



Ministerstvo financí

odbor Řízení státního dluhu  
a finančního majetku

# **ZPRÁVA**

## **O ŘÍZENÍ STÁTNÍHO DLUHU**

### **České republiky v roce**

# **2014**



30. leden 2015



# **Ministerstvo financí**

**Zpráva o řízení státního dluhu  
České republiky v roce 2014**

## **Zpráva o řízení státního dluhu České republiky v roce 2014**

30. leden 2015

Ministerstvo financí  
Letenská 15, 118 10 Praha 1  
Česká republika  
Tel.: 257 041 111  
E-mail: [pd@mfc.cz](mailto:pd@mfc.cz)

ISSN 2336-5746  
(Print)  
ISSN 2336-5854  
(On-line)

ISBN 978-80-85045-70-3  
(Print)  
ISBN 978-80-85045-72-7  
(On-line)

Vychází 1x ročně, zdarma

Elektronický archiv:  
**[www.mfcr.cz/statnidluh](http://www.mfcr.cz/statnidluh)**

# Obsah

|                                                                  |           |
|------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Úvod.....</b>                                                 | <b>9</b>  |
| <b>1 - Makroekonomický rámec a finanční trhy .....</b>           | <b>11</b> |
| Ekonomický vývoj .....                                           | 11        |
| Hospodaření sektoru vládních institucí .....                     | 12        |
| Finanční trhy.....                                               | 14        |
| Ratingové hodnocení České republiky.....                         | 17        |
| <b>2 - Výpůjční potřeba a vývoj státního dluhu .....</b>         | <b>18</b> |
| Potřeba a zdroje financování centrální vlády .....               | 18        |
| Financování hrubé výpůjční potřeby .....                         | 19        |
| Čistá výpůjční potřeba, změna a struktura státního dluhu .....   | 20        |
| Řízení likvidity státní pokladny .....                           | 23        |
| <b>3 - Program financování a emisní činnost v roce 2014.....</b> | <b>25</b> |
| Plnění programu financování .....                                | 25        |
| Střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy .....                  | 25        |
| Instrumenty peněžního trhu .....                                 | 28        |
| Ostatní dluhové instrumenty.....                                 | 29        |
| <b>4 - Řízení rizik a strategie portfolia .....</b>              | <b>30</b> |
| Refinanční riziko .....                                          | 30        |
| Úrokové riziko .....                                             | 37        |
| Měnové riziko .....                                              | 42        |
| Benchmarkové portfolio .....                                     | 42        |
| <b>5 - Výdaje na obsluhu státního dluhu.....</b>                 | <b>44</b> |
| Hotovostní a akruální vyjádření .....                            | 44        |
| Rozpočet kapitoly Státní dluh v roce 2014 .....                  | 46        |
| Cost-at-Risk státního dluhu .....                                | 49        |
| Efektivní hranice a alternativní dluhová portfolia.....          | 56        |
| <b>6 - Primární a sekundární trh státních dluhopisů.....</b>     | <b>59</b> |
| Primární dealeři státních dluhopisů České republiky.....         | 59        |
| Hodnocení primárních dealerů v roce 2014.....                    | 60        |
| Sekundární trh státních dluhopisů a MTS Czech Republic.....      | 60        |
| Operace Ministerstva na sekundárním trhu.....                    | 63        |
| <b>Příloha I .....</b>                                           | <b>66</b> |
| Metodika hodnocení primárních dealerů .....                      | 66        |
| <b>Příloha II.....</b>                                           | <b>67</b> |
| <b>Klíčové informace 2014 .....</b>                              | <b>75</b> |
| <b>Kontakty .....</b>                                            | <b>75</b> |

## Seznam tabulek

|                                                                                               |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Tabulka 1: Hlavní makroekonomické indikátory České republiky. ....                            | 11 |
| Tabulka 2: Ratingové hodnocení České republiky v roce 2014. ....                              | 17 |
| Tabulka 3: Potřeba a zdroje financování. ....                                                 | 18 |
| Tabulka 4: Financování hrubé výpůjční potřeby. ....                                           | 19 |
| Tabulka 5: Čistá výpůjční potřeba centrální vlády. ....                                       | 20 |
| Tabulka 6: Čistá výpůjční potřeba centrální vlády a změna státního dluhu. ....                | 21 |
| Tabulka 7: Stav a struktura čistého dluhového portfolia. ....                                 | 22 |
| Tabulka 8: Stav a struktura zdrojů a investiční pozice státní pokladny. ....                  | 23 |
| Tabulka 9: Výnosy z investičních operací v roce 2013 a 2014. ....                             | 24 |
| Tabulka 10: Program financování v roce 2014. ....                                             | 25 |
| Tabulka 11: Emise a splátky SSD. ....                                                         | 29 |
| Tabulka 12: Struktura krátkodobého státního dluhu. ....                                       | 31 |
| Tabulka 13: Průměrná doba do splatnosti složek státního dluhu. ....                           | 34 |
| Tabulka 14: Průměrné kuponové sazby a nákladovost korunových SDD dle roku splatnosti. ....    | 40 |
| Tabulka 15: Hotovostní diskonty a prémie SDD a rozdíl hotovostních výdajů a nákladů SDD. .... | 45 |
| Tabulka 16: Rozpočtové příjmy a výdaje kapitoly Státní dluh v roce 2014. ....                 | 46 |
| Tabulka 17: Úrokové výdaje na nově vydaný státní dluh. ....                                   | 47 |
| Tabulka 18: Čisté úrokové výdaje a Cost-at-Risk. ....                                         | 50 |
| Tabulka 19: Očekávané vs. skutečné čisté úrokové výdaje v letech 2013 a 2014. ....            | 51 |
| Tabulka 20: Vývoj kumulovaných hrubých úrokových výdajů v roce 2015. ....                     | 53 |
| Tabulka 21: Vývoj kumulovaných čistých úrokových výdajů v roce 2015. ....                     | 53 |
| Tabulka 22: Vývoj čistých úrokových výdajů v případě skokového zvýšení sazeb. ....            | 54 |
| Tabulka 23: Vývoj kumulovaných hrubých úrokových výdajů v roce 2016. ....                     | 55 |
| Tabulka 24: Vývoj kumulovaných hrubých úrokových výdajů v roce 2017. ....                     | 56 |
| Tabulka 25: Seznam primárních dealerů státních dluhopisů v letech 2014 a 2015. ....           | 59 |
| Tabulka 26: Celkové hodnocení v roce 2014. ....                                               | 60 |
| Tabulka 27: Primární trh v roce 2014. ....                                                    | 60 |
| Tabulka 28: Sekundární trh v roce 2014. ....                                                  | 60 |
| Tabulka 29: Benchmarkové emise státních dluhopisů k 31. prosinci 2014. ....                   | 61 |
| Tabulka 30: Splatnostní koše dle minimální kotované jmenovité hodnoty. ....                   | 61 |
| Tabulka 31: Jmenovitá hodnota operací Ministerstva na sekundárním trhu v roce 2014. ....      | 64 |
| Tabulka 32: Kritéria hodnocení primárních dealerů platná k 1. lednu 2015. ....                | 66 |
| Tabulka 33: Parametry státního dluhu a likvidiních státních finančních aktiv. ....            | 67 |
| Tabulka 34: Vydané korunové střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy k 31. 12. 2014. ....    | 68 |
| Tabulka 35: Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2014. ....           | 69 |
| Tabulka 36: Emise státních pokladničních poukázek v roce 2014. ....                           | 71 |
| Tabulka 37: Emise spořicíh státních dluhopisů v roce 2014. ....                               | 72 |
| Tabulka 38: Realizované zápůjční facility v roce 2014. ....                                   | 72 |
| Tabulka 39: Zpětné odkupy státních dluhopisů v roce 2014. ....                                | 73 |
| Tabulka 40: Přímé prodeje státních dluhopisů v roce 2014. ....                                | 74 |

## Seznam obrázků

|                                                                                                                      |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Obrázek 1: Růst HDP a míra nezaměstnanosti ve vybraných zemích EU v roce 2014 .....                                  | 12 |
| Obrázek 2: Saldo vládního sektoru ČR .....                                                                           | 13 |
| Obrázek 3: Dluh vládního sektoru ve vybraných zemích EU .....                                                        | 14 |
| Obrázek 4: Vývoj výnosů českých státních dluhopisů .....                                                             | 14 |
| Obrázek 5: Prémie u swapů úvěrového selhání – střední Evropa .....                                                   | 15 |
| Obrázek 6: Riziková premie „asset swap spread“ českých státních dluhopisů .....                                      | 15 |
| Obrázek 7: Rozpětí výnosů oproti německým dluhopisům .....                                                           | 16 |
| Obrázek 8: Vývoj výnosu aukcí státních pokladničních poukázek .....                                                  | 17 |
| Obrázek 9: Potřeba financování centrální vlády .....                                                                 | 19 |
| Obrázek 10: Čistá emise SDD na domácím trhu .....                                                                    | 20 |
| Obrázek 11: Čistá emise zahraničních dluhopisů .....                                                                 | 20 |
| Obrázek 12: Čistá emise státních pokladničních poukázek .....                                                        | 21 |
| Obrázek 13: Čistá změna stavu přijatých úvěrů .....                                                                  | 21 |
| Obrázek 14: Struktura dluhového portfolia .....                                                                      | 22 |
| Obrázek 15: Úroková struktura SDD prodaných v aukcích .....                                                          | 26 |
| Obrázek 16: Splatnostní struktura SDD prodaných v aukcích .....                                                      | 26 |
| Obrázek 17: Průměrný výnos a doba do splatnosti SDD v aukcích .....                                                  | 27 |
| Obrázek 18: Aukce SDD v roce 2014 .....                                                                              | 27 |
| Obrázek 19: SPP v oběhu v roce 2014 .....                                                                            | 28 |
| Obrázek 20: Aukce SPP v roce 2014 .....                                                                              | 28 |
| Obrázek 21: Struktura krátkodobého státního dluhu .....                                                              | 30 |
| Obrázek 22: Hrubý státní dluh a státní dluh se splatností do 1 roku .....                                            | 31 |
| Obrázek 23: Krátkodobý státní dluh v zemích EU .....                                                                 | 32 |
| Obrázek 24: Státní dluh dle splatnostních košů .....                                                                 | 33 |
| Obrázek 25: Průměrná splatnost státního dluhu a vyhlášené cíle .....                                                 | 33 |
| Obrázek 26: Průměrná doba do splatnosti prodaných SDD a SSD na domácím trhu .....                                    | 34 |
| Obrázek 27: Struktura státních dluhopisů dle doby do splatnosti .....                                                | 35 |
| Obrázek 28: Splatnostní profil státního dluhu a státních finančních aktiv ke konci 2014 .....                        | 35 |
| Obrázek 29: Struktura státního dluhu dle instrumentů ke konci 2014 .....                                             | 36 |
| Obrázek 30: Struktura domácích dluhopisů dle typu držitele .....                                                     | 36 |
| Obrázek 31: Struktura držitelů státních pokladničních poukázek ke konci 2014 .....                                   | 37 |
| Obrázek 32: Struktura nerezidentů držících domácí střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy ke konci roku 2014 ..... | 37 |
| Obrázek 33: Úroková refixace státního dluhu .....                                                                    | 38 |
| Obrázek 34: Úroková refixace státního dluhu do 1 roku .....                                                          | 39 |
| Obrázek 35: Struktura úrokové refixace státního dluhu do 1 roku .....                                                | 40 |
| Obrázek 36: Splatnostní profil korunových SDD dle doby do splatnosti a kuponové sazby .....                          | 41 |
| Obrázek 37: Splatnostní profil korunových fixně úročených SDD a dosaženého výnosu do splatnosti .....                | 41 |
| Obrázek 38: Doba do splatnosti SDD prodaných v aukcích v roce 2014 a benchmarkového dluhopisu .....                  | 43 |
| Obrázek 39: Výnosy korunových SDD v aukcích a výnos benchmarkového dluhopisu v roce 2014 .....                       | 43 |
| Obrázek 40: Čisté výdaje na obsluhu státního dluhu .....                                                             | 44 |
| Obrázek 41: Čisté hotovostní výdaje a akruální náklady na obsluhu státního dluhu .....                               | 44 |
| Obrázek 42: Podíl akruálních nákladů a čistých hotovostních výdajů SDD .....                                         | 45 |
| Obrázek 43: Podíl akruálních nákladů a čistých hotovostních výdajů dalších složek státního dluhu .....               | 45 |
| Obrázek 44: Čisté hotovostní a akruální úrokové náklady nového dluhu .....                                           | 48 |
| Obrázek 45: Vývoj sazeb: 6M PRIBOR, 6M EURIBOR, 2T repo sazba a výnos 12M SPP .....                                  | 48 |
| Obrázek 46: Výnosová křivka korunových státních dluhopisů .....                                                      | 49 |
| Obrázek 47: Swapová sazba a výnos do splatnosti korunového SDD .....                                                 | 49 |
| Obrázek 48: Čisté úrokové výdaje a Cost-at-Risk .....                                                                | 50 |
| Obrázek 49: Skutečné vs. simulované sazby 3M PRIBOR v roce 2014 .....                                                | 50 |
| Obrázek 50: Skutečné vs. simulované 10leté CZK swapové sazby v roce 2014 .....                                       | 51 |
| Obrázek 51: Skutečné vs. simulované hrubé úrokové výdaje v roce 2014 .....                                           | 51 |
| Obrázek 52: Simulace hrubých úrokových výdajů státního dluhu v průběhu roku 2015 .....                               | 53 |
| Obrázek 53: Simulace korunových úrokových sazeb v roce 2015 .....                                                    | 54 |
| Obrázek 54: Simulace hrubých úrokových výdajů státního dluhu v průběhu roku 2016 .....                               | 55 |
| Obrázek 55: Simulace hrubých úrokových výdajů státního dluhu v průběhu roku 2017 .....                               | 56 |
| Obrázek 56: Efektivní hranice a alternativní dluhová portfolia .....                                                 | 57 |
| Obrázek 57: Průměrné denní plnění kotečních povinností dealerů .....                                                 | 62 |
| Obrázek 58: Jmenovitá hodnota obchodů na MTS Czech Republic .....                                                    | 62 |
| Obrázek 59: Rozpětí „bid“ a „offer“ cen vybraných dluhopisů .....                                                    | 63 |
| Obrázek 60: Jmenovitá hodnota realizovaných zápujčnických facilit v roce 2014 .....                                  | 65 |

## Seznam použitých zkratek

|         |                                                                                                             |
|---------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| APEI    | Aggregate Performance Evaluation Index                                                                      |
| CaR     | Cost-at-Risk                                                                                                |
| CDCP    | Centrálního depozitáře cenných papírů                                                                       |
| CDS     | swap úvěrového selhání - credit default swap                                                                |
| CZK     | kódové označení koruny české                                                                                |
| ČNB     | Česká národní banka                                                                                         |
| ČSÚ     | Český statistický úřad                                                                                      |
| DETS    | vybraná elektronická platforma pro obchodování státních dluhopisů<br>(Designated Electronic Trading System) |
| DPH     | daň z přidané hodnoty                                                                                       |
| EA12    | eurozóna 12 zemí                                                                                            |
| ECB     | Evropská centrální banka                                                                                    |
| EIB     | Evropská investiční banka                                                                                   |
| ESA2010 | Evropský systém národních účtů 2010                                                                         |
| ESRB    | Evropská rada pro systémová rizika (European Systemic Risk Board)                                           |
| EU      | Evropská unie                                                                                               |
| EUR     | kódové označení eura                                                                                        |
| EURIBOR | referenční úroková sazba Euro Interbank Offered Rate                                                        |
| FIX     | fixně úročený                                                                                               |
| HDP     | hrubý domácí produkt                                                                                        |
| ISIN    | identifikační označení podle mezinárodního systému číslování pro identifikaci cenných papírů                |
| JCR     | ratingová agentura Japan Credit Rating Agency                                                               |
| Kč      | Koruna česká                                                                                                |
| MF      | Ministerstvo financí                                                                                        |
| mld.    | miliarda                                                                                                    |
| MTS     | Mercato Telematico Secondario                                                                               |
| OECD    | Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj                                                             |
| p. a.   | per annum                                                                                                   |
| p. b.   | procentní bod                                                                                               |
| PIIGS   | zkrácené označení Portugalska, Irska, Itálie, Řecka a Španělska                                             |
| PRIBOR  | referenční úroková sazba Prague Interbank Offered Rate                                                      |
| R&I     | ratingová agentura Rating and Investment Information, Inc.                                                  |
| RfQ     | žádosti ke kotaci (request for quote)                                                                       |
| SFA     | státní finanční aktiva                                                                                      |
| SDD     | střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy                                                                   |
| SP      | státní pokladna                                                                                             |
| SPP     | státní pokladniční poukázky                                                                                 |
| SSD     | spořicí státní dluhopisy                                                                                    |
| VAR     | variabilně úročený                                                                                          |
| VŠPS    | Výběrové šetření pracovních sil                                                                             |
| ZF      | zápůjční facilita                                                                                           |

## Úvod

Ministerstvo financí (dále Ministerstvo nebo MF) předkládá veřejnosti Zprávu o řízení státního dluhu České republiky v roce 2014 (dále Zpráva), která obsahuje podrobné shrnutí událostí v oblasti řízení státního dluhu a likvidity souhrnných účtů státní pokladny, vyhodnocení emisní činnosti státu a situace na finančních trzích v kontextu financování České republiky, analýzu vývoje státního dluhu a souvisejících výdajů státního rozpočtu na dluhovou službu a v neposlední řadě též vyhodnocení plnění stanovených strategických cílů v oblasti řízení rizik čistého dluhového portfolia a likviditní pozice centrální vlády.

V souladu se Strategií financování a řízení státního dluhu na rok 2015 uveřejněnou dne 17. prosince 2014 byla do této Zprávy integrována také Čtvrtletní informace o řízení dluhového portfolia za prosinec 2014, která byla v předchozích letech publikována vždy v průběhu prvních čtrnácti dnů ledna, a Hodnocení primárních dealerů českých státních dluhopisů za prosinec 2014 publikované v předchozích letech shodně jako Zpráva poslední pracovní den měsíce ledna. Tato změna formátu komunikace s veřejností v oblasti řízení státního dluhu vychází z aktuální převažující praxe zemí Evropské unie a je v souladu s cílem zachování maximální transparentnosti a předvídatelnosti operací realizovaných Ministerstvem na finančních trzích za účelem co nejefektivnějšího zajištění potřeby financování centrální vlády po zohlednění souvisejících rizik v dlouhodobém horizontu.

Financování České republiky probíhalo v roce 2014 ve znamení postupného ožívání ekonomické aktivity, na kterém se podílela výhradně domácí poptávka. Meziroční reálný růst HDP za rok 2014 je očekáván ve výši 2,4 %, tj. po dvou letech česká ekonomika opětovně obnovila rychlejší růstovou dynamiku, než činil očekávaný průměr zemí Evropské unie a eurozóny. Dominantními poptávkovými faktory tohoto vývoje se stala spotřeba domácností a obnovená investiční aktivita, zatímco saldo zahraničního obchodu zaznamenalo spíše neutrální dopad. Také v roce 2014 zůstalo zachováno prostředí vysoce stabilního domácího bankovního sektoru, vnější rovnováhy a nízké inflace, a to i v situaci oslabující domácí měny vlivem devizových intervencí České národní banky a dopadů vnějších kurzotvorných faktorů.

Ke stabilnímu makroekonomickému prostředí přispívalo také celkové konzervativní hospodaření vládních institucí při současné postupné změně nastavení fiskální politiky nové vlády směrem k podpoře hospodářského růstu. Významnou pozitivní mezinárodní událostí bylo v tomto směru

rozhodnutí Rady Evropské unie ze dne 20. června 2014 o ukončení postupu při nadměrném schodku, který byl s Českou republikou zahájen v prosinci 2009. Deficit vládního sektoru je očekáván v roce 2014 ve výši 1,3 % HDP, tj. bezpečně pod referenční hranici 3 %. Celkový dluh vládního sektoru by měl poklesnout v roce 2014 ve srovnání s rokem 2013 o cca 2,5 p. b., a dosáhnout tak 43,2 % HDP, což řadí Českou republiku i nadále do skupiny nejméně zadlužených zemí Evropské unie.

K pozitivnímu vývoji veřejných financí přispělo významnou měrou také zefektivňování v oblasti řízení státního dluhu a likvidity státní pokladny. Díky racionalizaci zapojení disponibilních peněžních prostředků institucí centrální vlády v rámci souhrnných účtů státní pokladny vedených ČNB bylo možné poprvé od roku 1995 dosáhnout meziročního poklesu korunové hodnoty státního dluhu celkem o 19,7 mld. Kč. Státní dluh, který představuje přibližně 90 % celkové hrubé zadluženosti vládního sektoru národního hospodářství, tak poklesl v roce 2014 na hodnotu 1 663,7 mld. Kč, resp. 38,8 % HDP, oproti 1 683,3 mld. Kč, resp. 41,2 % HDP v roce 2013.

Zavedení striktnějšího platebního režimu, který nutí k lepšímu plánování cash-flow u těch účtů, jež jsou v přímé řídicí zodpovědnosti Ministerstva, umožnilo zefektivnění investičních operací v rámci řízení likvidity státní pokladny, díky čemuž bylo v roce 2014 dosaženo celkových výnosů z investování volné likvidity státní pokladny ve výši 238,8 mil. Kč, což ve srovnání s rokem 2013 představuje nárůst o 130,5 mil. Kč.

Souběh pozitivního vnímání České republiky na domácím i zahraničních finančních trzích, které bylo také v roce 2014 potvrzeno nadprůměrným ratingovým hodnocením se stabilním výhledem v případě všech hlavních ratingových agentur s mezinárodní působností, a pokračování v uvolňování měnových politik České národní banky a Evropské centrální banky se projevovalo také v roce 2014 postupným trendovým poklesem výnosů státních dluhopisů ve všech splatnostních segmentech a významným zplošťováním domácí benchmarkové výnosové křivky. Vhodným časováním emisní činnosti tak Ministerstvo realizovalo již v roce 2014 pokles čistých výdajů na obsluhu státního dluhu o 2,4 mld. Kč. Průměrný vážený výnos do splatnosti korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů prodaných v aukcích činil 1,7 %, přičemž zároveň došlo k prodloužení průměrné vážené splatnosti těchto nových dluhopisů o 0,9 roku oproti roku 2013 a dosažení 9,1 roku.

Potřeba financování centrální vlády v roce 2014 činila 365,3 mld. Kč, tj. o 23,5 mld. Kč méně než v roce 2013. Byla zároveň nižší o 33,2 mld. Kč ve srovnání s původní plánovanou potřebou financování podle Strategie financování a řízení státního dluhu na rok 2014. Důvodem byl výrazněji nižší hotovostní schodek státního rozpočtu o 34,2 mld. Kč oproti rozpočtovanému schodku ve výši 112 mld. Kč v souladu se schváleným zákonem o státním rozpočtu na rok 2014. K růstu potřeby financování o 1,0 mld. Kč přispěly vyšší předčasné splátky jistin úvěrů od Evropské investiční banky a jmenovitých hodnot spořicíh státních dluhopisů celkem o 9,7 mld. Kč při současně nižším rozsahu realizovaných zpětných odkupů střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů o 8,7 mld. Kč oproti původnímu plánu.

Samotná hrubá výpůjční potřeba meziročně poklesla o 44,3 mld. Kč na hodnotu 265,6 mld. Kč. Financování hrubé výpůjční potřeby probíhalo v roce 2014 výhradně na domácím trhu prostřednictvím emise státních dluhopisů. Hrubá emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů činila 153,3 mld. Kč, tj. o 7,7 mld. Kč vyšší než v předchozím roce. Vzhledem ke splátkám dvou zahraničních emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů České republiky denominovaných v jednotné evropské měně v celkové jmenovité hodnotě 3,0 mld. EUR a pokračování absence České republiky na zahraničních trzích, dosáhla čistá emise korunových střednědobých a dlouhodobých dluhopisů výše 96,0 mld. Kč, což je nejvíce od roku 2009 a Ministerstvo tak umožnilo zejména domácím investorům participovat na růstu tržních cen českých státních dluhopisů. Naopak případná zahraniční emise byla odložena až na období dále nákladově výhodnější oproti situaci v roce 2014. Většina emisní činnosti byla soustředěna do segmentu dluhopisů se zbytkovou dobou splatnosti nad 10 let, ve kterém bylo vydáno a prodáno cca 43 % emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů, což bylo více o 23,6 p. b. oproti předchozímu roku.

