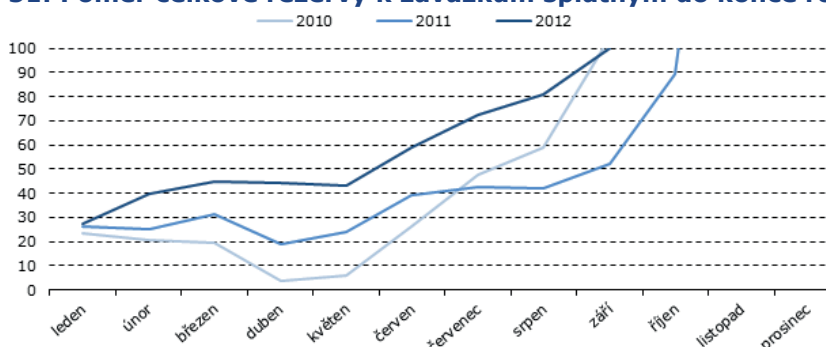
Obrázek 50: Poměr rezervy peněžních prostředků ke krátkodobému dluhu a k závazkům splatným do jednoho roku v roce 2012 (%)



Ve srovnání s předcházejícími roky došlo v letošním roce k navýšení rezervy peněžních prostředků, která musí do konce roku pokrýt veškeré očekávané letošní závazky, již začátkem roku. Jedná se o důsledek snahy o minimalizaci veškerých rizik spojených s profinancováním schodku státního rozpočtu, jakož i nákladů spojených s řízením státního dluhu oproti předešlým rokům. V roce 2010 došlo z titulu úspěšné zahraniční emise k navýšení rezervy, díky němuž došlo k profinancování ročních výpůjček již začátkem září. Jednalo se o situaci, která ještě nebyla odrazem předcházejících událostí

a nového přístupu ke kumulaci rezervy peněžních prostředků. Vzhledem ke zkušenostem s krizovým vývojem v letech 2009 a 2010 tedy dochází v následujících letech již k cílenému navýšování úrovně rezervy, a to jak z preventivních důvodů, tak z titulu zefektivňování financování státu, neboť je nutné vytvořit dostatečný prostor pro operativní přizpůsobení emisní činnosti a dalších aktivit případným změnám na finančních trzích. V letošním roce dosáhla rezerva k pokrytí všech závazků v září. Pro následující roky se předpokládá zhruba podobný průběh vývoje tohoto poměru jako v letošním roce.

Obrázek 51: Poměr celkové rezervy k závazkům splatným do konce roku (%)

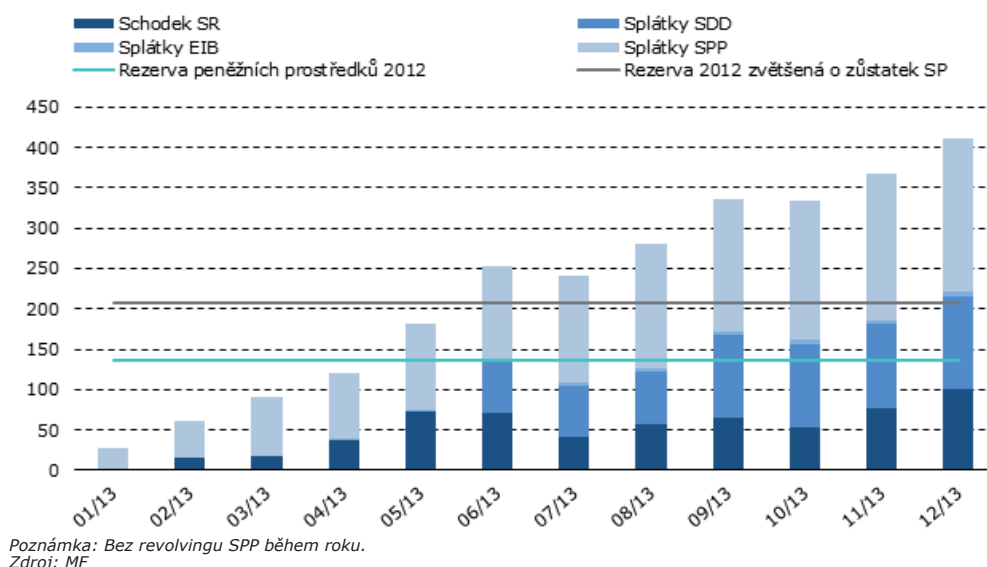


Poznámka: Poměr je definován jako podíl rezervy financování na součtu veškerých splatných závazků a operací státních finančních aktiv do konce roku.
Zdroj: MF

Výše rezervy peněžních prostředků na konci roku 2012 dosáhne 135,7 mld. Kč. Jestliže by bylo nutné spoléhat pouze na tyto vlastní zdroje v případě naprosto extrémní situace na finančním trhu, je zřejmé, že splátky dluhopisů a schodek státního rozpočtu rezervu financování pohltí již v dubnu následujícího roku. Pakliže uvážíme veškeré zdroje státní pokladny, bude zajištěno financování

státu do května 2013. Ačkoli rezerva peněžních prostředků umožní profinancovat schodek státního rozpočtu 2013, její výše nestačí k pokrytí splátek státních dluhopisů. Vzhledem k současné situaci přetrvávající nejistoty na finančních trzích je výše rezervy financování zcela přiměřená, a proto Ministerstvo plánuje pro další roky zachování její výše.