Na domácím trhu byly v roce 2014 vydávány a prodávány fixně i variabilně úročené státní dluhopisy zejména prostřednictvím aukcí, kterých se uskutečnilo celkem 26 v celkové jmenovité hodnotě 144,3 mld. Kč, z čehož 23,5 % tvořily variabilně úročené dluhopisy. V tomto rámci byly vydány v souladu s původním plánem také dvě nové benchmarkové emise fixně úročených dluhopisů ČR, 0,85 %, 18 a ČR, 2,40 %, 25 a dvě emise variabilně úročených státních dluhopisů s výnosem navázaným na mezibankovní sazbu PRIBOR 6 měsíců se splatnostmi v letech 2020 a 2027. Na sekundárním trhu prostřednictvím elektronické obchodní platformy MTS Czech Republic byly zejména v listopadu a prosinci realizovány přímé prodeje střednědobých a dlouhodobých dluhopisů ve výši 9,0 mld. Kč jako doplněk emisní činnosti v situaci, kdy v posledních dvou měsících již nebyly organizovány žádné aukce a zároveň docházelo k realizaci zpětných odkupů státních dluhopisů se splatností v letech 2015 a 2016 v celkové výši 11,3 mld. Kč.

V souladu se záměrem podporovat udržování domácího peněžního trhu došlo v roce 2014 k hrubé emisi státních pokladničních poukázek v celkové výši 114,9 mld. Kč, přičemž jejich stav v oběhu poklesl oproti konci roku 2013 o 13,3 mld. Kč na 107,6 mld. Kč ke konci roku 2014. Zároveň došlo k meziročnímu nárůstu přijatých peněžních prostředků v rámci zápůjčních facilit střednědobých a dlouhodobých dluhopisů, jejichž stav na konci roku činil 2,5 mld. Kč oproti nulovému zůstatku ke konci předchozího roku. Zájem primárních dealerů o využívání tohoto instrumentu v roce 2014 výrazně narostl, když celkový roční obrát jmenovité hodnoty kolaterálu poskytnutého v rámci zápůjčních facilit byl vyšší o 61,5 mld. Kč oproti roku 2013, a dosáhl výše 84,6 mld. Kč, což dále potvrdilo zvýšenou atraktivitu českých státních dluhopisů v prostředí jejich omezené nabídky ze strany Ministerstva v relaci k disponibilní likviditě bankovního sektoru a tím také příznivé podmínky pro financování České republiky v roce 2015.

# 1 - Makroekonomický rámec a finanční trhy

## Ekonomický vývoj

Česká ekonomika procházela od druhé poloviny roku 2011 mírnou recesí, když meziroční reálný pokles HDP v roce 2012 činil 0,8 % a v roce 2013 se zmírnil na 0,7 %. Od začátku roku 2014 dochází k obnově ekonomické aktivity, když reálný HDP v 1. čtvrtletí 2014 vykázal mezičtvrtletní růst o 0,6 %, ve 2. čtvrtletí růst o 0,2 %, ve 3. čtvrtletí růst o 0,4 % a ve 4. čtvrtletí je očekáván růst o 1,0 %. Hospodářský vývoj České republiky v předchozím roce potvrdil, že období recese bylo překonáno, i když dynamika zotavování zůstává poněkud křehká. V průběhu roku 2014 se začala uzavírat záporná produkční mezera, což potvrzuje také odhad meziročního růstu HDP ve 4. čtvrtletí

2014 očištěný o cenové vlivy a sezónnost, který činí 2,2 %.

Z hlediska dynamiky je nejvýznamnější složkou obnovy HDP hrubá tvorba fixního kapitálu. Hlavní kvalitativní změnou výdajové strany HDP v roce 2014 byl pozitivní obrat ve vývoji domácí absorpce, což potvrdilo také rychlejší meziroční tempo reálného růstu dovozů zboží a služeb oproti vývozům. Ty odrážejí pomalejší ekonomické výkonnosti zemí Evropské unie v kontrastu s Českou republikou. Kurzový závazek ČNB působil pozitivně na vývoj exportu a působil proti pomalému růstu poptávky u hlavních obchodních partnerů.

**Tabulka 1: Hlavní makroekonomické indikátory České republiky**

|                                                    | 2008 | 2009  | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014P |
|----------------------------------------------------|------|-------|------|------|------|------|-------|
| Reálný růst HDP (%)                                | 2,7  | -4,8  | 2,3  | 2,0  | -0,8 | -0,7 | 2,4   |
| Růst spotřeby domácností (%)                       | 2,9  | -0,7  | 1,0  | 0,2  | -1,8 | 0,4  | 1,5   |
| Růst spotřeby vlády (%)                            | 1,1  | 3,0   | 0,4  | -2,9 | -1,0 | 2,3  | 1,9   |
| Růst tvorby hrubého fixního kapitálu (%)           | 2,5  | -10,1 | 1,3  | 1,1  | -2,9 | -4,4 | 4,5   |
| Příspěvek zahraničního obchodu k růstu HDP (p. b.) | 0,8  | 0,5   | 0,5  | 1,9  | 1,3  | 0,0  | -0,2  |
| Průměrná míra inflace (%)                          | 6,3  | 1,0   | 1,5  | 1,9  | 3,3  | 1,4  | 0,4   |
| Míra nezaměstnanosti (%) <sup>1</sup>              | 4,4  | 6,7   | 7,3  | 6,7  | 7,0  | 7,0  | 6,1   |
| Růst objemu nominálních mezd a platů (%)           | 7,5  | -2,0  | 0,6  | 2,2  | 2,1  | -0,4 | 3,0   |
| Poměr salda běžného účtu k HDP (%)                 | -1,9 | -2,3  | -3,6 | -2,1 | -1,6 | -1,4 | -0,2  |
| Směnný kurz CZK/EUR                                | 25,0 | 26,4  | 25,3 | 24,6 | 25,1 | 26,0 | 27,5  |
| Reálný růst HDP eurozóny (%) <sup>2</sup>          | 0,3  | -4,4  | 2,0  | 1,6  | -0,7 | -0,5 | 0,8   |

<sup>1</sup> Míra nezaměstnanosti dle metodiky Výběrového šetření pracovních sil.

<sup>2</sup> EA12.

Zdroj: ČSÚ a MF

Pro rok 2014 odhaduje Ministerstvo růst reálného HDP o 2,4 %, přičemž podobnou dynamiku lze očekávat také ve střednědobém výhledu s tím, že reálný růst HDP by měl být i nadále tažen zejména domácí poptávkou. S výjimkou čistého exportu se předpokládají kladné příspěvky všech složek HDP. Příspěvek zahraničního obchodu k reálnému růstu HDP je výrazně závislý na nejistém ekonomickém vývoji u hlavních obchodních partnerů. Na oživování ekonomické aktivity v České republice kladně působilo také zlepšování směnných relací, které přispívalo k růstu reálného hrubého domácího důchodu, který se pohyboval na úrovni cca 4,0 % v průběhu celého roku 2014. V roce 2014 bylo dosaženo prakticky vyrovnaného salda běžného účtu platební bilance, což potvrzuje bezproblémovou udržitelnost vnější makroekonomické rovnováhy.

Dne 7. listopadu 2013 oznámila ČNB zahájení devizových intervencí s cílem dále uvolnit měnovou politiku prostřednictvím alternativního nástroje v podobě měnového kurzu s cílem udržet inflaci v blízkosti stanoveného inflačního cíle 2 %. Ke skutečným devizovým intervencím došlo pouze v listopadu 2013. Přesto se míra inflace nacházela i v roce 2014 výrazně pod inflačním cílem, ale mimo pásmo deflace. V prosinci 2014 se míra inflace vyjádřená přírůstkem indexu spotřebitelských cen ke stejnému měsíci předchozího roku nacházela na úrovni 0,1 %, což znamenalo výrazné zpomalení cenové dynamiky oproti meziročnímu přírůstku ve výši 0,6 % z listopadu 2014. Ve vývoji spotřebitelských cen se ke konci roku 2014 projeví zejména dopady snížení cen ropy, které vytváří vnější nabídkový tlak na jejich pokles. Meziměsíčně

Česká republika se dlouhodobě řadí mezi státy s jednou z nejnižších měr nezaměstnanosti. Míra nezaměstnanosti podle VŠPS se ve 3. čtvrtletí 2014 pohybovala na úrovni 5,9 %, což znamenalo meziroční pokles o jeden procentní bod. V souladu

**Obrázek 1: Růst HDP a míra nezaměstnanosti ve vybraných zemích EU v roce 2014**

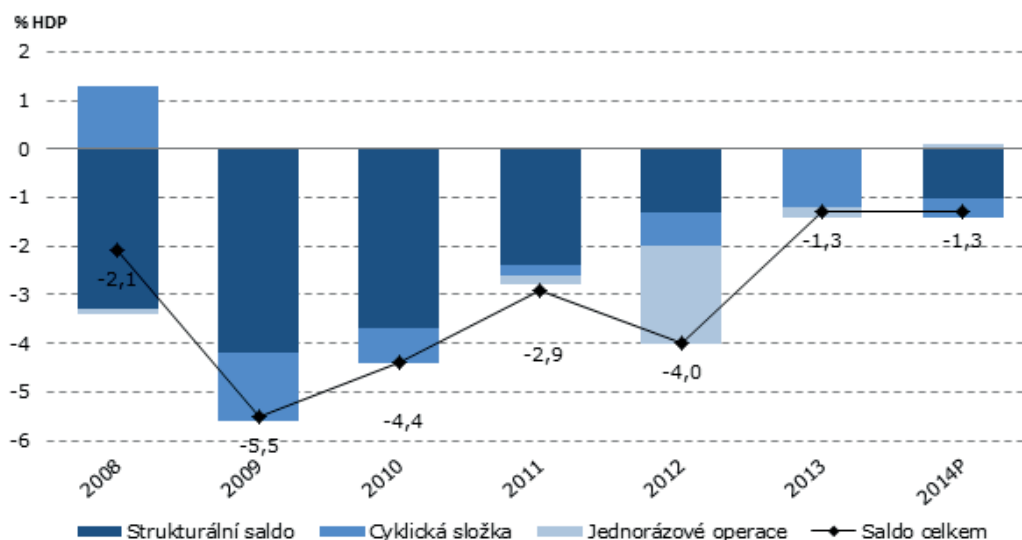


taktéž dlouhodobou stabilitu a jeho hodnota náleží k nejnižším v mezinárodním srovnání. Vysoký objem vkladů rezidentů a dostatečné množství likvidity v bankovním systému způsobuje, že domácí bankovní sektor je dlouhodobě nezávislý na zahraničních zdrojích financování. Kapitálová přiměřenost měřená ukazatelem Capital Adequacy Ratio Tier I dosáhla na konci 3. čtvrtletí 2014 výše 17,5 %, což je hodnota vysoko přesahující osmiprocentní hranici a lze předpokládat, že domácí bankovní sektor je dostatečně připraven také na implementaci nových kapitálových pravidel.

Po čtyřech letech fiskální konsolidace se podařilo snížit České republice deficit sektoru vládních institucí z 5,5 % HDP v roce 2009 až na 1,3 % HDP v roce 2013. Fiskální úsilí přispělo k tomu, že Rada EU rozhodla 20. června 2014 o ukončení postupu při nadměrném schodku. Počínaje rokem 2014 realizuje nová vláda postupné omezování fiskální restrikce s jednoznačným cílem podpořit ožívování domácí agregátní poptávky. Návrh

## Zpráva o řízení státního dluhu České republiky v roce 2014

**Obrázek 2: Saldo vládního sektoru ČR (ESA2010)**



Poznámka: Strukturální saldo dle metodiky Evropské komise.  
Zdroj: MF

Hospodaření vládního sektoru skončilo v roce 2013 deficitem ve výši 1,3 % HDP, což představuje oproti přechozímu roku zlepšení. K poklesu deficitu očištěného o jednorázové operace především v podobě finančního vyrovnaní s církvemi v roce 2013 přispěly jak opatření na příjmové straně v oblasti DPH (zvýšení obou sazeb o 1 p. b.) a daně z příjmu fyzických osob (například solidární přírážka ve výši 7 %, omezení výdajových paušálů), tak výrazný pokles hrubé tvorby kapitálu ve výši cca 0,4 % HDP. Od roku 2010 investice v minulosti soustavně klesaly. V roce 2014 se očekává celkový deficit ve výši 1,3 % HDP.

Hospodaření státního rozpočtu skončilo na konci roku 2014 hotovostním schodkem ve výši 77,8 mld. Kč, což je oproti stejnému období roku 2013 výsledek lepší o 3,5 mld. Kč a oproti výši stanovené zákonem o státním rozpočtu na rok 2014 dokonce o 34,2 mld. Kč. Na nižším než rozpočtovaném schodku se podílelo na straně příjmů zejména inkaso daně z přidané hodnoty a daně z příjmu právnických osob. Na straně výdajů došlo k úspoře zejména u neinvestičních nákupů a souvisejících výdajů o 8,4 mld. Kč, u sociálních dávek o 7,6 mld. Kč, případně vázáním výdajů v kapitole Všeobecná pokladní správa ve výši 5 mld. Kč.

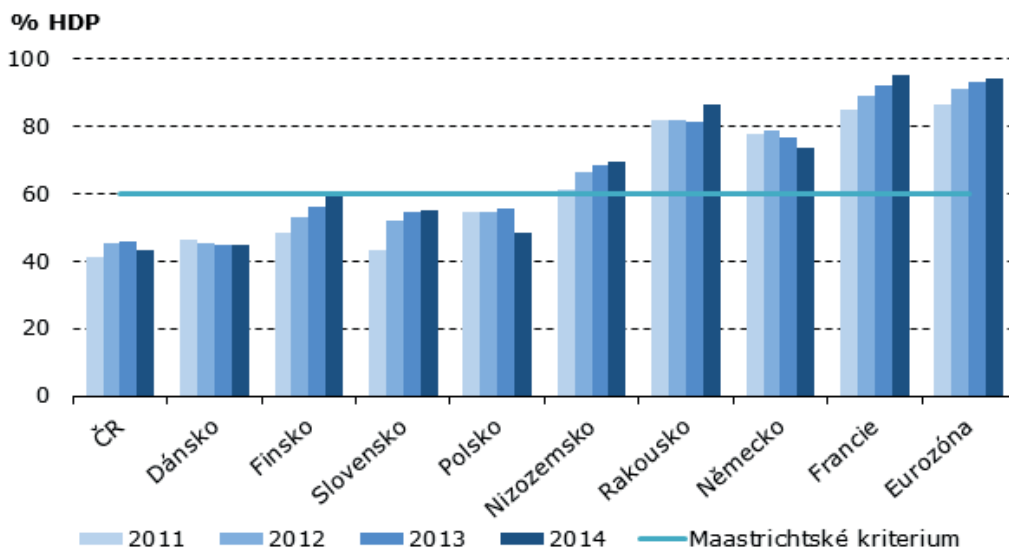
Celkové příjmy dosáhly výše 1 133,8 mld. Kč a byly oproti rozpočtu po změnách vyšší o 5,4 mld. Kč. Na plnění a také meziročním růstu o

42,0 mld. Kč se podílely zejména daňové příjmy, z nichž pozitivně působilo zejména inkaso daně z přidané hodnoty a překročení rozpočtu o 11,5 mld. Kč při meziročním růstu o 10,3 mld. Kč, dále pak inkaso daně z příjmu právnických osob a překročení rozpočtu o 7,0 mld. Kč při meziročním růstu o 7,9 mld. Kč a pojistné na sociální zabezpečení s růstem o 10,6 mld. Kč. Z nedaňových a ostatních příjmů působil na meziroční růst zejména únorový mimořádný příjem kapitoly Český telekomunikační úřad z aukce kmitočtových pásem mobilních operátorů ve výši 8,5 mld. Kč a příjmy z Evropské unie, které zaznamenaly růst o 6,6 mld. Kč.

Celkové výdaje v roce 2014 činily 1 211,6 mld. Kč, což představovalo meziroční růst o 38,5 mld. Kč, tj. o 3,3 %. Rozpočet po změnách byl čerpán na 97,7 %, což představuje úsporu ve výši 28,8 mld. Kč. Na meziroční růst působily zejména vyšší výdaje určené na spolufinancování společných programů ČR a EU o cca 20 mld. Kč.

V roce 2013 dle říjnových notifikací dosáhla výše dluhu vládních institucí 45,7 % HDP. Výsledkem působení metodického přechodu na ESA2010 tak došlo ke snížení o 0,3 p. b. oproti dubnovým notifikacím. Dle Ministerstva by měl v roce 2014 dluh poklesnout na 43,2 % HDP. Z hlediska plnění maastrichtských kritérií se tak ukazatel nachází bezpečně pod hranicí 60 %.

**Obrázek 3: Dluh vládního sektoru ve vybraných zemích EU (ESA2010)**



Poznámka: Maastrichtské kritérium je součástí podmínek pro členy EU při vstupu do společné měnové unie. Výše podílu dluhu sektoru vládních institucí na HDP by neměla překročit 60 %.  
Zdroj: Eurostat a MF

## Finanční trhy

Poté co došlo v prvních dvou měsících roku 2014 ke stagnaci výnosů českých státních dluhopisů, počínaje březnem 2014 pokračoval trendový pokles výnosů, který tak navázal na obdobný vývoj z průběhu druhé poloviny předchozího roku. Výnos desetiletého státního dluhopisu poklesl od ledna do prosince 2014 o 187,5 bazických bodů. Výnosy státních dluhopisů podél celé výnosové křivky se nacházely ke konci roku 2014 na historických minimech. Na pokles

výnosů státních dluhopisů působila v roce 2014 pozitivně řada faktorů, které se výrazně projevily v klesajícím trendu a měly značný dopad na úsporu úrokových nákladů státního dluhu. V roce 2015 tak bude Ministerstvo realizovat emisní činnost za výhodnějších podmínek než v roce 2014. V roce 2014 bylo dosaženo průměrného výnosu fixně úročených korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v domácích aukcích ve výši 1,7 %.

**Obrázek 4: Vývoj výnosů českých státních dluhopisů**



Zdroj: Thomson Reuters

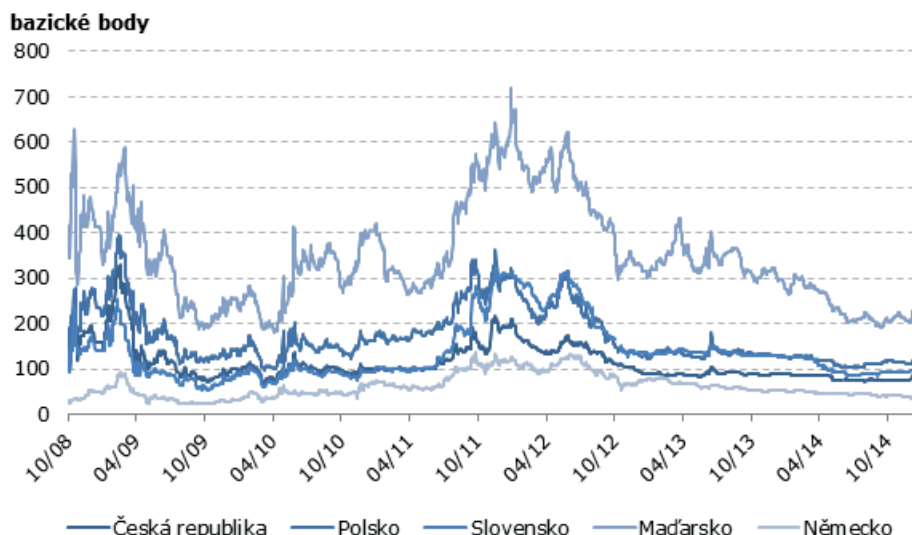
Důležitým faktorem poklesu výnosů státních dluhopisů zůstává důvěryhodná fiskální politika vlády a konzervativní přístup k řízení státního dluhu s pozitivním dopadem na důvěru investorů, která

se odráží ve vysoké poptávce po střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisech v aukcích. Široká nabídka fixně i variabilně úročených dluhových instrumentů vytváří dostatečný

sortiment pro investory k diverzifikaci dluhového portfolia bez nutnosti využívání úrokových swapů k optimalizaci svých pozic. Klesající trend výnosů státních dluhopisů, zejména co se týče delší doby do splatnosti, byl také do značné míry výsledkem omezení nabídky střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v aukcích ve druhém pololetí roku 2014 a odložení jejich vydání a prodeje na první pololetí roku 2015.

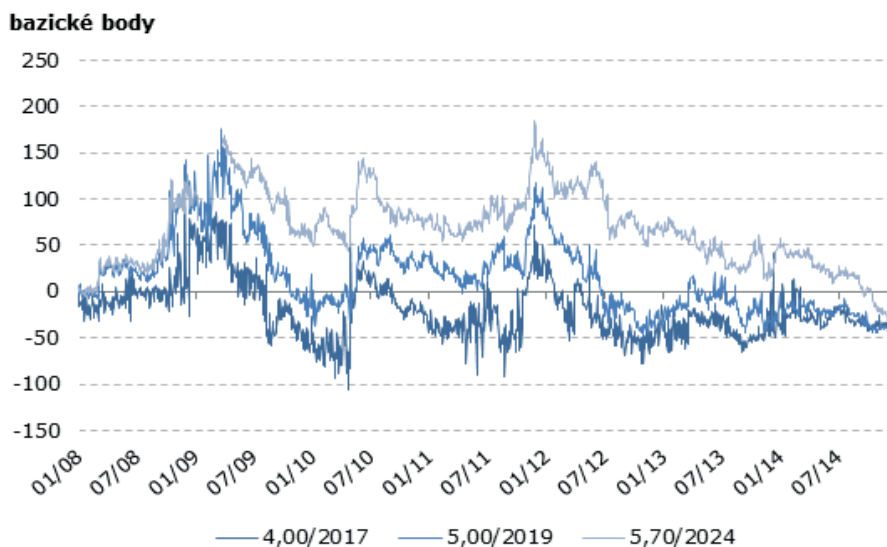
O vnímání České republiky na mezinárodním trhu jako důvěryhodného emitenta státních dluhopisů vypovídá situace na trzích swapů úvěrového selhání, tzv. „credit default swap“ (CDS), kde zaujímá Česká republika srovnatelnou pozici s Německem a v rámci regionu srovnatelných sousedních států platí tržní účastníci v případě zajišťování kreditního rizika v porovnání s Polskem, Maďarskem a Slovenskem nejvyšší rizikovou přírážku.

**Obrázek 5: Prémie u swapů úvěrového selhání – střední Evropa (10 let)**



Zdroj: Thomson Reuters

**Obrázek 6: Riziková premie „asset swap spread“ českých státních dluhopisů**



Zdroj: Thomson Reuters

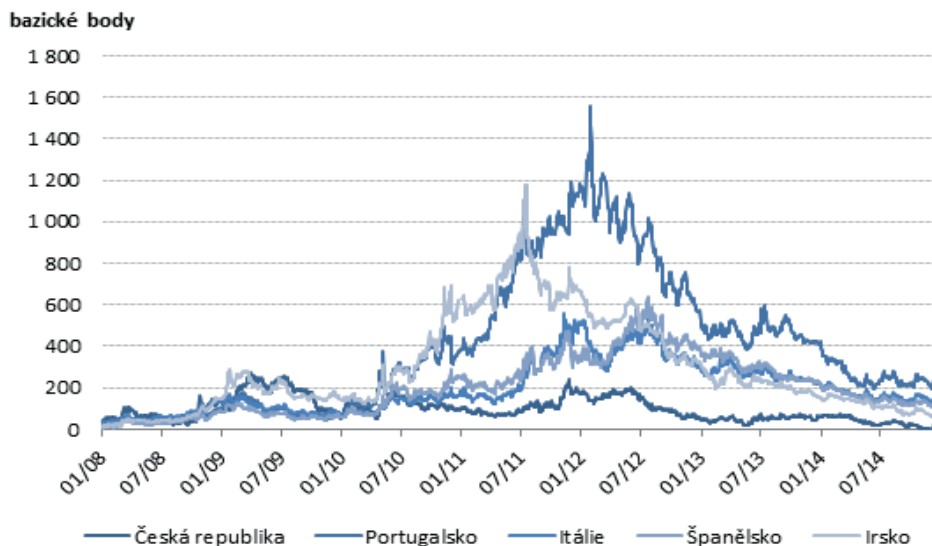
Rovněž vývoj rizikové premie měřené pomocí rozpětí vůči srovnatelným swapovým sazbám, tzv. „asset swap spread“ naznačuje značný pokles rizikové premie českých státních dluhopisů od počátku roku 2014. Snížení averze k riziku souvisí s postupným uklidňováním situace v eurozóně z hlediska dluhové krize, o čemž svědčí i významný pokles

rozpětí výnosů problémových zemí Portugalska, Irska, Itálie, Řecka a Španělska (dále „PIIGS“) oproti německým státním dluhopisům. Hlavní nejistotou z hlediska dluhové krize zůstává vývoj v řecké ekonomice, i když se v dubnu 2014 podařilo úspěšně upsat emisi 5letého státního dluhopisu na primárním trhu. Uvolněné refinanční podmínky a

snižování základních úrokových sazeb ze strany Evropské centrální banky, jakož i postupná fiskální konsolidace a restrukturalizace v ekonomikách PIIGS přispěly k výraznému zmírnění napětí na dluhovém trhu eurozóny. To potvrzuje i vývoj

rozpětí výnosů zemí PIIGS vůči německým státním dluhopisům, který se vrátil k hodnotám před vypuknutím dluhové krize. Efekt přelévání mezi národními dluhovými trhy se projevil i v poklesu výnosů z českých státních dluhopisů.

**Obrázek 7: Rozpětí výnosů oproti německým dluhopisům (10 let)**



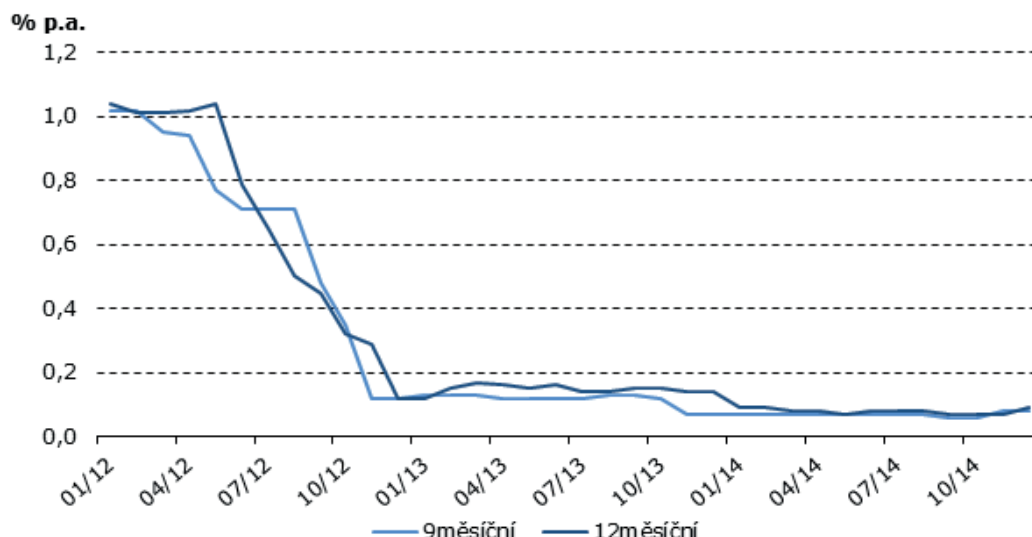
Zdroj: Thomson Reuters

K mírnému nárůstu rizikové přírážky na evropském dluhopisovém trhu dochází na konci roku 2014 kvůli politické nejistotě pouze v Řecku, což se odrazilo i ve vývoji rozpětí vůči německým dluhopisům.

Další pozitivní dopad na pokles výnosů státních dluhopisů přináší snižování prémie za nelikviditu, kterou potvrzuje klesající konkurenční rozpětí hlavně u dluhopisů povinně kotovaných na elektronické obchodní platformě MTS Czech Republic. Investoři tak požadují nižší přírážku za nelikviditu v situaci bezproblémového prodeje státních dluhopisů na fungujícím sekundárním trhu. To se následně odráží v celkovém poklesu výnosů státních dluhopisů s pozitivním dopadem na snižování úrokových nákladů na obsluhu státního dluhu.

V období globálních přebytků likvidity na mezibankovním trhu hledají investoři další

možnosti zhodnocení volné likvidity. Likvidita poskytovaná na dlouhodobém základě se projevuje ve zploštění celé bezrizikové výnosové křivky. Státní dluhopisy poskytují investiční alternativu při nulových nebo záporných mezibankovních úrokových sazbách. Státní pokladniční poukázky je možné považovat za téměř dokonalý substitut likvidity poskytnuté na krátkodobém základě. V segmentech splatnosti do 1 roku se aukční výnosy státních pokladničních poukázek v roce 2014 pohybovaly pod úrovní 0,1 %. V průběhu roku 2014 docházelo k situacím, kdy výnos státní pokladniční poukázky s delší dobou do splatnosti byl nižší než u státní pokladniční poukázky s kratší dobou do splatnosti, pravděpodobně vlivem očekávání dalšího poklesu sazeb instrumentů peněžního trhu s delší dobou do splatnosti. Průměrný aukční výnos státních pokladničních poukázek v roce 2014 činil 0,07 %.

**Obrázek 8: Vývoj výnosu aukcí státních pokladničních poukázek**

Zdroj: ČNB a MF

K poklesu výnosů českých státních dluhopisů mohl pozitivně přispět i alternativní nástroj měnové politiky v podobě kurzového závazku ČNB. Tím se zmírnilo kurzové riziko a zahraniční investoři mohou navyšovat investice do českých střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů bez toho, aby

požadovali vyšší výnos pokrývající významnější fluktuaci devizového kurzu. Nesterilizované devizové intervence rovněž přispěly k navýšení likvidity bankovního systému v České republice, když volnou likviditu mohou finanční instituce potenciálně umísťovat také do českých státních dluhopisů.

## Ratingové hodnocení České republiky

Česká republika patří mezi mimořádně spolehlivé emitenty a těší se velkému zájmu domácích i zahraničních investorů, což potvrzují vysoká ratingová hodnocení se stabilním výhledem všech hlavních ratingových agentur s mezinárodní působností. V březnu roku 2014 navíc ratingová agentura Japan Credit Rating Agency vylepšila ratingové hodnocení závazků

České republiky na AA-, výhled stabilní, pro dlouhodobé závazky v cizí měně a na A+, výhled stabilní, pro dlouhodobé závazky v domácí měně. Česká republika má nejvyšší celkové ratingové hodnocení ze všech zemí střední a východní Evropy a několik let se již pohybuje také nad průměrným ratingovým hodnocením členských zemí eurozóny.

**Tabulka 2: Ratingové hodnocení České republiky v roce 2014**

| Ratingová agentura           | Domácí dlouhodobé závazky | Výhled   | Zahraniční dlouhodobé závazky | Výhled   | Udělen/potvrzen |
|------------------------------|---------------------------|----------|-------------------------------|----------|-----------------|
| <b>Moody's</b>               | A1                        | Stabilní | A1                            | Stabilní | 19. 7. 2013     |
| <b>Standard &amp; Poor's</b> | AA                        | Stabilní | AA-                           | Stabilní | 25. 7. 2014     |
| <b>Fitch Ratings</b>         | AA-                       | Stabilní | A+                            | Stabilní | 14. 11. 2014    |
| <b>JCR</b>                   | AA-                       | Stabilní | A+                            | Stabilní | 24. 3. 2014     |
| <b>R&amp;I</b>               | AA-                       | Stabilní | A+                            | Stabilní | 11. 9. 2013     |

Zdroj: Moody's, Standard & Poor's, Fitch Ratings, JCR, R&I

## 2 - Výpůjční potřeba a vývoj státního dluhu

Kvantifikace výpůjční potřeby je klíčovým parametrem řízení vládních financí, který jednoznačně určuje hodnotu peněžních prostředků, které bude muset centrální vláda získat v průběhu příslušného kalendářního roku prostřednictvím výpůjčních operací zejména na finančních trzích, aby bylo dosaženo zajištění pokrytí celkové plánované roční potřeby

financování vlády. Vedle výpůjčních operací státu může být potřeba financování kryta také operacemi se státními finančními aktivy, případně hospodařením s dalším majetkem státu v rámci mimorozpočtových rozvahových operací, anebo zapojením disponibilních likvidních zdrojů státní pokladny prostřednictvím refinančního mechanismu souhrnných účtů.

### Potřeba a zdroje financování centrální vlády

Potřeba financování centrální vlády je určena standardními komponentami, které je v daném roce nezbytné pokrýt peněžními prostředky, tj. zejména hotovostní schodek státního rozpočtu a veškeré splátky, předčasné splátky a zpětné odkupy a výměny jmenovitých hodnot (jistin) státního dluhu,

včetně souvisejících derivátů. Financující operace na straně státních finančních aktiv a v rámci operací řízení likvidity potom probíhají na straně zdrojů peněžních prostředků, které mohou být zapojeny do krytí potřeby financování paralelně s výpůjčními operacemi státu na finančních trzích.

**Tabulka 3: Potřeba a zdroje financování (mld. Kč)**

| Potřeba financování                                                      | 2008         | 2009         | 2010         | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         |
|--------------------------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Primární saldo státního rozpočtu                                         | -17,7        | 147,9        | 120,6        | 97,6         | 59,6         | 30,4         | 29,3         |
| Čisté výdaje na státní dluh                                              | 37,7         | 44,5         | 35,8         | 45,1         | 41,4         | 50,9         | 48,5         |
| Mimorozpočtová potřeba                                                   | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Splátky SDD v daném roce <sup>1</sup>                                    | 90,1         | 98,2         | 83,0         | 102,1        | 115,6        | 108,6        | 136,4        |
| Zpětné odkupy a výměny SDD z předchozích let                             | -10,0        | -0,2         | 0,0          | 0,0          | -2,0         | -8,1         | -4,0         |
| Zpětné odkupy a výměny SDD splatných v dalších letech <sup>2</sup>       | 0,2          | 2,0          | 0,0          | 2,0          | 8,1          | 7,5          | 11,3         |
| Splátky a předčasné splátky SSD v daném roce                             | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 9,6          | 7,7          | 11,9         |
| Splátky SPP bez revolvingu <sup>3</sup>                                  | 82,2         | 78,7         | 88,2         | 113,3        | 162,6        | 189,1        | 120,9        |
| Splátky ostatních instrumentů peněžního trhu bez revolvingu <sup>3</sup> | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Splátky úvěrů EIB                                                        | 4,5          | 0,8          | 1,1          | 1,1          | 5,3          | 2,8          | 11,1         |
| <b>Potřeba financování celkem</b>                                        | <b>186,9</b> | <b>372,0</b> | <b>328,7</b> | <b>361,3</b> | <b>400,2</b> | <b>388,8</b> | <b>365,3</b> |
| Hrubá emise SPP bez revolvingu <sup>3</sup>                              | 78,7         | 88,2         | 113,3        | 162,6        | 189,1        | 120,9        | 107,6        |
| Ostatní instrumenty peněžního trhu bez revolvingu <sup>3</sup>           | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 2,5          |
| Hrubá emise SDD na domácím trhu                                          | 123,6        | 203,0        | 167,4        | 180,3        | 164,6        | 145,6        | 153,3        |
| Hrubá emise SDD na zahraničních trzích <sup>1</sup>                      | 48,2         | 54,7         | 49,7         | 0,9          | 69,0         | 0,0          | 0,0          |
| Hrubá emise SSD                                                          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 20,4         | 45,4         | 39,1         | 2,1          |
| Úvěry EIB                                                                | 12,6         | 11,9         | 10,4         | 5,3          | 4,0          | 4,3          | 0,0          |
| Operace finančních aktiv a řízení likvidity                              | -76,2        | 14,2         | -12,0        | -8,2         | -71,8        | 78,9         | 99,7         |
| <b>Zdroje financování celkem</b>                                         | <b>186,9</b> | <b>372,0</b> | <b>328,7</b> | <b>361,3</b> | <b>400,2</b> | <b>388,8</b> | <b>365,3</b> |
| <b>Hrubá výpůjční potřeba</b>                                            | <b>263,1</b> | <b>357,8</b> | <b>340,7</b> | <b>369,5</b> | <b>472,0</b> | <b>309,9</b> | <b>265,6</b> |

<sup>1</sup> Včetně zajišťujících operací.

<sup>2</sup> Bez operací SDD splatnými v běžném rozpočtovém roce.

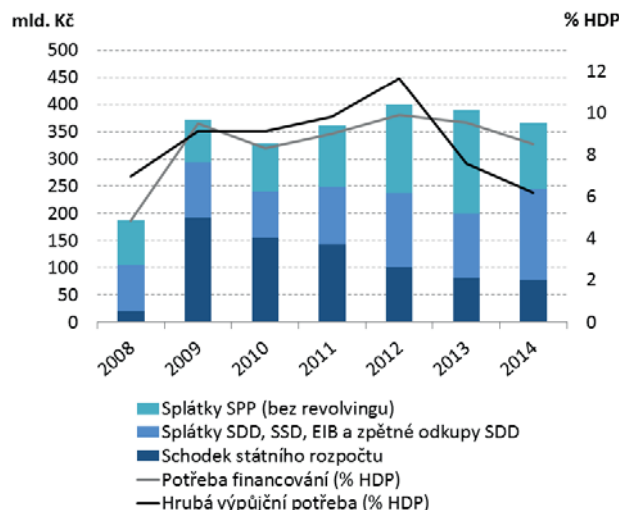
<sup>3</sup> V rámci příslušného období.

Zdroj: MF

Celková potřeba financování je korigována v souladu s doporučenou mezinárodní metodikou OECD o revolvingové operace se státními pokladničními poukázkami a o refinanční operace s ostatními hotovostními a jinými instrumenty peněžního trhu, které probíhají v rámci kalendářního roku a neovlivňují tak čistou změnu těchto složek v průběhu roku. Do celkové roční potřeby financování v daném roce tak vstupují pouze stavy těchto krátkodobých instrumentů ke konci roku předchozího.

Následující obrázek zachycuje podíl potřeby financování a jejích složek na HDP, včetně stavu státních pokladničních poukázek v oběhu ke konci předchozího období, které je také nezbytné refinancovat v běžném roce a podíl hrubé výpůjční potřeby na HDP.

**Obrázek 9: Potřeba financování centrální vlády**



Zdroj: MF

## Financování hrubé výpůjční potřeby

Hrubá výpůjční potřeba určuje tu část zdrojů potřeby financování vlády, které jsou zajišťovány výpůjčními operacemi, tj. stanovuje hodnotu peněžních prostředků, kterou si musí vláda opatřit zejména prostřednictvím vydávání a prodeje státních dluhopisů a přijímání zápůjček a

úvěrů. Hrubá výpůjční potřeba může být nižší než roční potřeba financování v případě, že dochází k zapojení státních finančních aktiv anebo operací řízení likvidity jako zdroje financování a naopak může být i vyšší, pokud dochází k akumulaci aktiv prostřednictvím výpůjčních operací.

**Tabulka 4: Financování hrubé výpůjční potřeby (mld. Kč)**

|                                                                | 2008         | 2009         | 2010         | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         |
|----------------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Hrubá výpůjční potřeba</b>                                  | <b>263,1</b> | <b>357,8</b> | <b>340,8</b> | <b>369,5</b> | <b>472,0</b> | <b>309,9</b> | <b>265,6</b> |
| Hrubá emise SPP bez revolvingu <sup>1</sup>                    | 78,7         | 88,2         | 113,3        | 162,6        | 189,1        | 120,9        | 107,6        |
| Ostatní instrumenty peněžního trhu bez revolvingu <sup>1</sup> | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 2,5          |
| Přijatý kolaterál v peněžních prostředcích                     | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Hrubá emise SDD na domácím trhu do 5 let <sup>2</sup>          | 50,4         | 81,4         | 63,4         | 45,3         | 31,4         | 37,8         | 37,3         |
| Hrubá emise SDD na domácím trhu od 5 do 10 let <sup>2</sup>    | 51,9         | 62,3         | 61,2         | 73,6         | 93,3         | 79,6         | 50,0         |
| Hrubá emise SDD na domácím trhu nad 10 let <sup>2</sup>        | 21,2         | 59,3         | 42,8         | 61,4         | 39,9         | 28,3         | 65,9         |
| Hrubá emise SDD na zahraničních trzích <sup>2; 3</sup>         | 48,2         | 54,7         | 49,7         | 0,9          | 69,0         | 0,0          | 0,0          |
| Hrubá emise SSD <sup>4</sup>                                   | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 20,4         | 45,4         | 39,1         | 2,1          |
| Úvěry EIB                                                      | 12,6         | 11,9         | 10,4         | 5,3          | 4,0          | 4,3          | 0,0          |
| Ostatní zdroje financování                                     | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Financování hrubé výpůjční potřeby celkem</b>               | <b>263,1</b> | <b>357,8</b> | <b>340,7</b> | <b>369,5</b> | <b>472,0</b> | <b>309,9</b> | <b>265,6</b> |

<sup>1</sup> V rámci příslušného období.

<sup>2</sup> Jmenovitá hodnota; prémie a diskonty jsou zahrnuty v čistých nákladech na obsluhu státního dluhu, tj. vstupují do čisté výpůjční potřeby.

<sup>3</sup> Včetně zajišťujících operací.

<sup>4</sup> Včetně reinvestice výnosů.

Zdroj: MF

## Čistá výpůjční potřeba, změna a struktura státního dluhu

Čistá výpůjční potřeba centrální vlády je hlavním faktorem změny nominální korunové hodnoty hrubého státního dluhu a je určena rozdílem hrubé výpůjční potřeby a celkových splátek jmenovitých hodnot (jistin) státního dluhu, včetně souvisejících derivátů. V případě nulové čisté změny státních finančních aktiv, včetně rezervy

peněžních prostředků, odpovídá čistá výpůjční potřeba součtu schodku státního rozpočtu a případné mimorozpočtové potřeby financování. Čistá výpůjční potřeba tedy ukazuje výši peněžních prostředků, které si bude muset centrální vláda nově vypůjčit v běžném roce nad rámec již vypůjčených prostředků v předchozích letech.

**Tabulka 5: Čistá výpůjční potřeba centrální vlády (mld. Kč)**

|                                                                          | 2008         | 2009         | 2010         | 2011         | 2012         | 2013         | 2014         |
|--------------------------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Hrubá výpůjční potřeba</b>                                            | <b>263,1</b> | <b>357,8</b> | <b>340,7</b> | <b>369,5</b> | <b>472,0</b> | <b>309,9</b> | <b>265,6</b> |
| Splátky SDD v daném roce <sup>1</sup>                                    | 90,1         | 98,2         | 83,0         | 102,1        | 115,6        | 108,6        | 136,4        |
| Zpětné odkupy a výměny SDD z předchozích let                             | -10,0        | -0,2         | 0,0          | 0,0          | -2,0         | -8,1         | -4,0         |
| Zpětné odkupy a výměny SDD splatných v dalších letech <sup>2</sup>       | 0,2          | 2,0          | 0,0          | 2,0          | 8,1          | 7,5          | 11,3         |
| Splátky a předčasné splátky SSD v daném roce                             | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 9,6          | 7,7          | 11,9         |
| Splátky SPP bez revolvingu <sup>3</sup>                                  | 82,2         | 78,7         | 88,2         | 113,3        | 162,6        | 189,1        | 120,9        |
| Splátky ostatních instrumentů peněžního trhu bez revolvingu <sup>3</sup> | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| Splátky úvěrů EIB                                                        | 4,5          | 0,8          | 1,1          | 1,1          | 5,3          | 2,8          | 11,1         |
| <b>Čistá výpůjční potřeba</b>                                            | <b>96,2</b>  | <b>178,2</b> | <b>168,5</b> | <b>151,0</b> | <b>172,8</b> | <b>2,3</b>   | <b>-21,9</b> |

<sup>1</sup> Včetně zajišťujících operací.

<sup>2</sup> Bez operací SDD splatnými v běžném rozpočtovém roce.

<sup>3</sup> V rámci příslušného období.

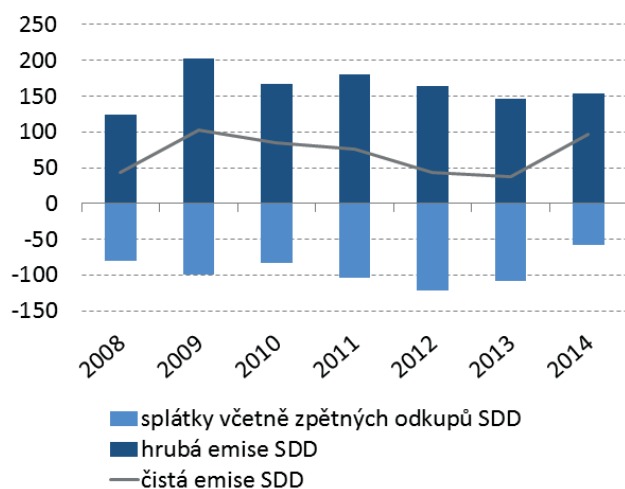
Zdroj: MF

Čistá výpůjční potřeba je financována stejnými instrumenty jako hrubá výpůjční potřeba. Při financování čisté výpůjční potřeby je ale nutné

zohlednit výši celkových splátek jmenovitých hodnot (jistin) daných instrumentů dluhového portfolia, včetně vlivu derivátů.