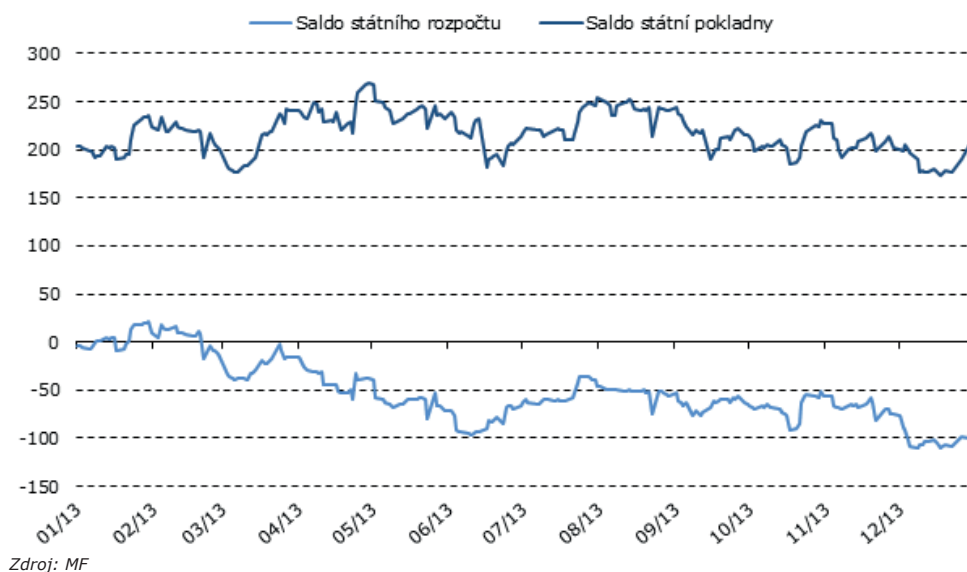
Obrázek 52: Peněžní prostředky ke konci roku 2012 a kumulovaná výpůjční potřeba v roce 2013 (mln. Kč)



Na základě současně dostupných dat byla vytvořena predikce vývoje salda státní pokladny a salda státního rozpočtu na rok 2013. Provázanost vývoje salda státní pokladny se saldem státního rozpočtu

lze pozorovat na denní bázi, jelikož rozpočtové příjmy i výdaje tvoří jednu z nejvýznamnějších, a zároveň nejvolatilnějších složek souhrnného účtu státní pokladny.

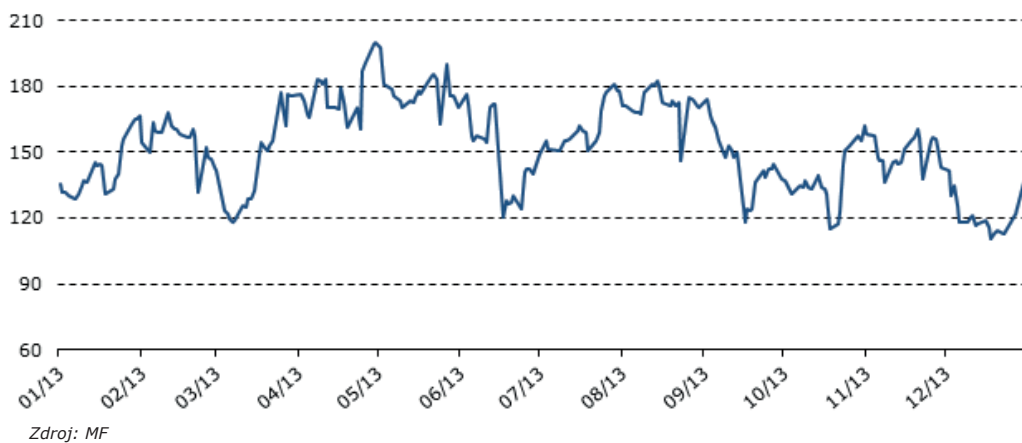
Obrázek 53: Denní predikce salda státní pokladny a státního rozpočtu pro rok 2013 (mln. Kč)



Denní vývoj výše korunové rezervy peněžních prostředků je nutné sledovat zejména pro účely plánování emisní činnosti. Nicméně v současné době, kdy se výše korunové rezervy financování pohybuje průměrně okolo 103 ml. Kč, není nutné emisní činnost soustředit do období, kde se prohlubuje schodek státního rozpočtu, nýbrž lze

ji rozprostřít rovnoměrně v rámci celého roku bez ohledu na výkyvy ve vývoji salda státního rozpočtu. Tato strategie umožňuje pružně reagovat na změnu situace na finančních trzích, a proto se ani pro následující roky neplánuje výrazné snižování rezervy peněžních prostředků, která tak napomáhá efektivnímu řízení státního dluhu.