**Obrázek 10: Čistá emise SDD na domácím trhu**

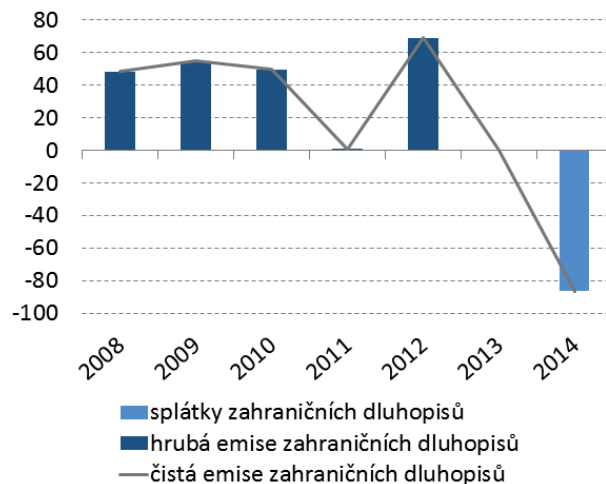
mld. Kč



Poznámka: Splátky SDD jsou včetně realizovaných zpětných odkupů SDD.  
Zdroj: MF

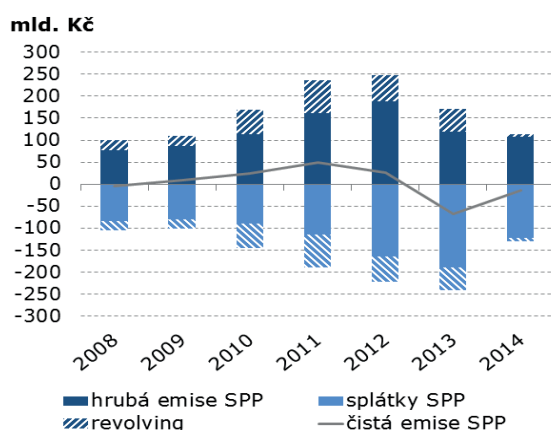
**Obrázek 11: Čistá emise zahraničních dluhopisů**

mld. Kč



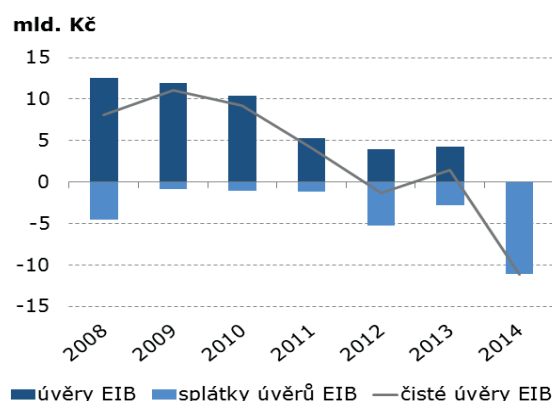
Zdroj: MF

**Obrázek 12: Čistá emise státních pokladničních poukázek**



Zdroj: MF

**Obrázek 13: Čistá změna stavu přijatých úvěrů**



Zdroj: MF

**Tabulka 6: Čistá výpůjční potřeba centrální vlády a změna státního dluhu (mld. Kč, % HDP)**

|                                                        | 2008         | 2009           | 2010           | 2011           | 2012           | 2013           | 2014           |
|--------------------------------------------------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Hrubý státní dluh k 1. 1.</b>                       | <b>897,6</b> | <b>999,8</b>   | <b>1 178,2</b> | <b>1 344,1</b> | <b>1 499,4</b> | <b>1 667,6</b> | <b>1 683,3</b> |
| Primární saldo státního rozpočtu                       | -17,7        | 147,9          | 120,6          | 97,6           | 59,6           | 30,4           | 29,3           |
| Čisté výdaje na obsluhu státního dluhu <sup>1</sup>    | 37,7         | 44,5           | 35,8           | 45,1           | 41,4           | 50,9           | 48,5           |
| Mimorozpočtová potřeba financování                     | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Operace finančních aktiv a řízení likvidity            | 76,2         | -14,2          | 12,0           | 8,2            | 71,8           | -78,9          | -99,7          |
| <b>Čistá výpůjční potřeba</b>                          | <b>96,2</b>  | <b>178,2</b>   | <b>168,5</b>   | <b>151,0</b>   | <b>172,8</b>   | <b>2,3</b>     | <b>-21,9</b>   |
| Čistá emise SPP                                        | -3,4         | 9,4            | 25,1           | 49,3           | 26,5           | -68,2          | -13,3          |
| Čistá změna stavu ostatních instrumentů peněžního trhu | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 2,5            |
| Čistá emise SDD na domácím trhu                        | 43,4         | 103,0          | 84,4           | 76,2           | 42,9           | 37,7           | 96,0           |
| Čistá emise SDD na zahraničním trhu <sup>2</sup>       | 48,2         | 54,7           | 49,7           | 0,9            | 69,0           | 0,0            | -86,4          |
| Čistá emise SSD                                        | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 20,4           | 35,8           | 31,4           | -9,7           |
| Čistá změna stavu přijatých úvěrů                      | 8,1          | 11,1           | 9,3            | 4,1            | -1,3           | 1,5            | -11,1          |
| <b>Financování čisté výpůjční potřeby</b>              | <b>96,2</b>  | <b>178,2</b>   | <b>168,5</b>   | <b>151,0</b>   | <b>172,8</b>   | <b>2,3</b>     | <b>-21,9</b>   |
| Přecenění státního dluhu <sup>3</sup>                  | 6,0          | 0,5            | -2,4           | 4,5            | -4,4           | 13,4           | 2,3            |
| Splátky směn <sup>4</sup>                              | 0,0          | -0,2           | -0,3           | -0,2           | -0,1           | 0,0            | 0,0            |
| <b>Změna hrubého státního dluhu</b>                    | <b>102,2</b> | <b>178,4</b>   | <b>165,8</b>   | <b>155,3</b>   | <b>168,3</b>   | <b>15,7</b>    | <b>-19,7</b>   |
| <b>Hrubý státní dluh k 31. 12.</b>                     | <b>999,8</b> | <b>1 178,2</b> | <b>1 344,1</b> | <b>1 499,4</b> | <b>1 667,6</b> | <b>1 683,3</b> | <b>1 663,7</b> |
| <b>Podíl na HDP (%)<sup>5</sup></b>                    | <b>24,9</b>  | <b>30,0</b>    | <b>34,0</b>    | <b>37,3</b>    | <b>41,2</b>    | <b>41,2</b>    | <b>38,8</b>    |

<sup>1</sup> Saldo rozpočtové kapitoly 396 – Státní dluh.

<sup>2</sup> Včetně zajišťujících operací.

<sup>3</sup> Kurzové rozdíly z přecenění dluhu denominovaného v cizích měnách.

<sup>4</sup> Směnky na krytí části majetkové účasti České republiky u mezinárodních finančních institucí.

<sup>5</sup> HDP v metodice ESA2010. Zdrojem dat pro roky 2008 – 2013 je ČSU, pro rok 2014 Makroekonomická predikce MF – leden 2015.

Zdroj: MF, ČSU

**Tabulka 7: Stav a struktura čistého dluhového portfolia (mld. Kč)**

|                                                | 2008         | 2009           | 2010           | 2011           | 2012           | 2013           | 2014           |
|------------------------------------------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Hrubý státní dluh</b>                       | <b>999,8</b> | <b>1 178,2</b> | <b>1 344,1</b> | <b>1 499,4</b> | <b>1 667,6</b> | <b>1 683,3</b> | <b>1 663,7</b> |
| SPP                                            | 78,7         | 88,2           | 113,3          | 162,6          | 189,1          | 120,9          | 107,6          |
| Ostatní instrumenty peněžního trhu             | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 2,5            |
| Přijatý kolaterál v peněžních prostředcích     | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| SDD vydané na domácím trhu                     | 735,6        | 838,6          | 923,0          | 999,1          | 1 042,0        | 1 079,7        | 1 175,7        |
| SDD vydané na zahraničních trzích <sup>1</sup> | 137,9        | 193,0          | 240,3          | 245,7          | 310,3          | 323,7          | 239,6          |
| SSD                                            | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 20,4           | 56,2           | 87,6           | 77,8           |
| Úvěry EIB                                      | 46,8         | 57,9           | 67,2           | 71,3           | 70,0           | 71,5           | 60,4           |
| Směnky <sup>2</sup>                            | 0,8          | 0,6            | 0,3            | 0,1            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| <b>Likvidní státní finanční aktiva</b>         | <b>116,6</b> | <b>102,2</b>   | <b>112,3</b>   | <b>119,7</b>   | <b>191,5</b>   | <b>116,7</b>   | <b>67,8</b>    |
| Investiční jaderné portfolio                   | 11,6         | 13,5           | 15,1           | 16,6           | 18,5           | 20,7           | 22,7           |
| Investiční důchodové portfolio                 | 17,5         | 21,2           | 21,6           | 22,0           | 22,4           | 22,6           | 22,7           |
| Účelové účty státních finančních aktiv         | 9,5          | 9,2            | 10,2           | 10,5           | 10,6           | 10,7           | 10,9           |
| Pře-půjčování nad 1 rok <sup>3</sup>           | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| Rezerva peněžních prostředků <sup>4</sup>      | 78,0         | 58,3           | 65,4           | 70,6           | 139,9          | 62,7           | 11,5           |
| Přebytek státního rozpočtu                     | 0,0          | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            | 0,0            |
| <b>Státní finanční aktiva</b>                  | <b>116,6</b> | <b>102,2</b>   | <b>114,0</b>   | <b>121,4</b>   | <b>193,2</b>   | <b>116,7</b>   | <b>67,8</b>    |
| Likvidní státní finanční aktiva                | 116,6        | 102,2          | 112,3          | 119,7          | 191,5          | 116,7          | 67,8           |
| Pře-půjčování <sup>5</sup>                     | 0,0          | 0,0            | 1,7            | 1,7            | 1,7            | 0,0            | 0,0            |
| <b>Čisté dluhové portfolio</b>                 | <b>883,2</b> | <b>1 076,0</b> | <b>1 230,1</b> | <b>1 378,0</b> | <b>1 474,4</b> | <b>1 566,7</b> | <b>1 595,8</b> |

<sup>1</sup> Včetně zajišťujících operací.

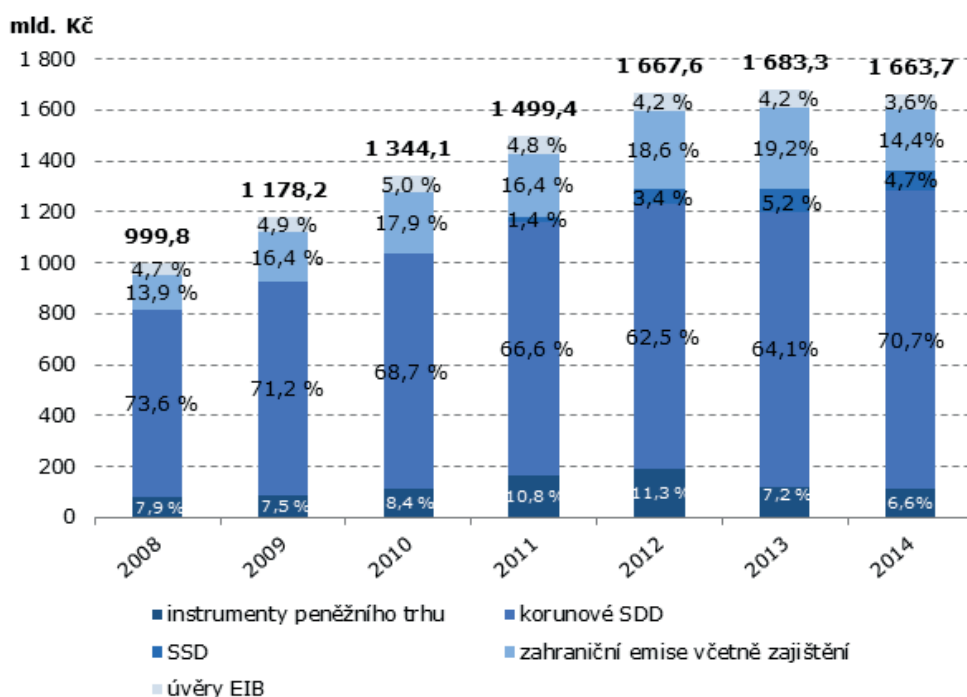
<sup>2</sup> Směnky na krytí části majetkové účasti České republiky u mezinárodních finančních institucí.

<sup>3</sup> Poskytnuté mimorozpočtové zápůjčky a úvěry s původní dobou do splatnosti nad 1 rok ostatním státům a domácím právnickým osobám, jejichž předpokládaná zbytková splatnost činí méně než 12 měsíců.

<sup>4</sup> Volné peněžní prostředky vytvářené dle § 35, odst. (4) zákona č. 218/2000 Sb. Včetně vlivu kurzových rozdílů korunové hodnoty cizoměnové části rezervy peněžních prostředků.

<sup>5</sup> Poskytnuté mimorozpočtové zápůjčky a úvěry s původní dobou do splatnosti nad 1 rok ostatním státům a domácím právnickým osobám, jejichž předpokládaná zbytková splatnost činí více než 12 měsíců.

Zdroj: MF

**Obrázek 14: Struktura dluhového portfolia**


Zdroj: MF

## Řízení likvidity státní pokladny

V situaci extrémně nízkých a záporných úrokových sazeb a v případě České republiky také v režimu devizových intervencí ČNB, které navýšily likviditu v domácím bankovním systému, se Ministerstvo v roce 2014 zaměřilo na výraznou racionalizaci volné likvidity státní pokladny, protože není v současné době možné očekávat do budoucna významnější úrokové zhodnocení na finančním trhu, a proto začala být tato likvidita zapojována intenzivněji

než v minulosti jako krátkodobý zdroj peněžních prostředků pro krytí potřeby financování centrální vlády v souladu s nejmodernějšími principy řízení vládních financí. Rezervu peněžních prostředků, která byla v minulých letech vytvářena emisní činností při souvztažném růstu hrubého státního dluhu tak postupně nahrazují ostatní disponibilní peněžní prostředky centrálního systému řízení souhrnných účtů státní pokladny.

**Tabulka 8: Stav a struktura zdrojů a investiční pozice státní pokladny (mld. Kč, mld. EUR)**

|                                                                | 2012         |            | 2013         |            | 2014         |            |
|----------------------------------------------------------------|--------------|------------|--------------|------------|--------------|------------|
|                                                                | CZK          | EUR        | CZK          | EUR        | CZK          | EUR        |
| <b>Likvidní státní finanční aktiva</b>                         | <b>162,3</b> | <b>1,2</b> | <b>94,0</b>  | <b>0,8</b> | <b>56,3</b>  | <b>0,4</b> |
| Povinní klienti státní pokladny <sup>1</sup>                   | 36,4         | 0,0        | 96,1         | 2,2        | 99,3         | 1,8        |
| Nepovinní klienti státní pokladny                              | 0,0          | 0,0        | 4,4          | 0,0        | 5,6          | 0,0        |
| Refinancování ze státní pokladny (-)                           | 0,0          | 0,0        | 0,0          | 0,0        | -50,7        | 0,0        |
| <b>Celková likviditní pozice státní pokladny<sup>2</sup></b>   | <b>198,7</b> | <b>1,2</b> | <b>194,5</b> | <b>3,0</b> | <b>110,5</b> | <b>2,2</b> |
| Reversní repo operace (kolaterál SPP)                          | 5,2          | 0,0        | 18,0         | 0,0        | 0,0          | 0,0        |
| Reversní repo operace (kolaterál SDD)                          | 0,0          | 0,0        | 0,0          | 1,4        | 0,0          | 0,8        |
| Reversní repo operace (kolaterál poukázka ČNB)                 | 158,5        | 0,0        | 141,5        | 0,0        | 71,3         | 0,5        |
| Reversní repo operace (kolaterál cizí cenné papíry)            | 0,0          | 0,0        | 0,0          | 0,0        | 0,0          | 0,0        |
| Poskytnutá depa a krátkodobé zápůjčky a úvěry                  | 13,1         | 0,0        | 14,0         | 1,0        | 22,1         | 0,8        |
| Pře-půjčování <sup>3</sup>                                     | 1,7          | 0,0        | 0,0          | 0,0        | 0,0          | 0,0        |
| Investování do SPP a SDD                                       | 18,5         | 0,0        | 19,2         | 0,0        | 15,5         | 0,0        |
| Investování do cizích cenných papírů                           | 0,0          | 0,0        | 0,0          | 0,0        | 0,0          | 0,0        |
| Poskytnutý kolaterál v peněžních prostředcích                  | 0,0          | 0,0        | 0,0          | 0,0        | 0,0          | 0,0        |
| Peněžní prostředky na souhrnném účtu SP <sup>4</sup>           | 1,6          | 1,2        | 1,8          | 0,7        | 1,7          | 0,0        |
| Peněžní prostředky Ministerstva na účtech v obchodních bankách | 0,0          | 0,0        | 0,0          | 0,0        | 0,0          | 0,0        |
| <b>Celková investiční pozice státní pokladny</b>               | <b>198,7</b> | <b>1,2</b> | <b>194,5</b> | <b>3,0</b> | <b>110,5</b> | <b>2,2</b> |

<sup>1</sup> Bez zahrnutí kvazi-klientů SD a SFA.

<sup>2</sup> Disponibilní likvidita státní pokladny včetně investování mimo účty řízení likvidity státní pokladny.

<sup>3</sup> Poskytnuté mimorozpočtové zápůjčky s původní dobou do splatnosti nad 1 rok ostatním státům a domácím právnickým osobám, jejichž předpokládána zbytková splatnost činí méně než 12 měsíců.

<sup>4</sup> Do 31. 3. 2013 se jedná o část rezervy peněžních prostředků denominovanou v euro, jelikož ČNB technicky zřídila Ministerstvu souhrnný účet státní pokladny v euro od 2. 4. 2013.

Zdroj: MF

Nazdory snižování úrokových sazeb v roce 2014 bylo dosaženo ve srovnání s rokem 2013 o 130,5 mil. Kč vyšších výnosů z investičních operací na peněžním trhu při řízení likvidity státní pokladny.

V rámci řízení likvidity korunové státní pokladny a investičních operací správy finančních aktiv na jaderném portfoliu byly v průběhu roku 2014 provedeny krátkodobé investice s použitím zástavy poukázek ČNB a státních pokladničních poukázek v celkové nominální hodnotě 4 569,6 mld. Kč. Průměrná úroková sazba dosažená při investování s použitím těchto zástav činila 0,04 % p. a. Rovněž byly v tomto období realizovány krátkodobé investice ve formě depozitních operací v celkové

nominální hodnotě 1 735,3 mld. Kč. Průměrná úroková sazba dosažená investováním formou depozitních operací činila 0,04 % p. a. V roce 2014 obchodovalo Ministerstvo financí s celkem jedenácti protistranami, kterými jsou převážně české, ale i zahraniční banky. Do státního rozpočtu bylo v roce 2014 z výnosů operací v rámci řízení korunové likvidity státní pokladny převedeno celkem 87,1 mil. Kč.

V rámci řízení likvidity eurové státní pokladny byly v průběhu roku 2014 provedeny krátkodobé investice s použitím zástavy střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů nebo poukázek ČNB a státních pokladničních poukázek v celkové nominální

hodnotě 11,4 mld. EUR. Průměrná úroková sazba investičních operací se zástavou střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů provedených v roce 2014 činila 0,18 % p. a. Rovněž byly v tomto období realizovány krátkodobé investice ve formě depozitních operací v celkové nominální hodnotě 13,8 mld. EUR. Průměrná úroková sazba dosažená investováním formou depozitních operací činila 0,16 % p. a. V roce 2014 obchodovalo Ministerstvo financí s celkem třinácti protistranami, kterými jsou české a zahraniční banky. Do státního rozpočtu bylo v roce 2014 z výnosů operací v rámci řízení eurové likvidity státní pokladny převedeno celkem 151,7 mil. Kč. Situace na trhu eurových depozit je charakteristická postupným snižováním úrokových sazeb, zejména z důvodu měnové politiky Evropské centrální banky.

**Tabulka 9: Výnosy z investičních operací v roce 2013 a 2014 (mil. Kč)**

| Výnosy          | 2013  | 2014  | 2014/2013 |
|-----------------|-------|-------|-----------|
| <b>REPO CZK</b> | 81,8  | 73,1  | 0,9       |
| <b>DEPO CZK</b> | 11,2  | 14,0  | 1,3       |
| <b>REPO EUR</b> | 5,9   | 65,2  | 11,0      |
| <b>DEPO EUR</b> | 9,4   | 86,5  | 9,2       |
| <b>Celkem</b>   | 108,3 | 238,8 | 2,2       |

*Zdroj: MF*

### 3 - Program financování a emisní činnost v roce 2014

Program financování v daném roce vymezuje prostor pro realizaci výpůjčních operací a kvantifikuje hodnotu peněžních prostředků, které jsou získány výpůjčními operacemi na finančních trzích nebo od mezinárodních finančních institucí na pokrytí potřeby financování centrální vlády. Strukturu

programu financování tvoří dluhové zdroje potřeby financování centrální vlády, které slouží k financování hrubé výpůjční potřeby centrální vlády. Jedná se o vydávání a prodeje státních dluhopisů na domácím i zahraničních trzích a přijímání zápůjček a úvěrů od mezinárodních finančních institucí.

#### Plnění programu financování

Pravidelné čtvrtletní vyhodnocování skutečné struktury dluhového portfolia ve vztahu k vyhlášeným strategickým cílům a limitům, které konstituují hlavní parametry veřejně vymezeného strategického benchmarkového portfolia komunikovaného zejména prostřednictvím Strategie, a čtvrtletní aktualizace hrubé výpůjční potřeby a programu financování jsou hlavním nástrojem Ministerstva na podporu důvěryhodnosti a transparentnosti celého procesu řízení státního dluhu a souvisejícího finančního majetku státu

a provádění výpůjčních operací na finančních trzích v souladu s nejlepší mezinárodní praxí a doporučenými standardy. Přehled tohoto vyhodnocení za rok 2014 potvrzuje, že Ministerstvo se neodchyluje od žádného z vyhlášených cílů a limitů a výpůjční operace prováděné v souladu s tzv. alternativním scénářem programu financování vyhlášeným ve Strategii odpovídají ve svém rozsahu vyhlášeným plánům emisní činnosti s výjimkou emise retailových dluhopisů, u nichž došlo k racionalizaci parametrů a snížení plánované emise.

Tabulka 10: Program financování v roce 2014 (mld. Kč)

| UKAZATEL                                                                       | Vyhlášený plán pro rok 2014      | Rok 2014                 |
|--------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------|--------------------------|
| <b>Zahraniční emisní činnost</b>                                               | 0,0 až 80,0 mld. Kč <sup>1</sup> | 0,0 mld. Kč              |
| <b>Hrubá emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů<sup>2</sup></b> | 119,2 až 230,1 mld. Kč           | 153,3 mld. Kč            |
| <b>Hrubá emise retailových dluhopisů</b>                                       | 20,0 až 50,0 mld. Kč             | 2,1 mld. Kč <sup>3</sup> |
| <b>Čistá emise instrumentů peněžního trhu<sup>4</sup></b>                      | -20,9 až 0,0 mld. Kč             | -10,7 mld. Kč            |
| <b>Hrubá emise státních pokladničních poukázek<sup>5</sup></b>                 | 100,0 až 120,9 mld. Kč           | 107,6 mld. Kč            |
| <b>Úvěry od Evropské investiční banky</b>                                      | 0,0 až 10,0 mld. Kč              | 0,0 mld. Kč              |

<sup>1</sup> Podíl financování na zahraničním trhu zároveň nepřekročí 25 % roční hrubé výpůjční potřeby v metodice platné pro rok 2014.

<sup>2</sup> Včetně přímých prodejů z vlastního portfolia na sekundárním trhu a nákupů do investičních portfolií.

<sup>3</sup> Včetně reinvestice výnosů v celkové jmenovité hodnotě 699,3 mil. Kč.

<sup>4</sup> Zahrnuje státní pokladniční poukázky, zápůjční facility SDD a ostatní instrumenty peněžního trhu.

<sup>5</sup> Bez emisí státních pokladničních poukázek vydaných a splatných v rámci příslušného období.

Zdroj: MF

#### Střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy

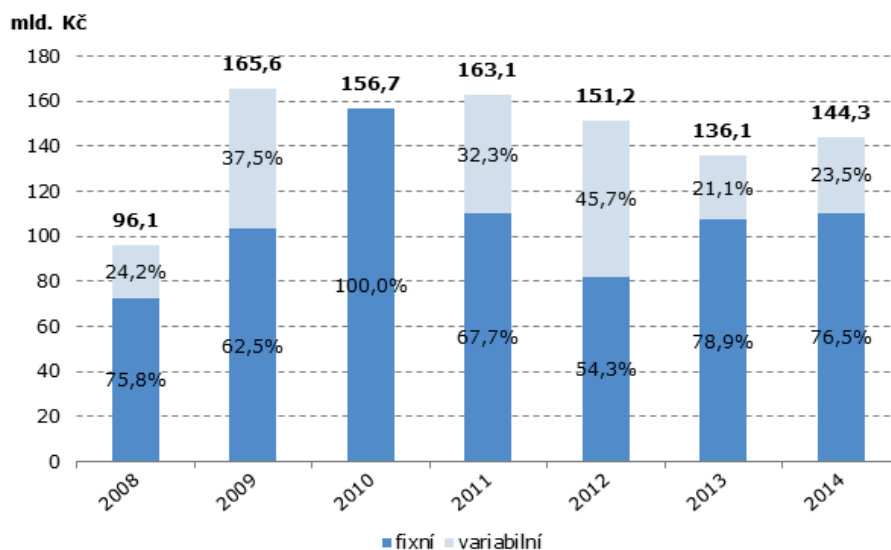
V oblasti domácí emisní činnosti činila celková jmenovitá hodnota hrubé emise korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů 153,3 mld. Kč, čímž došlo k využití 66,6 % ročního maximálního emisního limitu tohoto druhu financování a bylo tak financováno 43,8 % plánované hrubé výpůjční potřeby centrální vlády v rámci alternativního scénáře programu financování v roce 2014.

Na domácím trhu střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů bylo v roce 2014 uskutečněno celkem 26 primárních aukcí. V jeden aukční den byly zpravidla nabízeny dva různé instrumenty,

v aukcích konaných ve dnech 23. dubna a 14. května 2014 byly v jeden aukční den nabízeny tři různé instrumenty

Prostřednictvím primárních aukcí byly prodány střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 144,3 mld. Kč. V primárních aukcích byly v souladu se Strategií vydávány fixně a variabilně úročené střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy. Podíl obou typů instrumentů prodaných prostřednictvím primárních aukcí za celý rok 2014 činil 76,5 % u fixně úročených dluhopisů a 23,5 % u variabilně úročených dluhopisů.

**Obrázek 15: Úroková struktura SDD prodaných v aukcích**

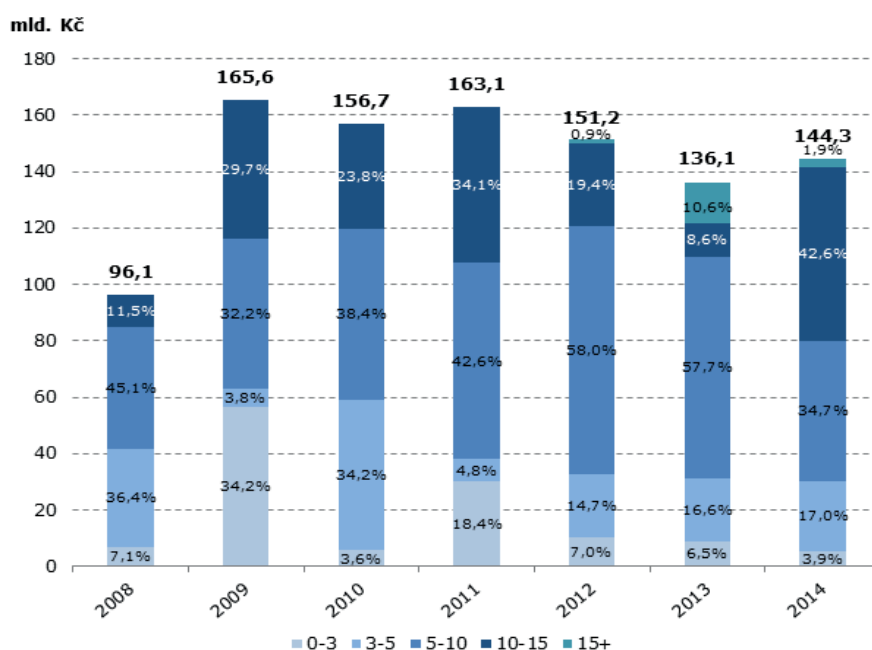


Zdroj: MF

V primárních aukcích střednědobých a dlouhodobých dluhopisů byly v souladu s vyhlášenými limity pro refinanční riziko vydávány státní dluhopisy v různých segmentech zbytkové doby do splatnosti, přičemž byly dle emisního plánu vydány i dvě nové benchmarkové emise fixně úročených státních dluhopisů se splatnostmi v letech 2018 a 2025 a dvě nové emise variabilně úročených státních dluhopisů splatných v letech 2020 a 2027. Podíl celkové jmenovité hodnoty prodaných státních dluhopisů v segmentu zbytkové doby do splatnosti 10 až 15 let na celkové jmenovité hodnotě všech

státních dluhopisů prodaných v primárních aukcích činí 42,6 %, což je největší podíl ve sledovaných segmentech zbytkové doby do splatnosti. Oproti konci roku 2013 došlo k nárůstu tohoto podílu o 33,9 p. b., kdy tento podíl činil 8,6 %. Oproti konci roku 2013 však došlo k výraznému poklesu podílu celkové jmenovité hodnoty prodaných státních dluhopisů v segmentu zbytkové doby do splatnosti 5 až 10 let na celkové jmenovité hodnotě všech státních dluhopisů vydaných v primárních aukcích o 23,0 p. b., v segmentu zbytkové doby do splatnosti nad 15 let pak tento pokles činil 8,7 p. b.

**Obrázek 16: Splatnostní struktura SDD prodaných v aukcích**

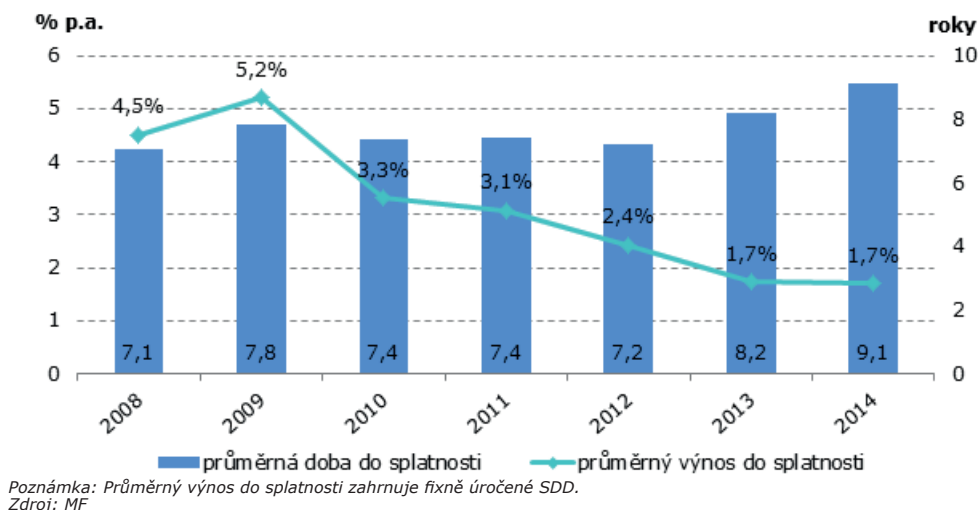


Zdroj: MF

Průměrný výnos fixně úročených SDD prodaných v primárních aukcích v roce 2014 činil 1,7 %. Pokračoval tak nadále klesající trend výnosů v primárních aukcích střednědobých a dlouhodobých

státních dluhopisů. Průměrná doba do splatnosti SDD prodaných v primárních aukcích vztažená k datu emise v roce 2014 naopak vzrostla o 0,9 roku oproti roku 2013 na 9,1 let.

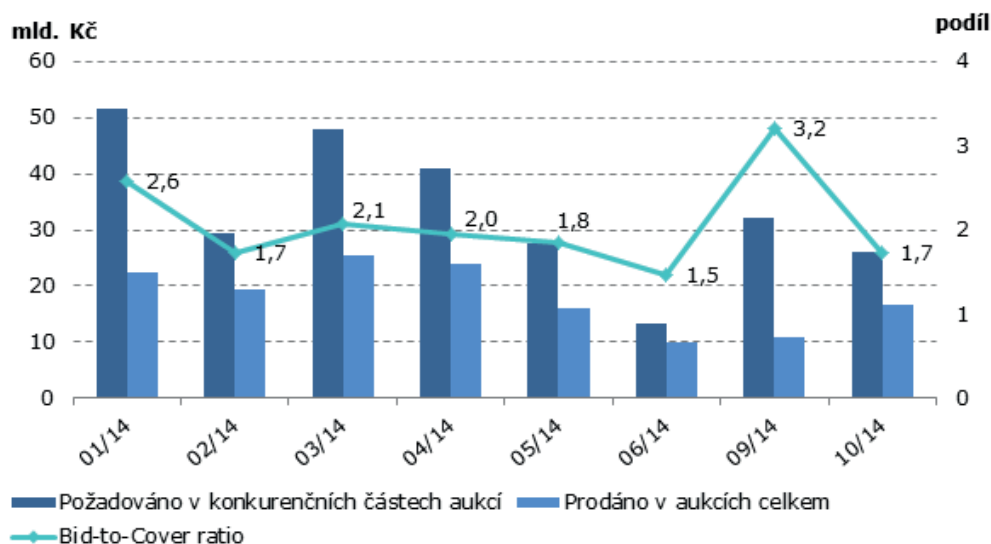
**Obrázek 17: Průměrný výnos a doba do splatnosti SDD v aukcích**



I v roce 2014 pokračovala stabilní poptávka po korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisech, což dokresluje poměr celkové poptávky k uspokojené poptávce v konkurenční

části aukce (tzv. „Bid-to-Cover Ratio“). Průměrné „Bid-to-Cover Ratio“ na hodnotě 2,1 signalizuje velmi silnou poptávku v aukcích SDD na domácím trhu.

**Obrázek 18: Aukce SDD v roce 2014**



prostřednictvím přímých prodejů střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na sekundárním trhu prostřednictvím elektronické obchodní platformy MTS Czech Republic byly prodány SDD v celkové jmenovité hodnotě 9,0 mld. Kč.

V roce 2014 došlo k řádné splátce korunového Dluhopisu České republiky, 2011 – 2014, 2,75 % v celkové jmenovité hodnotě 46,0 mld. Kč. Dále byly uskutečněny zpětné odkupy SDD před datem jejich splatnosti v celkové jmenovité hodnotě 11,3 mld. Kč. Odkupován byl Dluhopis České republiky, 2005 – 2015, 3,80 % v celkové jmenovité hodnotě 2,5 mld. Kč, Dluhopis České republiky, 2010 – 2015, 3,40 % v celkové jmenovité hodnotě 8,3 mld. Kč a Dluhopis

České republiky, 2001 – 2016, 6,95% v celkové jmenovité hodnotě 0,4 mld. Kč.

Celková jmenovitá hodnota čisté emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím trhu činila 96,0 mld. Kč.

V oblasti zahraniční emisní činnosti neuskutečnilo Ministerstvo v roce 2014 žádné výpůjční operace. V červnu 2014 došlo k historicky první splátce zahraniční emise státního dluhopisu České republiky denominované v jednotné evropské měně v celkové jmenovité hodnotě 1,5 mld. EUR, v listopadu 2014 pak ke splátce další zahraniční emise státního dluhopisu České republiky denominované v jednotné evropské měně v celkové jmenovité hodnotě 1,5 mld. EUR.

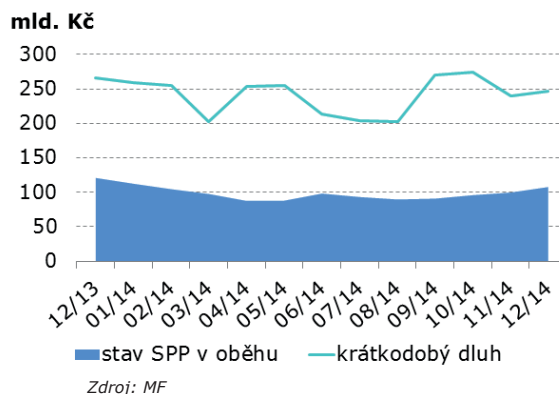
## Instrumenty peněžního trhu

V roce 2014 činila celková jmenovitá hodnota hrubé emise instrumentů peněžního trhu bez revolvingu 110,2 mld. Kč, z čehož 107,6 mld. Kč představovaly vydané státní pokladniční poukázky a 2,5 mld. Kč představují přijaté peněžní prostředky v rámci zápůjčních facilit střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů. Hrubou emisí instrumentů peněžního trhu došlo k využití 91,1 % ročního maximálního emisního limitu tohoto druhu financování a bylo tak financováno 31,5 % plánované hrubé výpůjční potřeby centrální vlády v rámci alternativního scénáře programu financování v roce 2014. Celková jmenovitá hodnota čisté emise instrumentů peněžního trhu činila -10,7 mld. Kč.

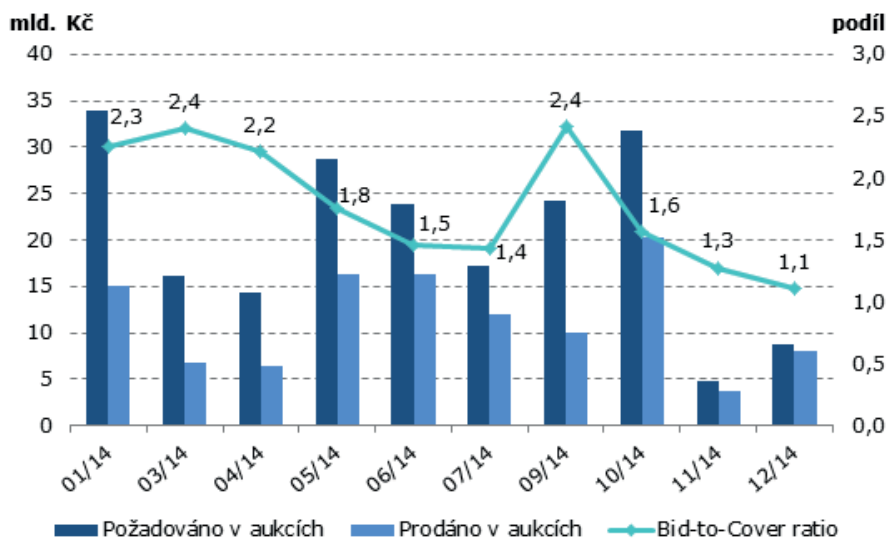
V roce 2014 činila hrubá emise státních pokladničních poukázek včetně revolvingu 114,9 mld. Kč. Průměrný aukční výnos státních pokladničních poukázek v roce 2014 činil 0,07 %. I v roce 2014 lze pozorovat poměrně stabilní

poptávku po těchto instrumentech ze strany primárních dealerů českých státních dluhopisů, když průměrný podíl požadované a prodané jmenovité hodnoty státních pokladničních poukázek v aukcích v roce 2014 činil 1,8.

**Obrázek 19: SPP v oběhu v roce 2014**



**Obrázek 20: Aukce SPP v roce 2014**



V roce 2014 primární dealeri českých státních dluhopisů pokračovali ve využívání zápůjční facility pro poskytování zápůjček střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů, která má za cíl zvýšit likviditu státních dluhopisů na sekundárním trhu. V roce 2014 byly z vlastního portfolia Ministerstva a investičního jaderného portfolia

prostřednictvím zápůjční facility poskytnuty zápůjčky SDD v celkové jmenovité hodnotě 84,6 mld. Kč oproti přijatým peněžním prostředkům ve výši 99,3 mld. Kč, které byly investovány na peněžním trhu v rámci řízení likvidity státní pokladny a v rámci investičních operací správy finančních aktiv na jaderném portfoliu.

## Ostatní dluhové instrumenty

V roce 2014 nedošlo k čerpání žádné tranše úvěrů Evropské investiční banky. V průběhu roku došlo k řádným splátkám tranší úvěrů EIB v celkové výši 1,7 mld. Kč a k před-splacení tranší úvěrů EIB v celkové výši 9,4 mld. Kč. Celkově tak byly v roce 2014 splaceny tranše úvěrů Evropské investiční banky v celkové výši 11,1 mld. Kč.

V oblasti spořicíh státních dluhopisů činila celková jmenovitá hodnota hrubé emise SSD 2,1 mld. Kč (včetně 0,7 mld. Kč tranší emisí spořicíh státních dluhopisů vydaných formou reinvestice výnosu). Šestá série emisí v celkové jmenovité hodnotě 1,4 mld. Kč byla uskutečněna v červnu 2014, což byla jediná série emisí spořicíh státních dluhopisů uskutečněná v průběhu roku 2014. Snížení hrubé emise SSD oproti minulým sériím bylo důsledkem parametrických úprav emisních podmínek v souvislosti se snižováním celkové výpůjční potřeby státu na finančních trzích.

V roce 2014 byly uskutečněny řádné splátky Diskontovaného spořicího státního dluhopisu České republiky, 2012 – 2014 v celkové jmenovité

hodnotě 8,4 mld. Kč a Diskontovaného spořicího státního dluhopisu České republiky, 2013 – 2014 v celkové jmenovité hodnotě 3,1 mld. Kč. Emisní podmínky spořicíh státních dluhopisů umožňují vlastníkům požádat o jejich splacení před stanoveným datem splatnosti. Samotný vývoj předčasného splacení v roce 2014 však ukazuje, že podíl předčasného splacení není nijak významný a vlastníci spořicíh státních dluhopisů žádají o tuto službu pouze výjimečně. V roce 2014 bylo v rámci osmi období pro podávání žádostí o předčasné splacení požádáno o splacení dluhopisů v celkové jmenovité hodnotě 338,3 mil. Kč, což je 0,4 % z celkové jmenovité hodnoty spořicíh státních dluhopisů v oběhu ke konci roku 2014. Celková jmenovitá hodnota řádných i předčasných splátek SSD v roce 2014 činila 11,9 mld. Kč.

Ke konci roku 2014 činila celková jmenovitá hodnota spořicíh státních dluhopisů v oběhu 77,8 mld. Kč, což činí 4,7 % celkového státního dluhu a 6,2 % korunových státních dluhopisů bez státních pokladničních poukázek.

**Tabulka 11: Emise a splátky SSD**

|                                                                    | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------------------------------------------------------------------|------|------|------|------|
| <b>Celková jmenovitá hodnota vydaných SSD (mld. Kč)</b>            | 20,4 | 45,3 | 38,8 | 1,4  |
| <b>Reinvestice výnosu (mld. Kč)</b>                                | 0,0  | 0,1  | 0,3  | 0,7  |
| <b>Předčasné splacení (mld. Kč)</b>                                | -    | 0,1  | 0,2  | 0,3  |
| <b>Předčasné splacení (% SSD v oběhu ke konci příslušného rok)</b> | 0,0  | 0,2  | 0,2  | 0,4  |
| <b>Řádné splacení (mld. Kč)</b>                                    | 0,0  | 9,5  | 7,5  | 11,6 |
| <b>Celkem splaceno (mld. Kč)</b>                                   | 0,0  | 9,6  | 7,7  | 11,9 |
| <b>SSD v oběhu (mld. Kč)</b>                                       | 20,4 | 56,2 | 87,6 | 77,8 |

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.

### Refinanční riziko

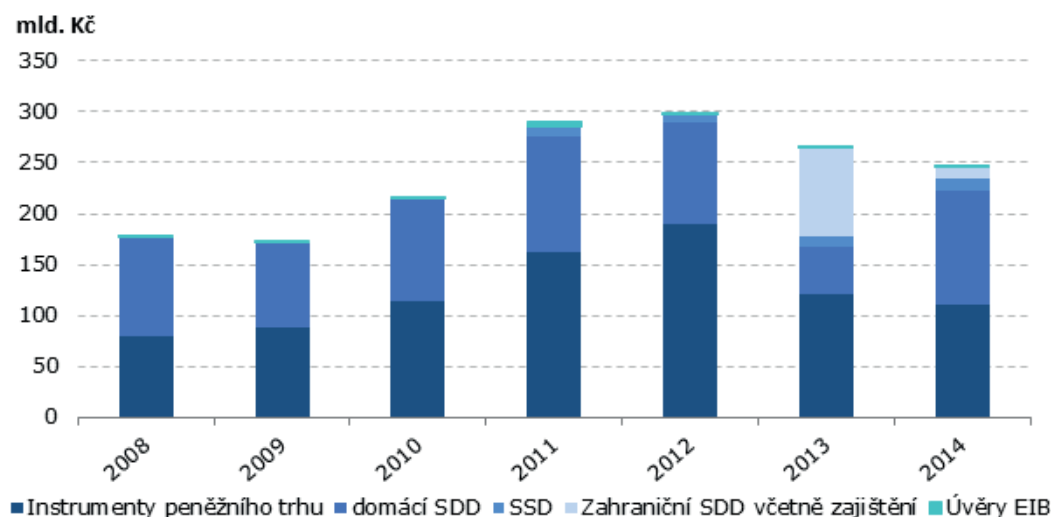
Refinanční riziko je řízeno systémem čtyř indikátorů: podílem krátkodobého státního dluhu, podílem střednědobého státního dluhu, průměrné doby do splatnosti a splatnostního profilu. Tyto čtyři indikátory je nutné uvažovat jako ucelený systém, zaměření se pouze na některý z nich může představovat potencionální riziko.

Podíl krátkodobého státního dluhu (tj. podíl dluhu splatného do jednoho roku na celkovém státním dluhu) je klíčovým ukazatelem refinančního rizika v krátkodobém horizontu. Ministerstvo v rámci řízení krátkodobého refinančního rizika uplatňuje na tento ukazatel limitní hranice od roku 2006, které nebyly překročeny v žádném roce jejich existence. V letech 2006 až 2012 byla nastavena limitní hranice pro podíl krátkodobého státního

dluhu na úrovni 20,0 %. Pro roky 2012 a 2013 byla tato limitní hranice zvýšena o 5 p. b. na 25,0 % v souvislosti se zavedením limitní hranice na podíl střednědobého státního dluhu. Pro rok 2014 byla limitní hranice snížena o 5 p. b. zpět na 20,0 % zejména z důvodu efektivnějšího řízení disponibilní likvidity státní pokladny. Systém limitů na podíl krátkodobého a střednědobého státního dluhu umožňuje rozložit refinanční riziko dluhového portfolia do krátkodobého a střednědobého horizontu.

Podíl krátkodobého státního dluhu ke konci roku 2014 činí 14,9 % celkového státního dluhu, což představuje pokles o 0,9 p. b. oproti konci roku 2013.

**Obrázek 21: Struktura krátkodobého státního dluhu**



Poznámka: Ke konci příslušných let.  
Zdroj: MF

I ke konci roku 2014 platí, že stav střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů vydaných na domácím i zahraničních trzích včetně spořicíh státních dluhopisů splatných do jednoho roku převyšuje stav instrumentů peněžního trhu v oběhu. Podíl instrumentů peněžního trhu na krátkodobém

státním dluhu ke konci roku 2014 činí 44,5 % a poklesl o 0,9 p. b. oproti konci roku 2013. Podíl instrumentů peněžního trhu na celém státním dluhu ke konci roku 2014 činí 6,6 % a oproti konci roku 2013 poklesl o 0,6 p. b.

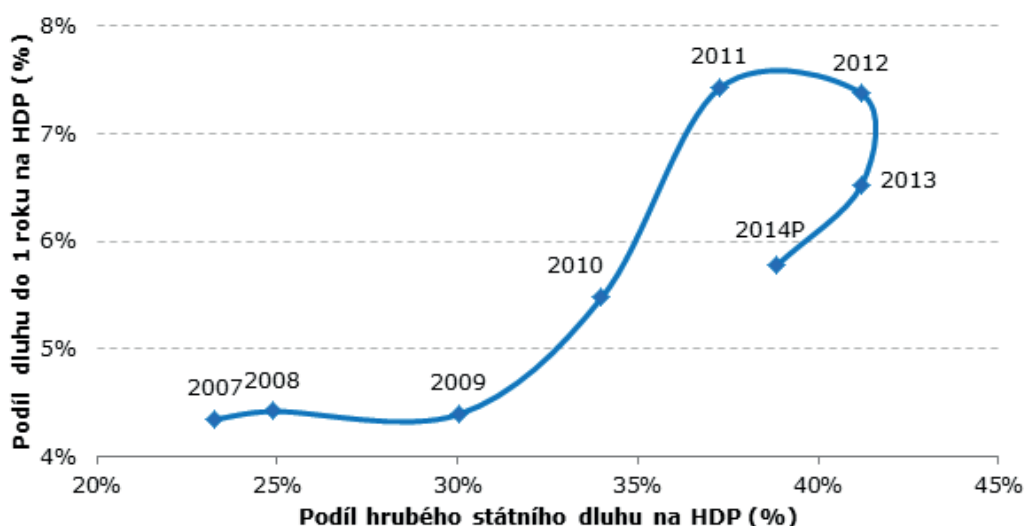
**Tabulka 12: Struktura krátkodobého státního dluhu (%)**

|                                 | 2008        | 2009        | 2010        | 2011        | 2012        | 2013        | 2014        |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Domácí SDD                      | 55,2        | 48,1        | 47,1        | 39,0        | 33,7        | 17,3        | 45,7        |
| SSD                             | -           | -           | -           | 3,3         | 2,5         | 4,3         | 4,7         |
| Zahraniční SDD včetně zajištění | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 32,4        | 4,3         |
| <b>Dluhopisy celkem</b>         | <b>55,2</b> | <b>48,1</b> | <b>47,1</b> | <b>42,3</b> | <b>36,2</b> | <b>54,0</b> | <b>54,6</b> |
| Instrumenty peněžního trhu      | 44,3        | 51,3        | 52,4        | 55,9        | 63,4        | 45,4        | 44,5        |
| Úvěry EIB                       | 0,5         | 0,6         | 0,5         | 1,8         | 0,4         | 0,6         | 0,8         |
| <b>Krátkodobý dluh na HDP</b>   | <b>4,4</b>  | <b>4,4</b>  | <b>5,5</b>  | <b>7,2</b>  | <b>7,4</b>  | <b>6,5</b>  | <b>5,8</b>  |

Poznámka: Ke konci jednotlivých let. Zdrojem dat HDP pro roky 2008 až 2013 je ČSU, pro rok 2014 Makroekonomická predikce MF – leden 2015.  
Zdroj: ČSU, MF

V průběhu roku 2014 došlo k poklesu absolutní výše krátkodobého státního dluhu o 19,1 mld. Kč, ve vyjádření jako podílu na HDP je predikován pokles o 0,7 p. b. Ve srovnání s koncem roku 2013. Pokračuje tak trend poklesu podílu státního dluhu na HDP i poklesu podílu krátkodobého státního dluhu na HDP, který začal od roku 2012. Ve srovnání s koncem roku 2013 došlo ke změně struktury krátkého dluhu zejména

v případě domácích a zahraničních střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů, kdy ke konci roku 2013 převyšovaly splátky zahraničních emisí splátky domácích emisí z důvodu historicky prvních dvou splátek zahraničních emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů České republiky denominovaných v jednotné evropské měně v celkové jmenovité hodnotě 3,0 mld. EUR.