Obrázek 54: Denní predikce rezervy peněžních prostředků pro rok 2013 (mld. Kč)



5 - Primární a sekundární trh státních dluhopisů

Primární trh státních dluhopisů a systém primárních dealerů

Dnem 1. října 2011 vstoupila v platnost *Dohoda o plnění funkce primárního dealera státních dluhopisů České republiky* (dále Dohoda), která formálně změnila status přímých účastníků aukcí státních dluhopisů na primární dealery, jejichž práva a povinnosti pak dále specifikuje. V souladu s nejlepší mezinárodní praxí tak došlo k implementaci standardizovaného institucionálního a organizačního rámce pro spolupráci Ministerstva s finančními institucemi při financování státu a řízení státního dluhu. Pouze primární dealer, jenž uzavřel tuto Dohodu s Ministerstvem, má právo se od 1. ledna 2012 účastnit aukcí v souladu s *Pravidly pro primární prodej státních dluhopisů organizovaný Českou národní bankou* (dále Pravidla).

Povinností primárního dealera je nakoupit vždy během čtyř po sobě jdoucích čtvrtletích nejméně 3 % z celkové jmenovité hodnoty státních dluhopisů prodaných v aukcích střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů, včetně nekonkurenčních částí těchto aukcí. Další významnou povinností je rovněž plnit kotační povinnosti na sekundárním trhu prostřednictvím určené elektronické obchodní platformy DETS (*Designated Electronic Trading System*) s cílem dosáhnout vysoce likvidního sekundárního trhu státních dluhopisů. Pro roky 2012 a 2013 byla touto platformou na základě rozhodnutí Výboru primárních dealerů vybrána platforma MTS Czech Republic, která byla uvedena do provozu k datu 1. července 2011.

Primárnímu dealerovi náleží právo exkluzivního přístupu do aukcí státních dluhopisů a operací Ministerstva na sekundárním trhu jako jsou zpětné odkupy a výměny státních dluhopisů, přímé sekundární prodeje, zápůjční facility nebo repo

operace. Primární dealeri jsou také protistranami Ministerstva při realizaci zahraničních emisí, privátních umístění a jiných finančních operací. Primární dealeri mají také exkluzivní právo účastnit se pravidelných setkání se zástupci Ministerstva, minimálně jednou za čtvrtletí, a podílet se mimo jiné na přípravě emisních kalendářů státních dluhopisů a navrhnout alternativní instrumenty financování výpůjční potřeby státu, včetně navazujících operací pro řízení rizik.

Nové znění Dohody, které vejde v platnost od 1. ledna 2013, nemění status primárního dealera ani zásadním způsobem neovlivňuje jeho práva a povinnosti, ale pouze striktněji specifikuje postup v případě neplnění dvou základních povinností na primárním a sekundárním trhu. Nové znění Dohody nese rovněž nový název *Dohoda o výkonu práv a povinností primárního dealera českých státních dluhopisů*.

Nová metodika hodnocení primárních dealerů, jež vstoupila v platnost podpisem Dohody k 1. říjnu 2011 a dále prošla revizí v souvislosti s novou verzí Dohody od roku 2013, vychází za účelem dosažení celkového a objektivního vyhodnocení ze třech kritérií. Přiblížením vah pro kritéria A. a B. zohledňuje posílení významu sekundárního trhu, které umožní ocenění aktivních tvůrců trhu v relaci k výkonnosti v aukcích státních dluhopisů na primárním trhu. Maximální hodnocení každého primárního dealera může dosáhnout 100 bodů, přičemž toto hodnocení je počítáno na relativní bázi. Činnost primárních dealerů je takto hodnocena čtvrtletně vždy za uplynulá čtyři čtvrtletí. Aktuální hodnocení je zveřejňováno poslední pracovní den v měsíci následujícím po konci daného čtvrtletí.

Tabulka 28: Kritéria hodnocení primárních dealerů platná k 1. lednu 2013

A. Primární trh	45 b	B. Sekundární trh	40 b	C. Kvalitativní kritéria	15b
A.1. Podíl na primárním trhu SDD	25 b	B.1. Hodnocení kotační povinnosti na DETS	9 b	C.1. Derivátové operace	8 b
A.2. Spolehlivost aukční poptávky	5 b	B.2. Kvalita kotační činnosti na DETS	9 b	C.2. Marketing a poradenství	7 b
A.3. Aukční cenová strategie	5 b	B.3. Objemy obchodované na DETS	9 b		
A.4. Pravidelnost účasti v aukcích	2,5 b	B.4. Operace Ministerstva financí na sekundárním trhu	9 b		
A.5. Podíl na primárním trhu SPP	7,5 b	B.5. Cenová strategie přímých prodejů a zpětných odkupů	4 b		

Zdroj: MF

V rámci hodnocení kritéria A. aktivity na primárním trhu je sledován podíl daného primárního dealera na primárním trhu státních dluhopisů, tedy podíl akceptovaných nabídek v aukcích státních dluhopisů za hodnocené období. Poměrem akceptovaných nabídek k nákupu k celkové jmenovité hodnotě podaných nabídek k nákupu Ministerstvo sleduje ochotu investorů držet střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy. Mezi důležité aspekty hodnocení účasti na primárním trhu se rovněž řadí aukční cenová strategie, kde Ministerstvo oceňuje ochotu primárních dealerů zaplatit nejvyšší cenu váženou jmenovitou hodnotou aukce státních dluhopisů a dobou do splatnosti. V dalším subkritériu je primární dealer hodnocen lépe, pokud je pravidelným účastníkem aukcí bez ohledu na hodnocené období. Maximální počet bodů v posledním subkritériu obdrží primární dealer, který upíše nejvyšší podíl státních pokladničních poukázek prodaných Ministerstvem v daném období.