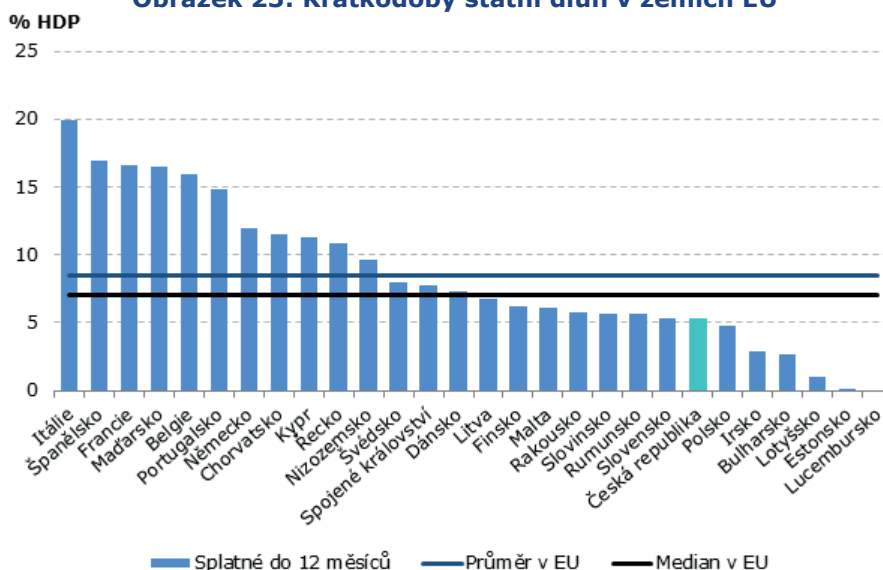
**Obrázek 22: Hrubý státní dluh a státní dluh se splatností do 1 roku**

Poznámka: Ke konci jednotlivých let. Zdrojem dat HDP pro roky 2007 až 2013 je ČSU, pro rok 2014 Makroekonomická predikce MF – leden 2015.  
Zdroj: ČSU, MF

Velikost krátkodobého státního dluhu České republiky je poměrně nízká i ve srovnání se státy EU, když podíl krátkodobého státního dluhu na HDP

leží pod průměrem stejně tak jako pod mediánem EU, což je však dáno i relativně nízkým zadlužením ČR v porovnání s ostatními státy EU.

**Obrázek 23: Krátkodobý státní dluh v zemích EU**



Poznámka: Ke konci listopadu 2014. Nezahrnuje neobchodovatelný státní dluh, zahrnuje retailový státní dluh.  
 Predikce hrubého domácího produktu jednotlivých ekonomik vychází z předpovědí Evropské komise.  
 Zdroj: ESRB Risk Dashboard

V souvislosti s refinančním rizikem je nutné zmínit i předčasné splacení spořicíh státních dluhopisů, jehož výše ani v roce 2014 zatím není signifikantní, když celková jmenovitá hodnota předčasně splacených spořicíh státních dluhopisů v roce 2014 činí 0,3 mld. Kč. Od pilotní série emisí v roce 2011 do konce 2014 činí splátky spořicíh státních dluhopisů před datem splatnosti 0,6 mld. Kč, což představuje 0,6 % všech vydaných spořicíh státních dluhopisů v tomto období včetně reinvestic výnosů. Ministerstvo nadále monitoruje situaci, ale v současné době není očekáván větší nárůst splátek spořicíh státních dluhopisů před datem splatnosti, mimo jiné z důvodu vysokých výnosů těchto dluhopisů oproti aktuální situaci na dluhopisových trzích.

V druhé polovině roku 2014 Ministerstvo přistoupilo k provádění zpětných odkupů korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů. Tyto operace na sekundárním trhu snižují refinanční riziko dluhového portfolia tím, že snižují podíl krátkodobého dluhu a prodlužují průměrnou splatnost dluhového portfolia. Dále jsou tyto operace využívány k řízení výdajů státního rozpočtu v běžném a následujících fiskálních letech tím, že budoucí kuponové platby představující výdaje kapitoly Státní dluh v následujících fiskálních letech jsou jako důsledek provedení zpětného odkupu vyplaceny v běžném fiskálním roce. Zpětné odkupy lze rovněž chápat jako alternativu investování disponibilní likvidity korunové státní pokladny v případě, kdy výnos z realizace zpětného odkupu převyšuje očekávaný výnos z investování disponibilní likvidity korunové státní pokladny prostřednictvím repo a depo operací. Celková jmenovitá hodnota státních dluhopisů splatných v roce 2015 a později a odkoupených v průběhu roku 2014 činí 11,3 mld. Kč.

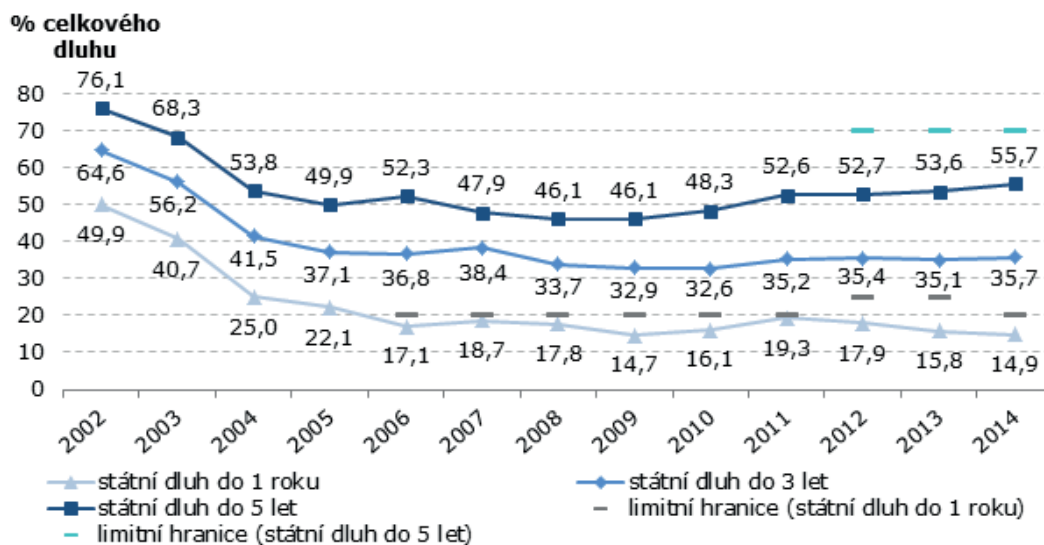
V roce 2014 Ministerstvo využívalo taktéž zápůjční facilitu pro poskytování zápůjček střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů ve formě repo operací, v nichž kolaterál představují střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy, které jsou poskytovány z vlastního portfolia Ministerstva, nebo z investičního jaderného portfolia. I když je primárním účelem této facility zvýšit likviditu státních dluhopisů na sekundárním trhu zejména v případě krátkodobého převisu poptávky nad nabídkou u daného dluhopisu, z důvodu velmi nízkých repo sazeb považuje Ministerstvo tyto operace za výhodný zdroj v segmentu krátkodobého financování. Tím tyto operace přispívají k úspoře čistých úrokových nákladů na obsluhu státního dluhu – avšak zároveň zvyšují refinanční riziko i úrokové riziko. Vzhledem k relativně nízkému podílu státních pokladničních poukázek na celkovém státním dluhu a obecně celkovému relativně nízkému refinančnímu a úrokovému riziku portfolia státního dluhu nepředstavují zápůjční facility přílišné riziko pro portfolio státního dluhu i přes významný nárůst jejich využívání v roce 2014. Celková nominální hodnota repo operací provedených během roku 2014 činí 99,3 mld. Kč oproti 27,5 mld. Kč v roce 2013. V rámci zápůjčních facilit byl v roce 2014 poskytnut kolaterál v celkové jmenovité hodnotě 84,6 mld. Kč. Ke konci roku 2014 činí celková výše přijatých peněžních prostředků z nesplacených zápůjčních facilit 2,5 mld. Kč.

V oblasti střednědobého refinančního 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 nastavuje Ministerstvo explicitní limitní hranici, jejíž výše počínaje rokem 2012 činí 70,0 % celkového

státního dluhu. Hodnota podílu střednědobého státního dluhu na celkovém státním dluhu ke konci roku 2014 činí 55,7 % a oproti konci roku 2013 to představuje nárůst o 2,1 p. b. Podíl státního

dluhu splatného do tří let dosahuje ke konci roku 2014 hodnoty 35,7 %, což představuje nárůst hodnoty tohoto ukazatele oproti konci roku 2013 o 0,6 p. b.

**Obrázek 24: Státní dluh dle splatnostních košů**



Poznámka: Ke konci jednotlivých let.  
Zdroj: MF

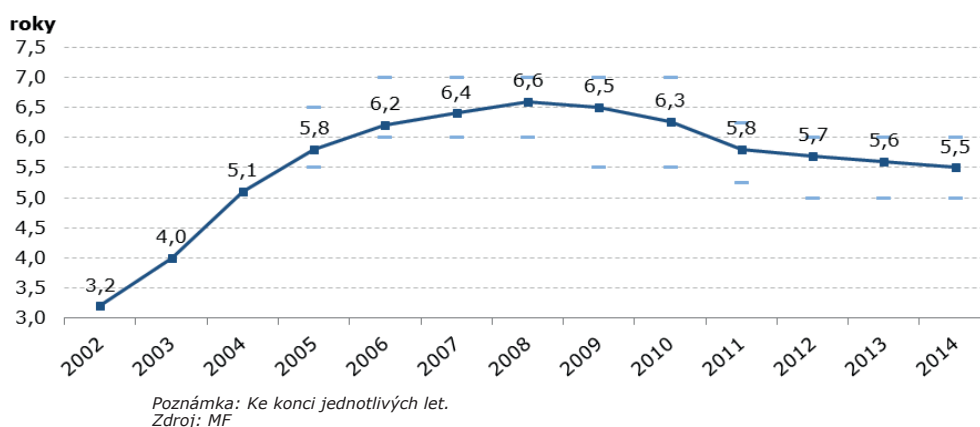
Dalším ukazatelem používaným při řízení refinančního rizika je průměrná doba do splatnosti státního dluhu. Poprvé byl cíl pro tento ukazatel explicitně vyhlášen pro rok 2005 v podobě intervalu. Počínaje rokem 2012 činí cíl pro průměrnou dobu do splatnosti 5,0 až 6,0 let. Vyhlášené cíle byly splněny ve všech letech jejich platnosti. Udržení průměrné doby do splatnosti v cílovém pásmu stejně jako vyhlazený splatnostní profil dluhového portfolia patří mezi fundamentální ukazatele, které určují časovou a objemovou strukturu emisí státních dluhopisů na domácím a zahraničním trhu a nastavení splátkových kalendářů čerpaných úvěrů Evropské investiční banky.

Průměrná doba do splatnosti státního dluhu ke konci roku 2014 dosahuje hodnoty 5,5 roku, což

představuje pokles ukazatele o 0,1 roku oproti konci roku 2013.

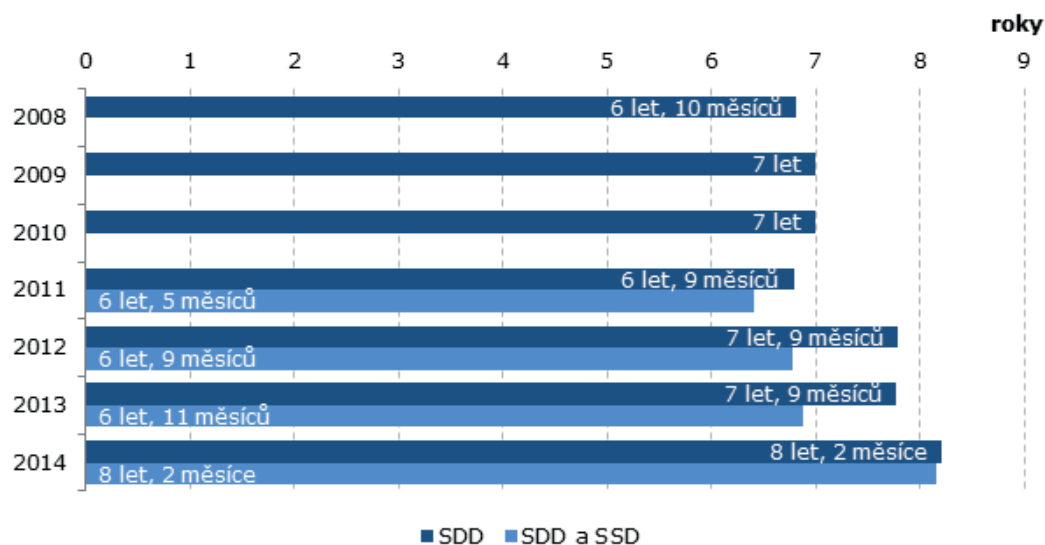
I přes nárůst průměrné splatnosti hrubé emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2014 o 5 měsíců oproti roku 2013 (vztaheno ke konci roku) dochází k poklesu průměrné splatnosti státního dluhu. Tato skutečnost je dána především strukturou a velikostí dluhového portfolia a relativně nízkou hrubou emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů, kdy průměrná splatnost té části státního dluhu, která nebyla splatná v roce 2014 a jejíž výše činí přibližně 1,4 bilionu Kč, poklesla o 1 rok a je kompenzována hrubou emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v očekávané výši přibližně 160 mld. Kč, tj. cca jednou devítinou přetrvávajícího dluhového portfolia, s průměrnou splatností 8 let a 2 měsíce.

**Obrázek 25: Průměrná splatnost státního dluhu a vyhlášené cíle**



Poznámka: Ke konci jednotlivých let.  
Zdroj: MF

**Obrázek 26: Průměrná doba do splatnosti prodaných SDD a SSD na domácím trhu**



Poznámka: Průměrná doba do splatnosti prodaných korunových SDD a SSD během příslušného kalendářního roku stanovená ke konci roku.  
Zdroj: MF

Ministerstvo sleduje nejen průměrnou dobu do splatnosti celkového dluhového portfolia, ale také průměrnou dobu do splatnosti jeho jednotlivých složek. Průměrná doba do splatnosti instrumentů peněžního trhu se od roku 2009 stabilizovala na hodnotě 0,4 roku. Průměrná doba do splatnosti zahraničních emisí ke konci roku 2014 vzrostla o 0,7 roku oproti konci roku 2013 na hodnotu 5,8 let z důvodu splátky dvou zahraničních emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů České republiky denominovaných v jednotné evropské měně v celkové jmenovité hodnotě 3,0 mld. EUR. Průměrná doba do splatnosti korunových střednědobých a dlouhodobých

státních dluhopisů ke konci roku 2014 poklesla oproti konci roku 2013 o 0,4 roku na hodnotu 5,8 let i přes poměrně vysokou dobu do splatnosti dluhopisů prodaných v průběhu roku. Důvodem je zejména výše popsaná diskrepance mezi celkovou jmenovitou hodnotou již existujícího portfolia korunových SDD a celkovou jmenovitou hodnotou nově prodaných korunových SDD. Průměrná doba do splatnosti spořicíh státních dluhopisů ke konci roku 2014 poklesla o 0,6 roku oproti konci roku 2013 na hodnotu 2,5 let. Průměrná splatnost neobchodovatelného státního dluhu poklesla o 1,0 roku z důvodu nečerpání nových tranší úvěrů EIB v roce 2014.

**Tabulka 13: Průměrná doba do splatnosti složek státního dluhu (roky)**

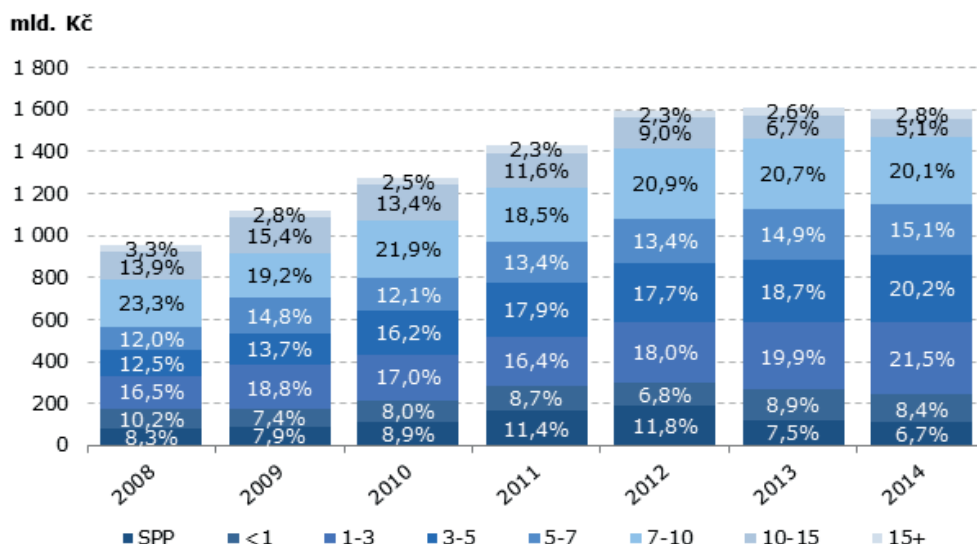
| Ukazatel                                   | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--------------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| <b>Korunové SDD</b>                        | 6,5  | 6,6  | 6,3  | 6,2  | 6,3  | 6,2  | 5,8  |
| <b>SSD</b>                                 | -    | -    | -    | 3,0  | 3,3  | 3,1  | 2,5  |
| <b>Zahraniční dluhopisy, vč. zajištění</b> | 9,2  | 7,3  | 7,1  | 6,2  | 6,1  | 5,1  | 5,8  |
| <b>Instrumenty peněžního trhu</b>          | 0,3  | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 0,4  |
| <b>Neobchodovatelný státní dluh</b>        | 12,0 | 12,2 | 12,5 | 11,5 | 11,8 | 11,4 | 10,4 |

Poznámka: Ke konci jednotlivých let. Zahraniční emise včetně kursového zajištění cizoměnové jmenovité hodnoty.  
Zdroj: MF

Klesající trend průměrné doby do splatnosti státních dluhopisů trvající od roku 2009 je i v roce 2014 dán z části také poklesem celkové jmenovité hodnoty státních dluhopisů v oběhu v segmentu se zbytkovou dobou do splatnosti 10 až 15 let trvajícím od roku 2009, jehož podíl na celkové jmenovité hodnotě všech státních dluhopisů v oběhu ke konci roku 2014 činí

5,1 % a poklesl tak o dalších 1,6 p. b. oproti konci roku 2013 a také poklesem v segmentu 7 až 10 let o 0,6 p. b. na hodnotu 20,1 % všech státních dluhopisů v oběhu. Oproti konci roku 2013 naopak vzrostl podíl dluhopisů v segmentech zbytkové doby do splatnosti 1 až 3 let a 3 až 5 let. Ostatní segmenty jsou oproti roku 2013 relativně stabilní.

**Obrázek 27: Struktura státních dluhopisů dle doby do splatnosti**

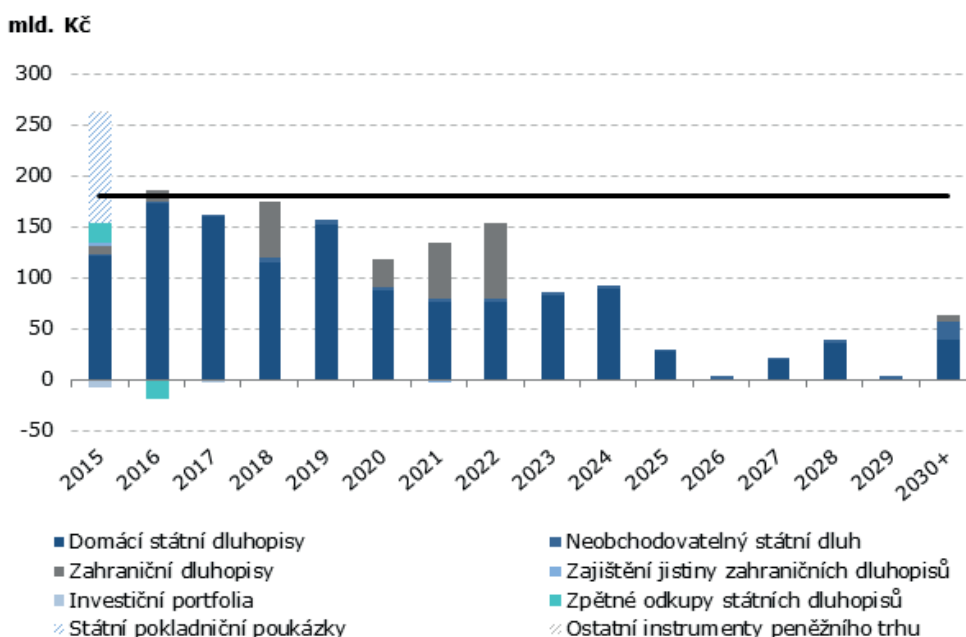


Poznámka: Ke konci jednotlivých let. Zahrnuje korunové SDD, zahraniční emise, SSD a SPP.  
Zdroj: MF

Emisní kalendáře státních dluhopisů, prodeje státních dluhopisů na sekundárním trhu, případné zahraniční emise a čerpání dlouhodobých úvěrů od Evropské investiční banky 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 maximální roční splátky současného dluhového portfolia po zohlednění vlivu zpětných odkupů a neuvažování splátek instrumentů peněžního trhu na úrovni 180 mld. Kč.

**Obrázek 28: Splatnostní profil státního dluhu a státních finančních aktiv ke konci 2014**



Poznámka: Na kladné svislé ose jsou zobrazena pasiva a plánované zpětné odkupy SDD splatných v roce 2016 a v následujících letech, na záporné svislé ose státní finanční aktiva a zpětné odkupy SDD provedené v roce 2015. Domácí státní dluhopisy zahrnují SSD. Instrumenty peněžního trhu neuvažují revolving v rámci roku.  
Zdroj: MF

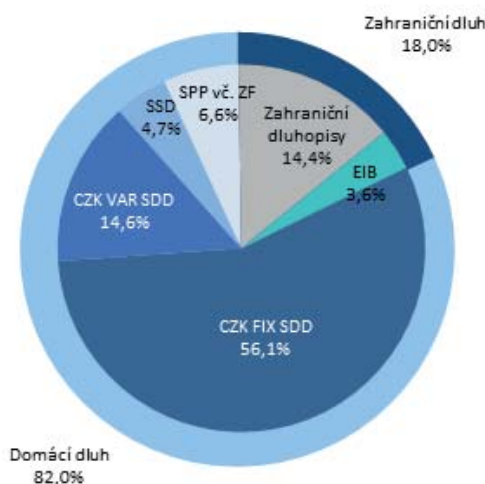
S ohledem na refinanční riziko sleduje Ministerstvo strukturu dluhového portfolia dle jednotlivých instrumentů. Dlouhodobě zauímají největší podíl fixně úročené korunové střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy, jejichž podíl ke konci roku 2014 činí 56,1 % celkového státního dluhu, což představuje nárůst o 4,0 p. b. oproti konci roku 2013. Podíl

variabilně úročených korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na státním dluhu dosahuje ke konci roku 2014 výše 14,6 %, což představuje nárůst o 2,5 p. b. oproti konci roku 2013. Podíl celkové jmenovité hodnoty zahraničních emisí včetně zajištění jistin na celkovém státním dluhu dosahuje ke konci roku 2014 hodnoty 14,4 %,

což představuje pokles o 4,8 p. b. oproti konci roku 2013. Tento pokles byl způsoben splátkami dvou zahraničních emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů denominovaných v jednotné evropské měně a neuskutečněním žádné zahraniční emise v roce 2014. Podíl instrumentů peněžního trhu

na celkovém státním dluhu ke konci roku 2014 činí 6,6 % celkového státního dluhu, což představuje pokles o 0,6 p. b. oproti konci roku 2013. Podíl spořicíh státních dluhopisů na celkovém dluhu ke konci roku 2014 činí 4,7 %, což představuje pokles o 0,5 p. b. oproti konci roku 2013.