Kvantitativní hodnocení v rámci kritéria B., které vychází zejména z dostupných statistických a monitorovacích nástrojů platformy MTS Czech Republic, se soustředí na kótační činnost, její kvalitu, zobchodované objemy a obchody s Ministerstvem. Hodnocení plnění kótačních povinností je dále předmětem prvního subkritéria. Kvalitou kótační činnosti se rozumí hodnocení průměrného kotovaného rozpětí váženého časem a celkovou jmenovitou hodnotou, jež je dále zohledněno dobou do splatnosti daného dluhopisu. Obdobně se i u dalšího subkritéria zobchodované objemy váží dobou do splatnosti dluhopisu. U následujícího subkritéria je primární dealer hodnocen na základě podílu celkové jmenovité hodnoty jím uskutečněných obchodů (typu repo operace, buy/sell back operace, depo, přímé prodeje státních dluhopisů na sekundárním trhu nebo zpětné odkupy a výměny státních dluhopisu před datem jejich splatnosti) k celkové jmenovité hodnotě uskutečněných obchodů za hodnocené období. Od roku 2013 bude nově zařazené páté subkritérium hodnotit ochotu primárních dealerů platit nejvyšší cenu, resp. získat nejnižší cenu váženou celkovou jmenovitou hodnotou a dobou do splatnosti v rámci přímých prodejů, resp. zpětných odkupů státních dluhopisů na sekundárním trhu.

Kvalitativní hodnocení v rámci kritéria C. se zaměřuje na derivátové operace, marketing a poradenství. Primární dealeri jsou hodnoceni vzestupně v závislosti na jimi poskytnutých cenách různých derivátových instrumentů. Ministerstvo dále hodnotí kvalitu činnosti v oblasti poradenství, schopnosti spolupráce a sdílení informací, lidských a technických zdrojů vztahujících se k řízení rizik a optimalizaci dluhového portfolia.

Česká republika má v současné době 13 níže uvedených primárních dealerů českých státních dluhopisů. Tento počet se během roku 2012 nezměnil a v průběhu roku 2013 se předpokládá přistoupení maximálně jedné zahraniční instituce do skupiny primárních dealerů.

Tabulka 29: Primární dealeri českých státních dluhopisů

Primární dealeri českých státních dluhopisů pro období 1. ledna 2013 – 31. prosince 2013

Barclays Bank Plc
Citibank Europe plc
Česká spořitelna, a.s.
Československá obchodní banka, a. s.
Deutsche Bank AG
Goldman Sachs International
HSBC Bank plc
ING Bank N. V.
J. P. Morgan Securities plc
Komerční banka, a.s.
PPF banka, a.s.
The Royal Bank of Scotland plc
UniCredit Bank Czech Republic, a.s.

Zdroj: MF

Pro rok 2013 nejsou plánovány žádné významné úpravy Pravidel a předpokládá se jejich stávající znění účinné k datu 1. ledna 2012, včetně možnosti organizace aukcí až dvou SDD v jeden aukční den, stávajících podmínek konkurenční části aukce SDD a stávajících podmínek přístupu primárních dealerů do nekonkurenční části aukce SDD.

Sekundární trh státních dluhopisů a MTS Czech Republic

Efektivní a transparentní domácí trh státních dluhopisů je nutnou podmínkou pro realizaci emisní činnosti státu a pro zajištění hladkého a nákladově efektivního financování v dlouhodobém horizontu. Vzhledem ke skutečnosti, že nejméně 80 % státního dluhu je obvykle financováno na domácím trhu, je transparentní tvorba cen dluhopisů na sekundárním trhu korunových státních dluhopisů zároveň významným faktorem, který určuje výši úrokových nákladů na dluhovou službu.

Ve shodě se strategickým cílem pro rok 2011 byla ke dni 1. července 2011 technicky zprovozněna elektronická platforma MTS Czech Republic pro sekundární trh korunových státních dluhopisů. Dne 11. července 2011 byl zahájen pilotní provoz, na který po třech měsících kontinuálně navázal provoz ostrý. Platforma MTS Czech Republic umožňuje nezpochybnitelné monitorování chování tržních účastníků a dodržování stanovených pravidel v reálném čase jako podklad pro následné hodnocení jejich výkonnosti a bonifikaci. Implementace této platformy také umožnila rozšířit okruh primárních dealerů o nové zahraniční tvůrce domácího trhu.

Česká divize MTS je řízena zástupci Ministerstva společně se zástupci primárních dealerů prostřednictvím řídicího výboru MTS Czech Republic v souladu s platnými tržními pravidly. Hlavním úkolem tohoto výboru je implementovat a nadále aktualizovat tržní pravidla a monitorovat jejich dodržování ze strany tržních účastníků. Implementace vyžadovala významnou redefinici podmínek účasti v obchodním systému, stanovení práv a povinností primárních dealerů a Ministerstva, nastavení koteční povinnosti tvůrců trhu, následný monitoring tržní aktivity a jeho hodnocení. S tím také souvisí obnovení statusu tzv. benchmarkových emisí českých státních dluhopisů, které jsou nově od 1. října 2011 předmětem většinového hlasování v rámci Výboru MTS Czech Republic. Seznam benchmarkových dluhopisů prochází během období změnami v důsledku blížící se splatnosti státních dluhopisů a vzhledem ke snaze udržovat stabilní počet 8 až 10 emisí státních dluhopisů s tímto statutem.

Tabulka 30: Benchmarkové emise SDD v roce 2012

Číslo emise	Název emise	ISIN	kupon	Datum splatnosti
59. emise ¹	ČR, 2,80 %, 13	CZ0001002729	2,80 %	16.09.2013
62. emise	ČR, 2,75 %, 14	CZ0001002869	2,75 %	31.03.2014
60. emise	ČR, 3,40 %, 15	CZ0001002737	3,40 %	01.09.2015
55. emise	ČR, VAR %, 16	CZ0001002331	PRIBOR 6M	27.10.2016
51. emise	ČR, 4,00 %, 17	CZ0001001903	4,00 %	11.04.2017
41. emise ²	ČR, 4,60 %, 18	CZ0001000822	4,60 %	18.08.2018
56. emise	ČR, 5,00 %, 19	CZ0001002471	5,00 %	11.04.2019
61. emise	ČR, 3,85 %, 21	CZ0001002851	3,85 %	29.09.2021
58. emise	ČR, 5,70 %, 24	CZ0001002547	5,70 %	25.05.2024

¹ Emise byla zařazena mezi benchmarkové do 15. 6. 2012.

² Emise byla zařazena mezi benchmarkové od 1. 4. 2012.

Zdroj: MF

Tabulka 31: Benchmarkové emise SDD od 1. ledna 2013

Číslo emise	Název emise	ISIN	kupon	Datum splatnosti
60. emise	ČR, 3,40 %, 15	CZ0001002737	3,40 %	01.09.2015
55. emise	ČR, VAR %, 16	CZ0001002331	PRIBOR 6M	27.10.2016
51. emise	ČR, 4,00 %, 17	CZ0001001903	4,00 %	11.04.2017
41. emise	ČR, 4,60 %, 18	CZ0001000822	4,60 %	18.08.2018
56. emise	ČR, 5,00 %, 19	CZ0001002471	5,00 %	11.04.2019
61. emise	ČR, 3,85 %, 21	CZ0001002851	3,85 %	29.09.2021
52. emise	ČR, 4,70 %, 22	CZ0001001945	4,70 %	12.09.2022
58. emise	ČR, 5,70 %, 24	CZ0001002547	5,70 %	25.05.2024

Poznámka: Benchmarkový status budou mít také všechny nové emise fixně úročených korunových SDD se splatnostmi 2016, 2019 a 2028, které budou postupně vydány v průběhu roku 2013.

Zdroj: MF

Primární dealer, který splňuje povinnosti tvůrce sekundárního trhu, kotuje „bid“ a „offer“ ceny u všech povinně kotovaných dluhopisů v minimálním kotované celkové jmenovité hodnotě, jež se různí dle doby do splatnosti a minimálně 5 hodin během jednoho obchodního dne. Kotované ceny se však musí nacházet v rámci konkurenčního rozpětí, které se stanovuje na denní bázi u každého povinně

kotovaného státního dluhopisu jako vážený průměr kotovaných rozpětí všech primárních dealerů násobený koeficientem $k = 1,5$. Tato metodika a kvantitativní kritéria byla nastavena po vzájemné diskusi ve Výboru MTS Czech Republic a příslušné kalkulace jsou dostupné všem účastníkům systému. Hodnocení výkonnosti a aktivity účastníků probíhá na měsíční bázi.

Tabulka 32: Splatnostní koše dle minimální kotované jmenovité hodnoty na MTS

A	Dluhopisy se splatností 1,25 až 3,5 let	50 mil. Kč
B	Dluhopisy se splatností 3,5 až 6,5 let	50 mil. Kč
C	Dluhopisy se splatností 6,5 až 13,5 let	40 mil. Kč
D	Dluhopisy se splatností 13,5 let a více	30 mil. Kč

Zdroj: MF

Průměrné tržní rozpětí (*Market Average Spread – MAS*) daného povinně kotovaného dluhopisu se počítá jako skalární součin průměrného časově váženého rozpětí S během nejlepších pěti hodin kotovaného daným primárním dealerem v průběhu daného obchodního dne:

$$MAS_{o,d} = \frac{\sum_{i=1}^{PD} \sum_{n=1}^{SQ_{o,d,i}} S_{i,d,o} \times (t'_{n,i,d,o} - t_{n,i,d,o})}{\sum_{i=1}^{PD} \sum_{n=1}^{SQ_{o,d,i}} (t'_{n,i,d,o} - t_{n,i,d,o})}$$