**Obrázek 29: Struktura státního dluhu dle instrumentů ke konci 2014**

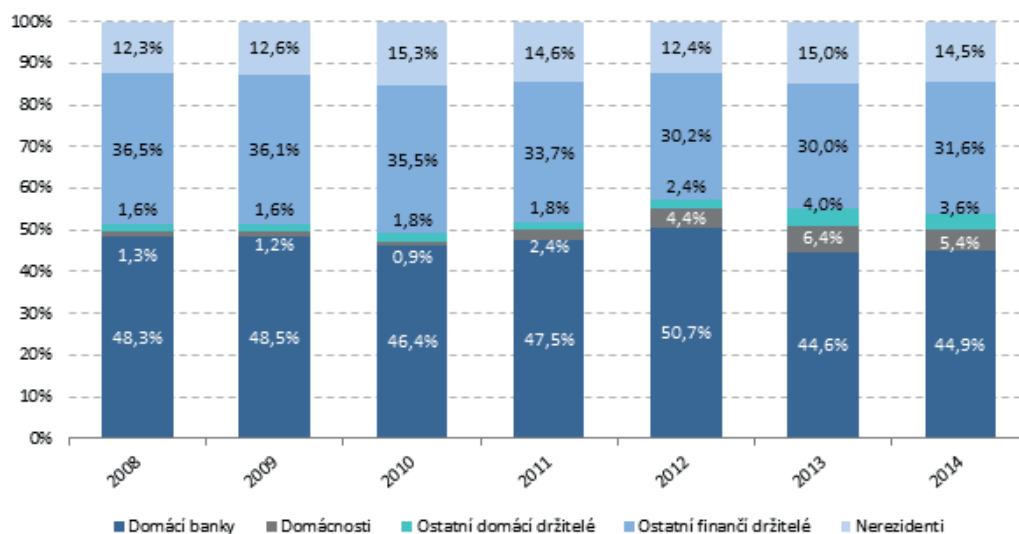


Zdroj: MF

Struktura držitelů korunových státních dluhopisů je v posledních letech relativně stabilizovaná. V průběhu roku 2014 skončil rostoucí trend podílu domácností na držbě domácích státních dluhopisů, když v průběhu roku 2014 poklesl o 1,0 p. b. Zejména z důvodu nižší hrubé emise spořicíh státních dluhopisů ve srovnání s jejich splátkami. Ve střednědobém horizontu neočekává Ministerstvo žádné razantní změny ve struktuře držitelů domácích dluhopisů. Podíl nerezidentů na držbě domácích

státních dluhopisů je v mezinárodním srovnání poměrně nízký a vykazuje vysokou stabilitu, když se od roku 2008 pohybuje mezi 12,3 % (konec roku 2008) až 15,3 % (konec roku 2010). K roku 2014 činí tento podíl 14,5 %. Podíl domácích bank na držbě domácích státních dluhopisů se stabilizoval v rozmezí 44,6 % (konec roku 2013) až 50,7 % (konec roku 2012). Ke konci roku 2014 nabývá podíl domácích bank na držbě domácích státních dluhopisů hodnoty 44,8 %.

**Obrázek 30: Struktura domácích dluhopisů dle typu držitele**

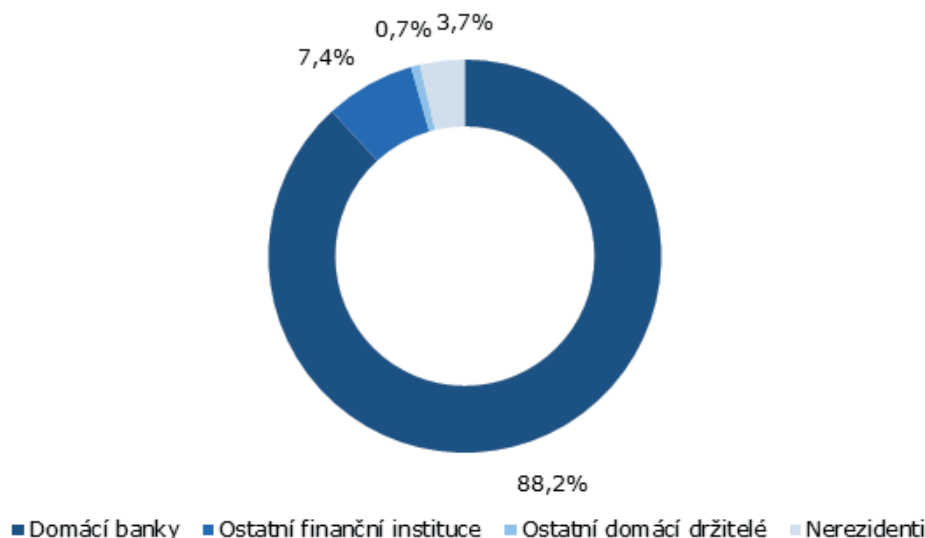


Poznámka: Ke konci jednotlivých let.  
Zdroj: MF, CDCP

Domácí banky jsou hlavním držitelem státních pokladničních poukázek v oběhu s podílem 88,2 % ke konci roku 2014. U ostatních sektorů

se jmenovitá hodnota držených státních pokladničních poukázek pohybuje v řádu miliard Kč.

**Obrázek 31: Struktura držitelů státních pokladničních poukázek ke konci 2014**

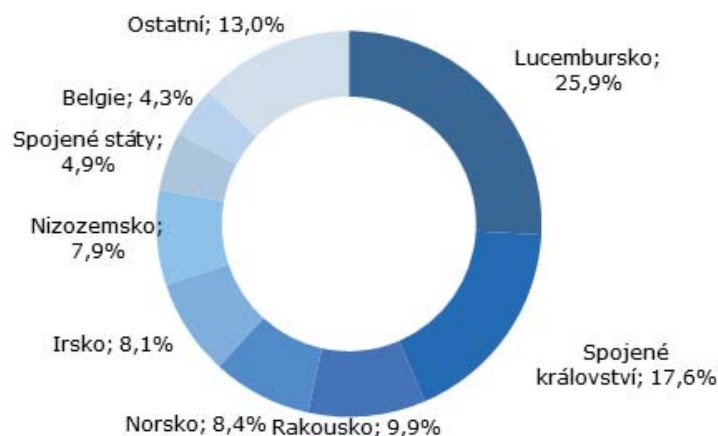


Zdroj: MF, CDCP

Z pohledu geografické struktury nerezidentů držících domácí státní dluhopisy dominují nerezidenti z Lucemburska a ze Spojeného království, kteří tvoří ke konci roku 2014 více jak 40 % všech nerezidentních držitelů

domácích státních dluhopisů. Ke konci roku 2014 je 84,3 % domácích státních dluhopisů drženo nerezidenty ze zemí Evropské Unie, nerezidenti z ostatní zemí tak drží 15,7 % domácích státních dluhopisů.

**Obrázek 32: Struktura nerezidentů držících domácí střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy ke konci roku 2014**



Zdroj: MF, CDCP

## Úrokové riziko

Úrokové riziko zůstává nejdůležitějším tržním rizikem řízení státního dluhu. Ministerstvo řídí úrokové riziko pomocí strategického ukazatele průměrná doba do refixace státního dluhu. Počínaje rokem 2011 je v souladu s mezinárodní praxí s ohledem na optimalizaci nákladů státního dluhu

a rizika plynoucího z refixace úrokových sazeb nastaven explicitní cíl pro tento ukazatel na hodnotu v intervalu 4,0 až 5,0 roku.

Průměrná doba do refixace státního dluhu ke konci roku 2014 se nachází na úrovni 4,2 roku a nachází

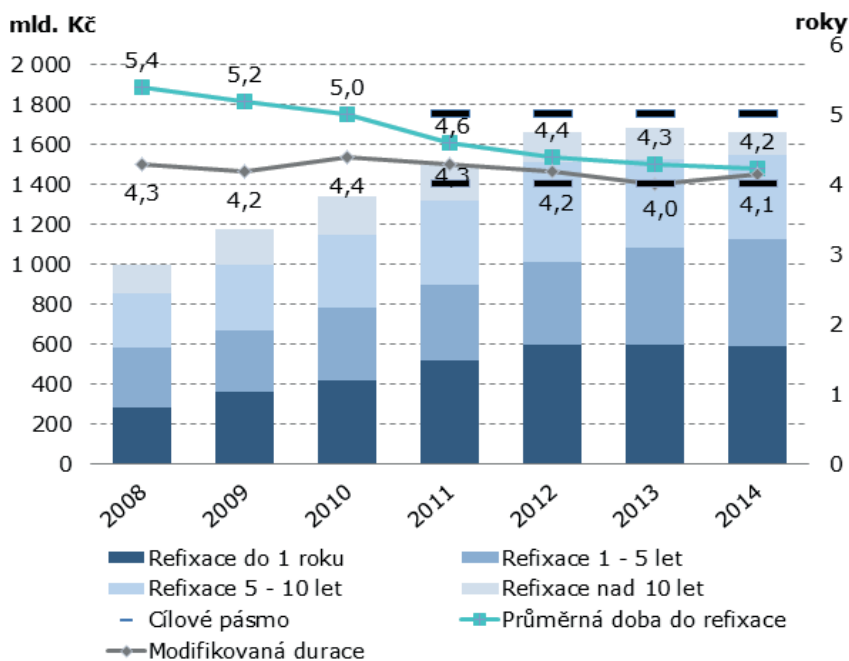
se tak v cílovém intervalu. Oproti konci roku 2013 dochází k poklesu tohoto ukazatele o 0,1 roku. Pokles průměrné doby do refixace je v souladu s poklesem průměrné doby do splatnosti dluhového portfolia během roku 2014. Od roku 2008 dochází k poklesu průměrné doby do refixace, zatímco modifikovaná durace zůstává relativně stabilní, což souvisí s poklesem výnosů během sledovaného období. V segmentu instrumentů úročených na krátkém konci výnosové křivky byly na primárním i sekundárním trhu v roce 2014 vydány variabilně úročené střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 39,0 mld. Kč, což činí 25,4 % celkové hrubé emise korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2014. Podíl nově vydaných variabilně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na hrubé emisi SDD v roce 2014 vzrostl o 4,5 p.b. oproti roku 2013, kdy tento podíl činil 20,9 %. Podíl státních pokladničních poukázek v oběhu na celkovém státním dluhu ke konci roku 2014 činí 6,5 % a poklesl tak oproti konci roku 2013 o 0,7 p.b. ze 7,2 %. Podíl instrumentů peněžního trhu v oběhu na celkovém státním dluhu ke konci roku 2014 činí 6,6 %.

Poklesem průměrné doby do refixace státního dluhu jsou úrokové náklady státního dluhu v průměru generovány na kratším konci výnosové křivky, což by mělo ve střednědobém horizontu přispět k úspoře úrokových nákladů. Cenou za možnost generovat tuto úsporu je zvýšené riziko vzrůstu úrokových sazeb a výnosů, které může znamenat i negativní úsporu v následujících letech. V případě

emise variabilně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v letech 2008 až 2014 bylo dosaženo na úrokových nákladech akruální úspory více než 13 mld. Kč. Pro vyjádření realizované úspory je však nutná znalost výše všech kuponových plateb, tj. realizovanou úsporu v důsledku emise konkrétního variabilně úročeného dluhopisu je možné vyjádřit až po fixaci poslední kuponové sazby. Celková realizovaná úspora na výdajích státního rozpočtu spojená s emisí Dluhopisu České republiky, 2009-2012, VAR, tj. již se splaceným dluhopisem dosáhla cca 1,0 mld. Kč oproti situaci, kdyby byl vždy místo tohoto dluhopisu prodáván fixně úročený dluhopis se stejnou dobou do splatnosti.

Benchmarkový model Ministerstva porovnává roční akruální 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 a s konstantní dobou do splatnosti zajišťující dosažení takové průměrné doby do splatnosti syntetického benchmarkového a dluhového portfolia, která odpovídá průměrné době do splatnosti reálného portfolia ke konci roku 2014. Benchmarkový model ukazuje, že z titulu emisní činnosti na primárním trhu střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v důsledku tvaru výnosové křivky je generována průměrná roční úspora v akruálním vyjádření ve výši 0,2 mld. Kč. Podrobné informace o tomto benchmarkovém portfoliu lze nalézt v části Benchmarkové portfolio.

**Obrázek 33: Úroková refixace státního dluhu**



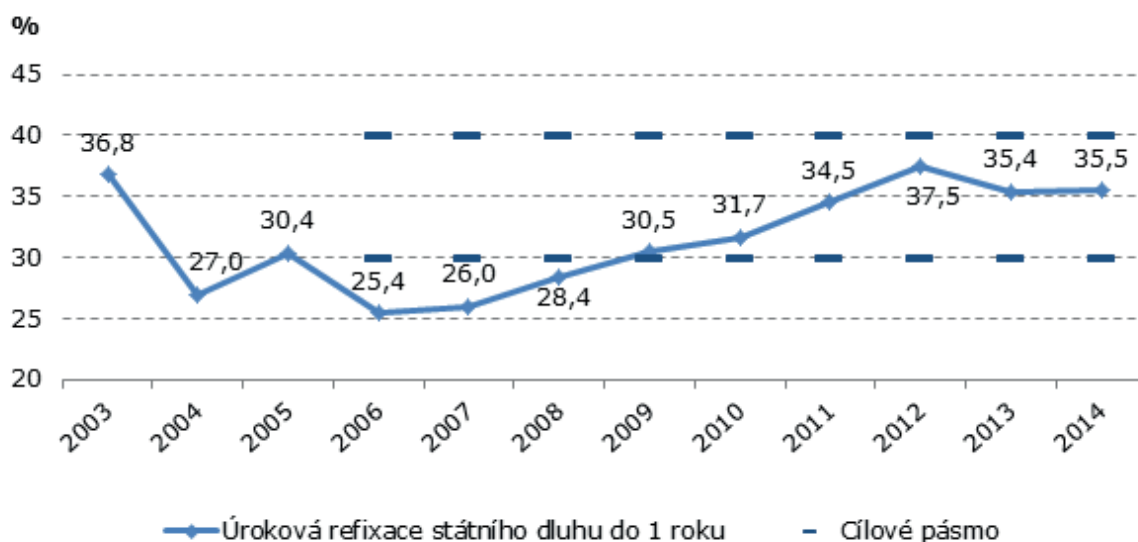
Poznámka: Ke konci jednotlivých let.  
Zdroj: MF

Dalším ukazatelem, který Ministerstvo sleduje v souvislosti s řízením úrokového rizika a pro který Ministerstvo každoročně stanovuje strategický cíl, je úroková refixace dluhového portfolia do jednoho roku, což je podíl dluhu, který je citlivý na fluktuace úrokových sazeb na finančním trhu v následujícím roce. Počínaje rokem 2006 je pro tento ukazatel nastaveno cílové pásmo na úrovni 30,0 až 40,0 % celkového státního dluhu. Tento cíl je v souladu s cílem průměrné doby do refixace státního dluhu v pásmu 4,0 až 5,0 let. Počínaje rokem 2009 se úroková refixace dluhového portfolia do jednoho roku pohybuje v cílovém pásmu. Ke konci roku 2014 činí nárůst tohoto ukazatele 0,1 p.b. oproti konci roku 2013, když se podíl úrokové refixace do jednoho roku na celkovém státním dluhu pohybuje na úrovni 35,5 % a drží se tak uprostřed cílového pásma platného pro rok 2014. Vývoj úrokové refixace do jednoho roku se tedy vyvíjí opačně než průměrná doba do refixace.

Struktura úrokové refixace do jednoho roku je důležitá nejenom pro vyjádření krátkodobého úrokového rizika, ale ovlivňuje i dlouhodobější úrokové riziko vyjádřené ukazatelem průměrná doba do refixace. Dluhové portfolio, které je citlivé na fluktuace úrokových sazeb na finančním trhu v roce 2015, tvoří převážně korunové variabilně úročené střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy (41,1 %), státní pokladniční

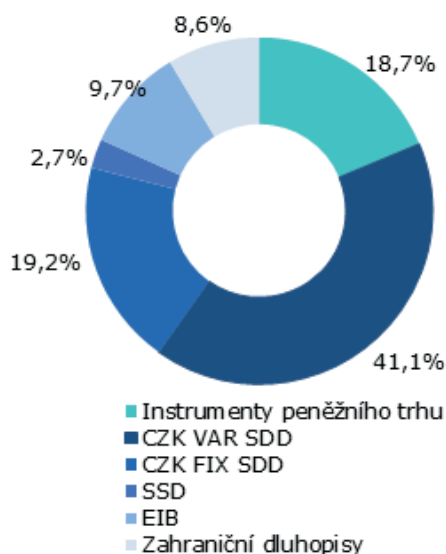
poukázky a ostatní instrumenty peněžního trhu (18,7 %) a korunové fixně úročené střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy (19,2 %). Úvěry od Evropské investiční banky tvoří 9,7 % tohoto portfolia, státní dluhopisy vydané na zahraničních trzích včetně zajištění 8,6 % a retailové dluhopisy 2,7 %. Oproti roku 2013 došlo k změně struktury úrokové refixace státního dluhu, a to zejména u zahraničních dluhopisů, kde se podíl snížil o 15,4 p.b. z důvodu splátky 1. a 4. emise eurobondu v roce 2014 v celkové jmenovité hodnotě 86,4 mld. Kč. U korunových fixně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů došlo k nárůstu o 11,5 p.b. z důvodu splátky jedné korunové fixně úročené emise v roce 2014 ve výši 46,0 mld. Kč oproti splátce dvou fixně úročených emisí v celkové jmenovité hodnotě 113,0 mld. Kč v roce 2015. Hrubá emise variabilně úročených SDD na primárním i sekundárním trhu v celkovité jmenovité hodnotě 39,0 mld. Kč dále zapříčinila nárůst podílu variabilně úročených státních dluhopisů na úrokové refixaci státního dluhu do 1 roku o 7,0 p.b. oproti konci roku 2013. Pokles podílu instrumentů peněžního trhu na úrokové refixaci státního dluhu do 1 roku je konzistentní s poklesem jejich jmenovité hodnoty v oběhu ke konci roku 2014 a činí 1,6 p.b. oproti konci roku 2013. Z důvodu řádných a předčasných splátek úvěrů EIB uskutečněných v roce 2014 došlo také k poklesu podílu tohoto instrumentu na úrokové refixaci do 1 roku o 1,6 p.b.

**Obrázek 34: Úroková refixace státního dluhu do 1 roku**



Poznámka: Ke konci jednotlivých let.  
Zdroj: MF

**Obrázek 35: Struktura úrokové refixace státního dluhu do 1 roku (% celkového dluhu)**



Poznámka: Stav ke konci roku 2014.  
Zdroj: MF

Ministerstvo sleduje rovněž strukturu korunových střednědobých a dlouhodobých 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 2014 mají tyto dluhopisy průměrnou kuponovou

sazbu ve výši 3,28 %. Dluhopisy splatné v roce 2015 mají průměrnou kuponovou sazbu 3,96 %, přičemž prémiový spořicí státní dluhopis České republiky, 2012 – 2015, má kuponovou sazbu 7,5 %. V segmentu 2 až 4leté původní splatnosti mají dluhopisy průměrnou kuponovou sazbu ve výši 1,58 %, v segmentu 8 až 10leté původní splatnosti mají průměrnou kuponovou sazbu ve výši 2,70 % a v segmentu 10 až 15leté původní splatnosti mají průměrnou kuponovou sazbu ve výši 4,03 %.

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. V roce 2014 otevřelo Ministerstvo dvě nové benchmarkové emise korunových fixně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů splatných v letech 2018 a 2025 a dvě nové benchmarkové emise korunových variabilně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů splatných v roce 2020 a 2027, jejichž hrubá emise tvořila cca 54 % celkové hrubé emise korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na primárním i sekundárním trhu v roce 2014. Vzhledem k relativně nízkým kuponovým sazbám nově vydaných emisí dluhopisů poklesl ukazatel průměrné kuponové sazby pro splatnost v roce 2018 o 0,60 p.b. a v roce 2020 o 0,52 p. b. oproti konci roku 2013. Ve splatnostech 2025 a 2027 nebyl ke konci roku 2013 obsažen žádný dluhopis.

**Tabulka 14: Průměrné kuponové sazby a nákladovost korunových SDD dle roku splatnosti (%)**

|                                            | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2025 + | průměr |
|--------------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------|--------|
| <b>Průměrná kuponová sazba<sup>1</sup></b> | 3,96 | 2,01 | 3,04 | 3,29 | 3,56 | 3,23 | 3,85 | 4,70 | 1,20 | 5,70 | 2,40 | 2,87   | 3,28   |
| <b>Průměrná nákladovost<sup>2</sup></b>    | 3,11 | 3,33 | 4,01 | 3,11 | 3,50 | 3,93 | 3,08 | 4,34 | -    | 4,48 | 1,93 | 3,51   | 3,56   |

<sup>1</sup> Obsahuje SDD a SSD, neobsahuje proti-inflační SSD.

<sup>2</sup> Zahrnuje pouze fixně úročené SDD.

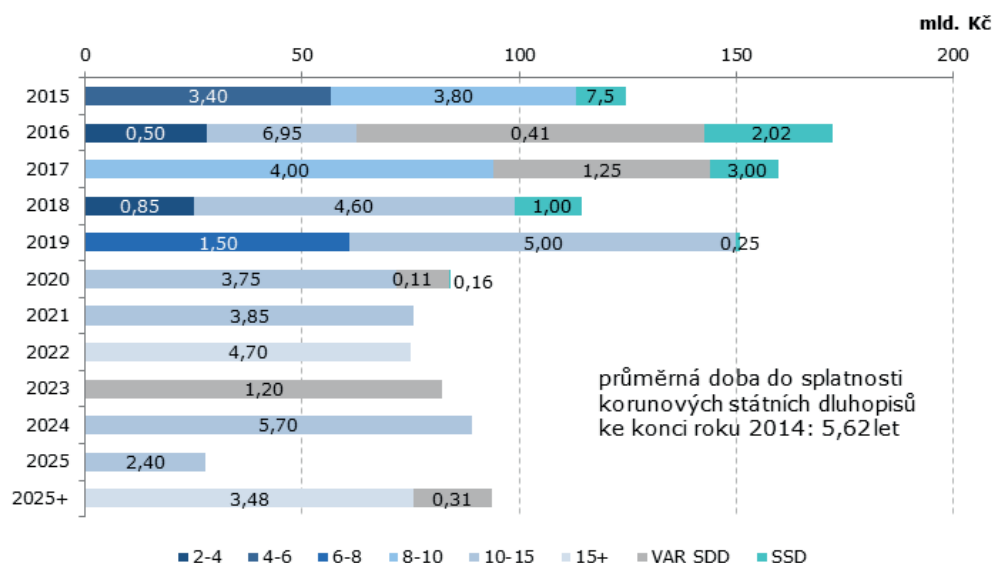
Poznámka: Stav ke konci roku 2014.

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 2014 dosahuje průměrná roční nákladovost korunových fixně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů výše 3,56 %. Zpětné odkupy dluhopisů

s datem splatnosti v letech 2015 a 2016 provedené v roce 2014 dosáhly průměrného výnosu do splatnosti 0,05%. V roce 2015 jsou splatné dluhopisy s průměrnou roční nákladovostí 3,11 % v následující struktuře: dluhopisy prodané jako 0 až 2leté s průměrnou roční nákladovostí 0,29 %, dluhopisy prodané jako 2 až 4leté s průměrnou roční nákladovostí 1,49 %, dluhopisy prodané jako 4 až 6leté s průměrnou roční nákladovostí 2,99 %, dluhopisy prodané jako 8 až 10leté s průměrnou roční nákladovostí 3,63 % a dluhopisy prodané jako 10 až 15leté s průměrnou roční nákladovostí 3,90 %.