Konkurenční tržní rozpětí (*Market Competitive Spread – MCS*) daného povinně kotovaného dluhopisu se počítá jako násobek průměrného tržního rozpětí. Stanovení koeficientu k probíhá průběžně ve spolupráci s primárními dealery. Hodnota koeficientu k v současné době činí 1,5:

$$MCS_{o,d} = k \times MAS_{o,d}$$

Pro daný povinně kotovaný dluhopis se plnění kótační povinnost (*Compliance Ratio – CR*) pohybuje v intervalu mezi 0 a 1 (resp. 0 až 100 %) v závislosti na počtu kotovaných hodin během daného obchodního dne, kdy daný primární dealer kotuje ceny daného povinně kotovaného dluhopisu v rámci konkurenčního tržního rozpětí u daného povinně kotovaného dluhopisu a v minimální kotované jmenovité hodnotě:

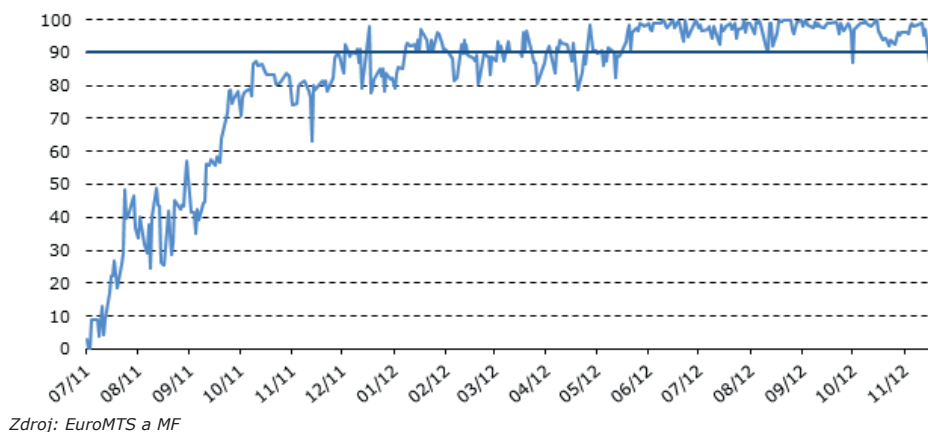
$$CR_{o,d,i} = \sum_{n=1}^{SQ_{o,d,i}} \left[\text{IF} \left(S_{i,d,o} \leq MCS_{o,d} \cdot \frac{t'_{n,i,d,o} - t_{n,i,d,o}}{\frac{5}{24}}; 0 \right) \right]$$

Denní plnění kótační povinnosti (*Daily Compliance Ratio – DCR*) se stanoví na základě plnění kótační povinnosti všech povinně kotovaných dluhopisů za daného primárního dealera a pro daný obchodní den. Obdobně měsíční plnění kótační povinnosti (*Monthly Compliance Ratio – MCR*) za daný měsíc se počítá jako průměr DCR za daného primárního dealera. Přičemž primární dealer splňuje kótační povinnost pokud $MCR \geq 0,9$. Tento klíčový parametr pro vyhodnocování povinností primárních dealerů dle Dohody byl odhlasován na prvním zasedání Výboru MTS Czech Republic dne 20. září 2011 a jeho stejná výše byla znovu potvrzena pro rok 2013 hlasováním na 3. zasedání tohoto výboru dne 5. října 2012.

$$DCR_{d,i} = \frac{\sum_{o=1}^{SQOB} CR_{o,d,i}}{SQOB} \quad MCR_{m,i} = \frac{\sum_{d=1}^D DCR_{d,i}}{D}$$

Vzhledem k silné volatilitě globálních dluhopisových trhů a k pilotnímu provozu bylo během druhé poloviny roku 2011 skutečné plnění kótačních povinností primárních dealerů nedostatečné. Během první poloviny roku 2012 již průměrné plnění oscilovalo kolem 90 % a ve druhé polovině letošního roku již průměrné plnění kótačních povinností pod povinnou hranici 90 % významněji neklesalo, což svědčí o významné postupné stabilizaci domácího trhu státních dluhopisů, jejíž pokračování je předpokládáno při plánování domácí emisní činnosti také v roce 2013.

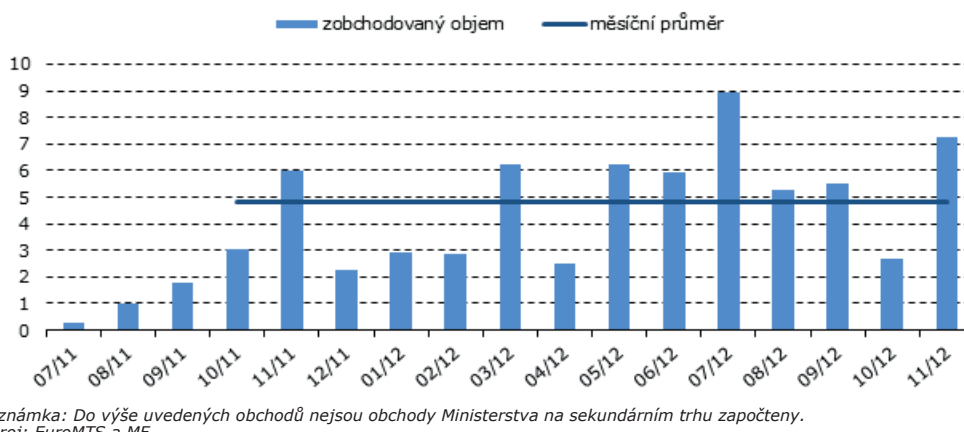
Obrázek 55: Průměrné denní plnění kótačních povinností – Daily Compliance Ratio (%)



Rovněž u zobchodovaných objemů byl patrný vzrůstající trend, který se později ustálil na rozpětí 5 až 6 mld. Kč uzavřených obchodů za měsíc, což

potvrzuje rostoucí likviditu a rostoucí význam MTS Czech Republic v rámci domácího sekundárního trhu korunových státních dluhopisů.

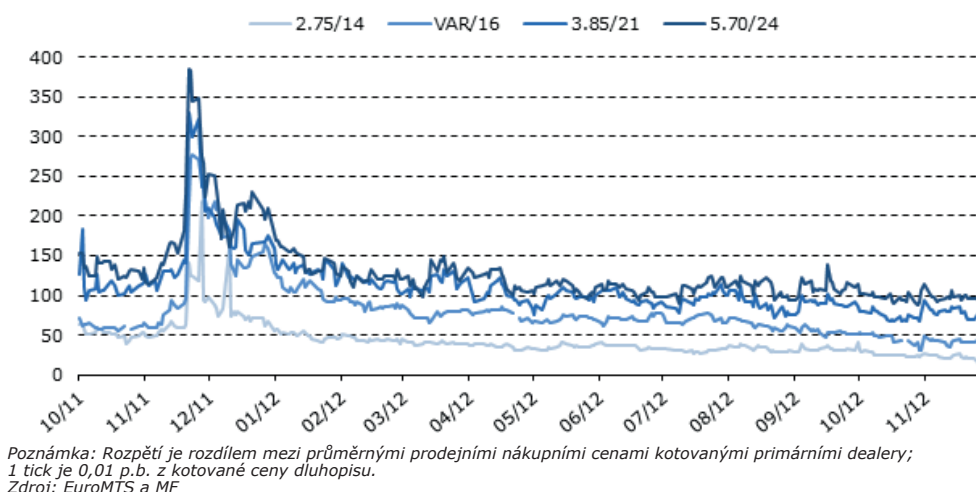
Obrázek 56: Objem uzavřených obchodů primárními dealery na MTS Czech Republic (mld. Kč)



Rozpětí „bid“ a „offer“ cen prošla na sklonku roku 2011 dramatickým vývojem. S klesající nejistotou na evropských dluhopisových trzích byl obdobný trend obnoven rovněž v případě rozpětí kotovaných cen. Ke stabilizaci trhu a postupnému snižování výše cenových rozpětí

přispěla i skutečnost, že povinné rozpětí „bid“ a „offer“ cen je postaveno na relativní bázi vůči průměru všech primárních dealerů. To umožnilo oproti pevně daným rozpětím značnou míru flexibility a adaptace na neustále se měnící a obtížně předvídatelné tržní prostředí.

Obrázek 57: Průměrné rozpětí cen benchmarkových emisí SDD na MTS Czech Republic (ticky)



Strategie rozvoje sekundárního trhu prostřednictvím MTS Czech Republic se soustředí zejména na plnou funkčnost a bezproblémový chod systému. Velice pozitivně vnímá Ministerstvo vývoj plnění kotečních povinností

ze strany primárních dealerů. Zápůjční facility, zpětné odkupy a přímé prodeje budou v průběhu roku 2013 nadále aktivně využívány nástroji Ministerstva při jeho přímém působení na sekundárním trhu.

Operace Ministerstva na sekundárním trhu

Plán Ministerstva ze Strategie na rok 2012, tedy dokončení testovacích transakcí v prosinci 2011 a využívání funkcionality „Treasury Operations“ v průběhu roku 2012, byl naplněn. Operace Ministerstva prováděné prostřednictvím platformy MTS Czech Republic, tzn. zpětné odkupy státních dluhopisů před datem jejich splatnosti a přímé prodeje státních dluhopisů z vlastního portfolia Ministerstva, se staly nedílnou součástí plánované emisní činnosti a přispívají k efektivnímu řízení likvidity a refinančního rizika a podpoře likvidity domácího dluhopisového trhu.

Přímé prodeje a zpětné odkupy budou realizovány dle Dohody každou středu mezi 11 a 12 hodinou a 14 a 15 hodinou SEČ. Ministerstvo je rovněž oprávněno tyto transakce provádět v jiný obchodní den, pokud o takovém záměru informuje primární dealery nejpozději do 16 hodin SEČ v obchodní den předcházející dnu transakce. Ministerstvo nebude také provádět přímé prodeje konkrétního státního dluhopisu v týdnu, kdy se daný státní dluhopis dává do prodeje v aukci ani v týdnu předcházejícím či následujícím po této aukci.

Za účelem nejvyšší možné míry transparentnosti informuje Ministerstvo o záměru provést zpětný odkup či přímý prodej na sekundárním trhu všechny primární dealery minimálně jeden obchodní den před dnem, ve kterém má transakce proběhnout. Primárním dealerům je oznámen:

- (1) typ transakce (zpětný odkup či přímý prodej/výměna),
- (2) státní dluhopis (poptávaný v rámci zpětného odkupu či nabízený k přímému prodeji),
- (3) maximální celková jmenovitá hodnota transakce s jednotlivými státními dluhopisy,
- (4) čas, kdy budou přijímány nabídky primárních dealerů v systému,
- (5) datum vypořádání,
- (6) kontaktní osoby Ministerstva.

Ve stanovený čas přijímání objednávek primárních dealerů, mohou primární dealeri vkládat do systému cenu a celkovou jmenovitou hodnotu objednávky a Ministerstvo poté v závislosti na ceně a celkové jmenovité hodnotě objednávku přijme či odmítne. Ministerstvo může přijmout objednávky více než jednoho ale také žádného primárního dealera či kráti objednávky. Zpětné odkupy jsou prováděny na základě fixace ceny ze strany Ministerstva, kterou se může primární dealer rozhodnout akceptovat a odprodat Ministerstvu určitou celkovou jmenovitou hodnotu až do výše poptávané celkové jmenovité hodnoty Ministerstvem nebo dokud nevyprší časový limit na tuto transakci. Ministerstvo zveřejňuje

výsledek transakcí (celkovou jmenovitou hodnotu uskutečněných transakcí v rámci jednoho zpětného odkupu či přímého prodeje, počet těchto transakcí a váženou průměrnou cenu) na svých internetových stránkách k datu vypořádání transakcí. Proces provádění transakcí tak zůstane zcela transparentní.

Ministerstvo rovněž v průběhu roku 2012 zahájilo na základě Dohody a později v upravené formě dodatkem Dohody platného od 1. července 2012 realizaci krátkodobé zápůjční facility státních dluhopisů pro primární dealery. V této činnosti a v závislosti na vybudování dostatečné zásoby státních dluhopisů ve vlastním portfoliu plánuje Ministerstvo pokračovat. Dle dodatku Dohody a

nového znění Dohody účinného od 1. ledna 2013 jsou zápůjční facility dostupné formou repo operací, kdy si primární dealer může vypůjčit státní dluhopis a Ministerstvu proti tomu zapůjčí korunovou likviditu. Dohodnutá sazba, za kterou si Ministerstvo vypůjčí likviditu, musí být nižší než sazba reverzní repo operace se stejnou dobou splatnosti a ve stejné celkové jmenovité hodnotě, kterou Ministerstvo uzavírá s tímto či jiným primárním dealerem v daném okamžiku. Během roku 2012 se uskutečnilo 11 repo operací tohoto typu, jehož primárním cílem není výpůjčka korunové likvidity Ministerstvem, nejčastěji na období 14 či 30 dní, přičemž nejčastěji bylo k zajištění použito státních dluhopisů ČR, 4,00 %, 17 a ČR, 4,85 %, 57.

Tabulka 33: Operace Ministerstva na sekundárním trhu SDD v roce 2012 (mln. Kč)

	1Q	2Q	3Q	4Q	2012
Zpětné odkupy	0	2,190	6,369	7,322	15,881
50. emise, ČR, 3,55 %, 12	0	2,190	5,621	0	7,811
40. emise, ČR, 3,70 %, 13	0	0	0,748	1,353	2,101
59. emise, ČR, 2,80 %, 13	0	0	0	5,969	5,969
Přímé prodeje	1,850	0	2,697	4,594	9,141
51. emise, ČR, 4,00 %, 17	0	0	1,000	0,774	1,774
58. emise, ČR, 5,70 %, 24	1,850	0	1,047	0	2,897
53. emise, ČR, 4,85 %, 57	0	0	0,650	3,820	4,470
Celkem	1,850	2,190	9,066	11,916	25,022

*Poznámka: Přímé prodeje SDD zahrnují pouze operace uskutečněné prostřednictvím platformy MTS Czech Republic.
Zdroj: MF*

Co se týče zpětných odkupů, Ministerstvo doposud provádělo tyto operace pouze s domácími SDD se zbytkovou dobou do splatnosti do 1 roku. V průběhu roku 2013 může Ministerstvo v případě dohody s primárními dealery zahájit také zpětné odkupy SDD s delší zbytkovou dobou do splatnosti, které by se zaměřovaly zejména na méně likvidní emise SDD, které nemají

benchmarkový status a nejsou povinně kotovány primárními dealery na DETS a které by zároveň v období realizace zpětného odkupu mohly být nahrazeny prodejem SDD s benchmarkovým statutem a delší zbytkovou dobou do splatnosti tak, aby tyto operace zároveň přispěly k dosažení stanovených cílů v oblasti řízení refinančního rizika dluhového portfolia.

Tato publikace byla připravena na základě informací dostupných k 10. 12. 2012. Ministerstvo si vyhrazuje právo během roku 2013 pružně reagovat pomocí svých nástrojů na skutečný vývoj hrubé výpůjční potřeby vlády. Plnění plánovaného programu financování a vyhlášených strategických cílů bude záviset na vývoji situace na domácím a zahraničním finančním trhu z pohledu minimalizace nákladů na obsluhu státního dluhu a řízení finančních rizik.

Tato publikace je dostupná také prostřednictvím internetu na:

www.mfcr.cz/statnidluh

www.sporicidluhopisycr.cz

Odbor Řízení státního dluhu a finančního majetku

Letenská 15, 118 10 Praha 1 – Malá Strana

E-mail: podatelna@mfcr.cz, Reuters <MFCR>