**Obrázek 36: Splatnostní profil korunových SDD dle doby do splatnosti a kuponové sazby (% p.a.)**

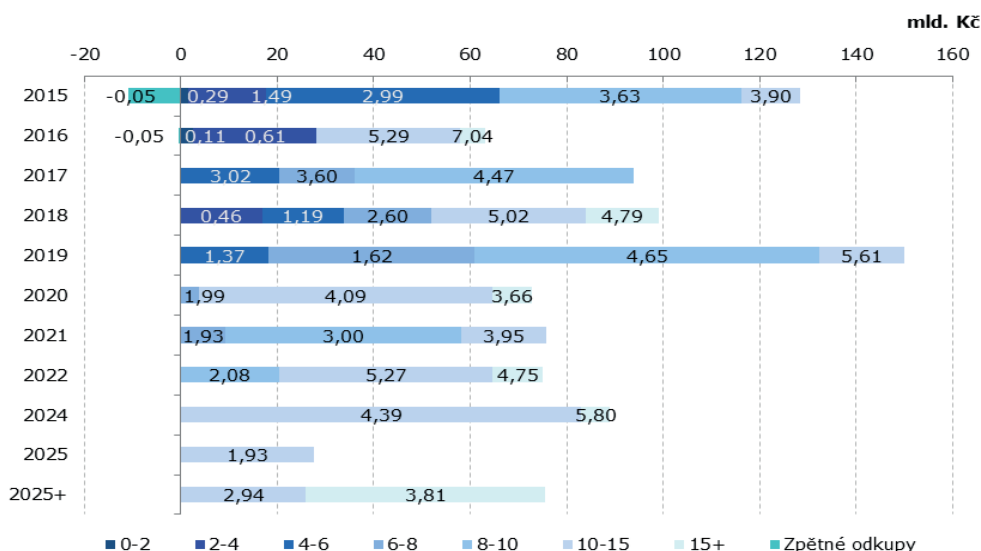


Poznámka: Splatnostní profil ke konci roku 2014. Segmenty představují původní dobu splatnosti. Údaje v jednotlivých segmentech představují průměrnou kuponovou sazbu v %. Bez zahrnutí proti-inflačních SSD.  
Zdroj: MF

Klesající výnosy dosažené v aukcích střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2014 napříč splatnostním profilem zapříčinily pokles průměrné roční nákladovosti ve všech segmentech splatností oproti průměrné roční nákladovosti stanovené ke konci roku 2013. Nejvíce poklesla průměrná roční nákladovost střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů splatných v roce 2016 (pokles o 0,44 p. b.) a 2018 (pokles o 0,85 p. b.), a to

z důvodu relativně nízkých výnosů do splatnosti při prodeji dluhopisů České republiky, 2013 – 2016, 0,50% a dluhopisů České republiky, 2014 – 2018, 0,85%. Díky vydání nové benchmarkové emise splatné v roce 2025 průměrná roční nákladovost střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů splatných v roce 2025 dosahuje 1,93 %, když ve splatnostech 2025 a 2027 nebyl ke konci roku 2013 obsažen žádný dluhopis.

**Obrázek 37: Splatnostní profil korunových fixně úročených SDD a dosaženého výnosu do splatnosti (% p.a.)**



Poznámka: Splatnostní profil korunových fixně úročených SDD dle doby do splatnosti v okamžik prodeje ke konci roku 2014. Údaje v jednotlivých segmentech představují průměrný výnos do splatnosti dosažený v okamžik prodeje SDD v %. Bez zahrnutí SSD.  
Zdroj: MF

## Měnové riziko

Měnové riziko je dalším tržním rizikem, kterému je vystaveno portfolio státního dluhu. V souvislosti s měnovým rizikem sleduje Ministerstvo vývoj čisté cizoměnové expozice vypovídajícím o tržním riziku, kterému je vystaven cizoměnový státní dluh z titulu pohybu měnových kurzů po očištění o cizoměnovou expozici státních finančních aktiv, kde cizoměnový dluh představuje celkovou jmenovitou hodnotu dluhového portfolio denominovanou v cizí měně. Výše čisté cizoměnové expozice státního dluhu je ovlivněna především derivátovými operacemi, které zajišťují část cizoměnového dluhu proti nepříznivému vývoji měnových kurzů. Klíčovým ukazatelem zavedeným v souvislosti s řízením měnového rizika je podíl čisté cizoměnové expozice státního dluhu na celkovém státním dluhu, pro který byla počínaje rokem 2012 zavedena strategická limitní hranice ve výši 15 % + 2 p. b., přičemž platí, že dlouhodobé překročení 15% hranice není možné, překročení o 2 p. b. slouží pouze ke krátkodobému překlenutí nenadálé deprecie domácí měny

Ke konci roku 2014 činí hodnota podílu čisté cizoměnové expozice na státním dluhu 10,4 % a pohybuje se tak bezpečně pod svojí limitní hranicí. Oproti konci roku 2013 došlo k nárůstu ukazatele o 1,0 p. b. Dominantní část čisté cizoměnové expozice je dlouhodobě tvořena měnou euro. Podíl cizoměnového státního dluhu na celkovém státním dluhu ke konci roku 2014 činí 14,5 %, když oproti konci roku 2013 došlo k poklesu ukazatele o 4,5 p. b. Z důvodu splátek dvou zahraničních emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů České republiky denominovaných v jednotné evropské měně v celkové jmenovité hodnotě 3,0 mld. EUR.

V roce 2014 nerealizovalo Ministerstvo žádnou zahraniční emisi na zahraničních finančních trzích z důvodu relativně nízké hrubé výpůjční potřeby a také vyšších nákladů spojených s emisí státních dluhopisů na zahraničním trhu ve srovnání se srovnatelnou emisí státních dluhopisů na domácím trhu po zohlednění nákladů na zajištění měnového rizika.

## Benchmarkové portfolio

Pro posouzení nastavení struktury emisních kalendářů a schopnosti profitovat na vývoji výnosů státních dluhopisů během roku a na tvaru výnosové křivky vytvořilo Ministerstvo tzv. Syntetické benchmarkové portfolio skládající se pouze z fixně úročených korunových dluhopisů. Dluhopisy obsažené v benchmarkovém portfolio jsou vydávány vždy v den aukce ve stejné jmenovité hodnotě jako skutečně vydávané dluhopisy.

Všechny dluhopisy benchmarkového portfolio jsou vydávány se stejnou dobou do splatnosti, přičemž tato doba do splatnosti zaručuje stejnou průměrnou dobu do splatnosti syntetického portfolio státního dluhu obsahujícího benchmarkové portfolio, jako činí průměrná doba do splatnosti skutečného portfolio ke konci roku. Průměrná doba do splatnosti státního dluhu ke konci roku 2014 činí 5,5 roku. Pokud jsou skutečné emise korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů nahrazeny fixně úročenými dluhopisy benchmarkového portfolio se splatností 9,1 roku v době aukce, bude činit požadovaná průměrná splatnost syntetického portfolio státního dluhu 5,5 roku ke konci roku 2014.

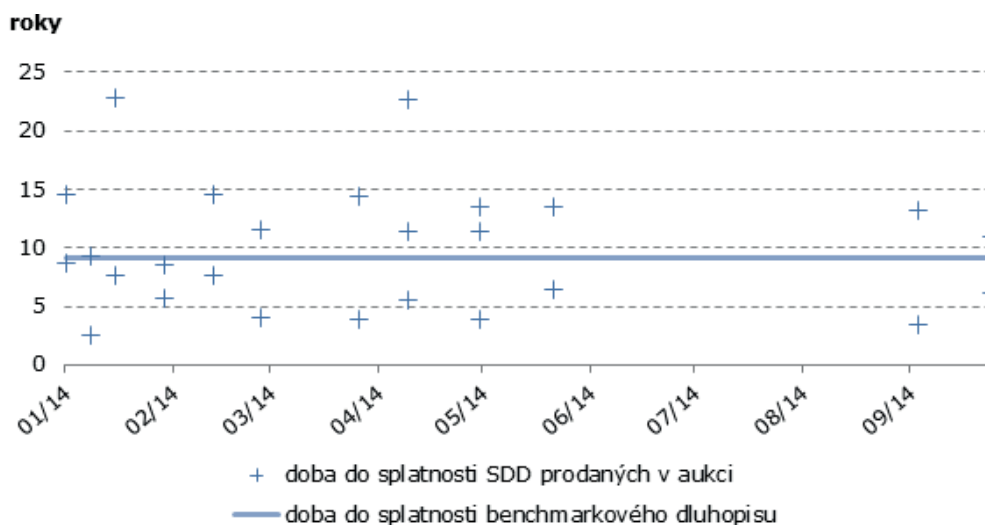
Průměrný vážený výnos portfolio korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů skutečně prodaných v aukcích během roku 2014 za použití průměrného výnosu do splatnosti dosaženého

v aukci v případě fixně úročených dluhopisů a průměrné přírážky nad referenční úrokovou sazbu dosažené v aukci a příslušných forwardových hodnot referenční úrokové sazby PRIBOR v případě variabilně úročených dluhopisů činil 1,68 % p. a. Průměrný vážený výnos dluhopisů benchmarkového portfolio dosažený v roce 2014 činí 1,80 % p.a., tj. je vyšší o 12 bazických bodů než výnos skutečného portfolio.

Pro posouzení skutečně dosažené úspory v roce 2014 je potřeba vyjádřit akruální úrokový náklad z každého vydaného dluhopisu ve skutečném i benchmarkovém portfolio, a poté tyto celkové akruální náklady v jednotlivých portfolioch porovnat. Celkový roční náklad v akruálním vyjádření ze všech skutečně prodaných korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v aukcích během roku 2014 činí 2,4 mld. Kč. Celkový akruální roční úrokový náklad generovaný v benchmarkovém portfolio činí 2,6 mld. Kč.

Je nutné upozornit, že dosažená roční úspora v akruálním vyjádření ve výši 0,2 mld. Kč je generována pouze nastavením emisního kalendáře a plyne z tvaru výnosové křivky. Dále je nutné upozornit, že úspora je vyjádřena na základě forwardových hodnot referenční úrokové sazby PRIBOR, skutečně dosaženou úsporu tak lze stanovit až na základě skutečných budoucích hodnot referenční úrokové sazby PRIBOR.

**Obrázek 38: Doba do splatnosti SDD prodaných v aukcích v roce 2014 a benchmarkového dluhopisu**

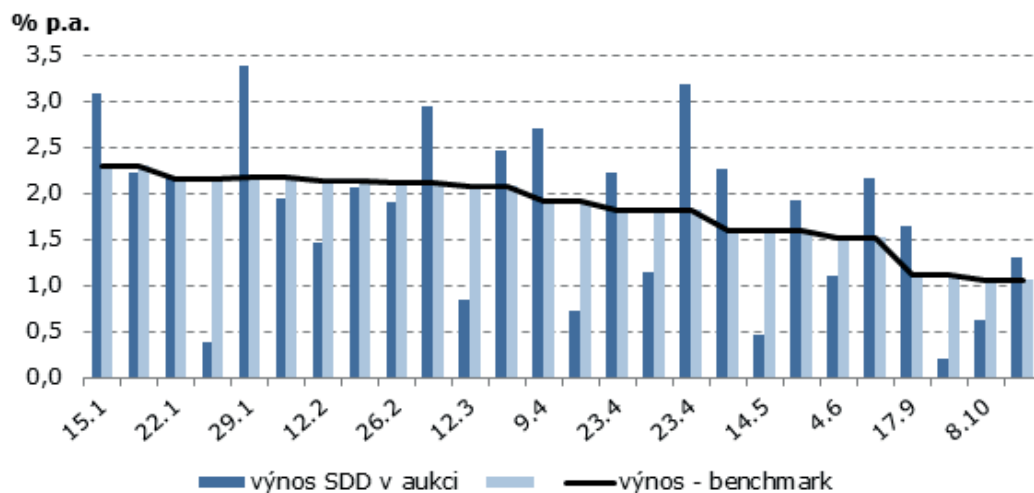


Zdroj: MF

V průběhu roku 2014 bylo na primárním trhu státních dluhopisů uskutečněno 20 aukcí fixně úročených korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v celkové jmenovité hodnotě 110,5 mld. Kč a 6 aukcí variabilně úročených korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v celkové

jmenovité hodnotě 33,9 mld. Kč. Průměrná vážená doba do splatnosti všech korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů prodaných v aukcích na primárním trhu průběhu roku 2014 dosahuje 9,1 roku a je totožná s dobou do splatnosti benchmarkového dluhopisu.

**Obrázek 39: Výnosy korunových SDD v aukcích a výnos benchmarkového dluhopisu v roce 2014**



Zdroj: MF

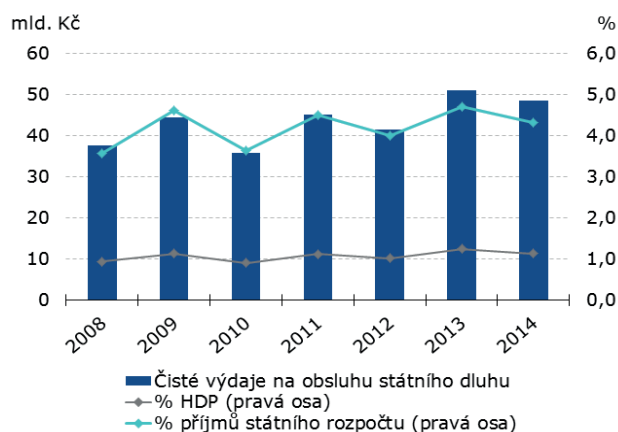
## 5 – Výdaje na obsluhu státního dluhu

### Hotovostní a akruální vyjádření

Čisté výdaje na obsluhu státního dluhu jsou od roku 2008 představovány rozdílem hrubých výdajů na obsluhu státního dluhu a příjmů, který je založen stejně jako celý státní rozpočet na hotovostním principu a nedochází tedy k jeho

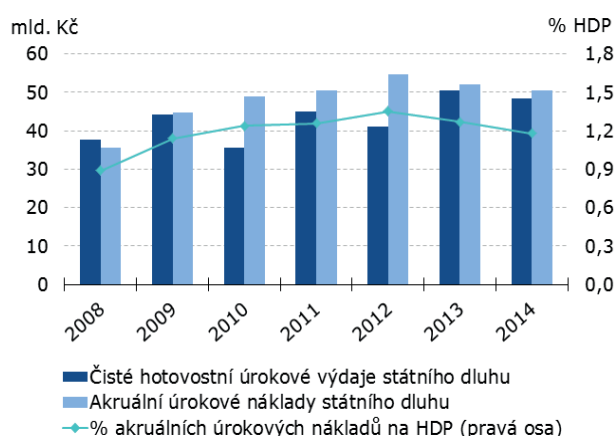
akualizaci podle metodiky ESA2010, která probíhá až při přípravě dat pro notifikace. Podíl čistých výdajů na obsluhu státního dluhu na příjmech státního rozpočtu i HDP je v posledních letech relativně stabilní.

**Obrázek 40: Čisté výdaje na obsluhu státního dluhu**



Poznámka: Čisté výdaje v letech 2008 až 2014 představují skutečnost a v roce 2015 očekávání dané modelem. Příjmy státního rozpočtu jsou očištěny o příjmy kapitoly 396 – Státní dluh. Zdroj pro HDP v metodice ESA2010 v letech 2008 až 2013 je ČSÚ, pro roky 2014 a 2015 Makroekonomická predikce MF – leden 2015. Zdrojem pro příjmy státního rozpočtu pro rok 2015 je zákon o státním rozpočtu České republiky na rok 2015. Zdroj: MF, ČSÚ

**Obrázek 41: Čisté hotovostní výdaje a akruální náklady na obsluhu státního dluhu**



Poznámka: Zdroj pro HDP v metodice ESA2010 v letech 2008 až 2013 je ČSÚ, pro rok 2014 Makroekonomická predikce MF – leden 2015. Údaje v roce 2014 představují očekávanou skutečnost. Zdroj: MF, ČSÚ

Sledování vývoje příjmů a výdajů, resp. čistých výdajů na obsluhu státního dluhu nemusí podávat vždy zcela přesnou informaci o tom, jaké náklady jsou v daném období reálně spojeny se státním dluhem. Pro tyto účely lépe vyhovuje akruální vyjádření nákladů, které je založeno na postupné kumulaci úrokových nákladů na denní bázi. Vývoj akruálních úrokových nákladů tak má tendenci vykazovat mnohem nižší volatilitu než vývoj úroků na hotovostní bázi, neboť není ovlivněn časovými disproporcemi mezi obdobím vzniku příslušného čistého úrokového nákladu a datem realizace s ním spojeného výdaje či příjmu. Až do roku 2012 náklady v akruálním vyjádření neustále rostly a obdobně se vyvíjel i jejich podíl na HDP. Pokles akruálních nákladů v letech 2013 a 2014 je způsoben souběhem velmi mírného růstu, resp. Stagnace stavu státního dluhu, a poklesu výnosů státních dluhopisů na historická minima.

Mezi faktory ovlivňující relaci mezi hotovostními výdaji rozpočtu a akruálními náklady patří vývoj stavu jednotlivých dluhových instrumentů, kdy při jeho růstu se úrokové platby vyplácené na konci trvání kalkulačního období, tj. především kupóny korunových i cizoměnových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů, úroky z úvěrů od Evropské investiční banky a swapové úroky, nejprve projeví akruálně a teprve na konci tohoto období hotovostně. Při růstu státního dluhu pak dochází z tohoto titulu v daném období k převaze akruálních nákladů. V případě diskontovaných instrumentů (diskonty SPP) dochází naopak k vypořádání úroku se státním rozpočtem k datu emise, tj. diskonty se nejprve v plné míře projeví hotovostně a teprve postupně po celou dobu trvání instrumentu akruálně. Podobný princip platí i pro diskonty a prémie střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů.

Klíčovou roli v poměru mezi hotovostními výdaji a akruálními náklady hraje rovněž vývoj úrokových sazeb, kdy v případě jejich růstu u plateb hrazených na konci kalkulačního období dojde k převaze akruálních nákladů, v případě úrokového výdaje vypořádaného na počátku trvání instrumentu pak k převaze hotovostních výdajů. Obdobné principy působící v opačném smyslu platí v případě poklesu úrokových sazeb.

Obdobně v daném období může dojít k významné disproporci mezi hotovostními výdaji a akruálními náklady v případě, že je v tomto období splatný instrument s vysokou úrokovou sazbou, který se plně projeví hotovostně, ale pouze částečně akruálně, a je nahrazen instrumentem s nízkou úrokovou sazbou, jehož akruální náklad se začne postupně zohledňovat již od data emise či přijetí, zatímco se v daném období nemusí hotovostně vůbec projevit.

**Tabulka 15: Hotovostní diskonty a prémie SDD a rozdíl hotovostních výdajů a nákladů SDD**

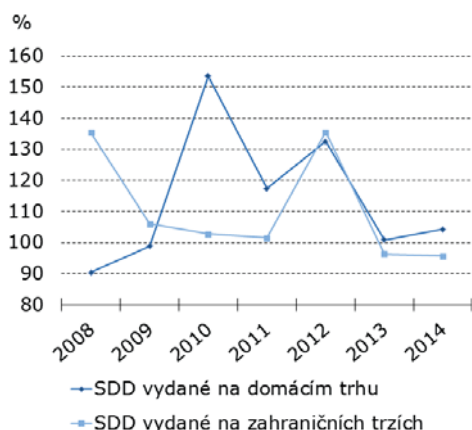
| mld. Kč                                                    | 2008 | 2009 | 2010  | 2011 | 2012  | 2013 | 2014 |
|------------------------------------------------------------|------|------|-------|------|-------|------|------|
| <b>Hotovostní prémie SDD</b>                               | 0,0  | 2,0  | 9,4   | 7,4  | 11,8  | 5,8  | 6,0  |
| <b>Hotovostní diskonty SDD</b>                             | 4,3  | 6,3  | 0,0   | 0,7  | 0,8   | 1,4  | 1,3  |
| <b>Rozdíl hotovostních diskontů a premií SDD</b>           | 4,3  | 4,3  | -9,3  | -6,8 | -11,0 | -4,4 | -4,7 |
| <b>Rozdíl hotovostních výdajů a akruálních nákladů SDD</b> | 3,2  | 0,4  | -13,1 | -5,7 | -9,7  | -0,3 | -1,5 |

Poznámka: Jde o SDD vydané na domácím trhu.  
Zdroj: MF

Základní trendy vývoje hotovostních výdajů a akruálních nákladů jsou do značné míry dány vývojem těchto ukazatelů u střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů vydaných na domácím trhu, které tvoří dominantní část státního dluhu a v roce 2014 se podílí více než dvěma třetinami na celkových akruálních nákladech státního dluhu. Balance mezi akruálními náklady a hotovostními úrokovými výdaji u SDD vydaných na domácím trhu je v roce 2014 přibližně vyrovnaná. V případě střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů vydaných na zahraničním trhu, které se v roce 2014 podílí na celkových akruálních nákladech téměř jednou čtvrtinou, převažují hotovostní výdaje, což je dáno dvěma splátkami emisí eurobondů

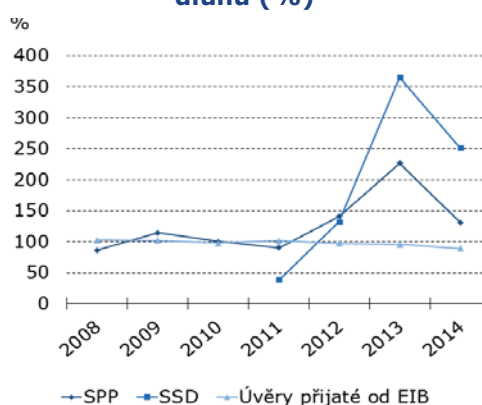
v tomto období. V případě státních pokladničních poukázek významně převažují akruální náklady nad hotovostními výdaji. V případě střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů výrazně převažují akruální náklady. Vzhledem ke krátké době splatnosti většiny poskytnutých zápůjček v podobě zápůjčních facilit u nich nejsou rozdíly mezi hotovostními výdaji a akruálními náklady příliš významné. Totéž platí i pro krátkodobé přijaté zápůjčky a vzhledem k většinou krátké době refixace ve většině případů i u úvěrů přijatých od Evropské investiční banky s tím, že v roce 2014 došlo k převaze hotovostních výdajů nad akruálními náklady v důsledku souběhu poklesu úrokových sazeb a před-splacených úvěrů přijatých od Evropské investiční banky.

**Obrázek 42: Podíl akruálních nákladů a čistých hotovostních výdajů SDD (%)**



Zdroj: MF

**Obrázek 43: Podíl akruálních nákladů a čistých hotovostních výdajů dalších složek státního dluhu (%)**



Zdroj: MF

## Rozpočet kapitoly Státní dluh v roce 2014

Rozpočet kapitoly 396 – Státní dluh je každoročně sestavován na základě analýzy úrokových výdajů Cost-at-Risk a pro rok 2014 byl založen na 96% kvantilu rozdělení čistých úrokových výdajů, což znamená, že s pravděpodobností 96 % nebudou tyto výdaje překročeny.

Očekávané čisté výdaje činily 51,5 mld. Kč. Skutečně dosažené čisté výdaje kapitoly v roce 2014 činí 48,5 mld. Kč, tj. zhruba 1,1 % HDP a 4,3 % celkových příjmů státního rozpočtu bez zahrnutí příjmů kapitoly. Rozdíl skutečných čistých výdajů oproti původně schválenému rozpočtu ve výši 58,4 mld. Kč činí 9,9 mld. Kč, což částečně přispělo k lepšímu než očekávanému hospodaření

vládního sektoru v roce 2014. Rozdíl mezi skutečnými a rozpočtovanými čistými výdaji je zapříčiněn výhradně nižšími hrubými výdaji výdajů, zatímco příjmy dosáhly zhruba úrovně schváleného rozpočtu. Oproti roku 2013 došlo k poklesu čistých výdajů o cca 4,7 %.

V průběhu roku 2014 bylo z výdajů kapitoly formou rozpočtových opatření do jiných rozpočtových kapitol převedeno celkem 5,1 mld. Kč. V důsledku schválení změny zákona o státním rozpočtu na rok 2014 pak byly sníženy výdaje kapitoly o 0,9 mld. Kč. Výsledný rozdíl skutečných čistých výdajů oproti konečnému rozpočtu a po zahrnutí vlivu schválené změny zákona o státním rozpočtu činí 3,9 mld. Kč.

**Tabulka 16: Rozpočtové příjmy a výdaje kapitoly Státní dluh v roce 2014**

| Ukazatel (mil. Kč)                         | Skutečnost 2013  | Rozpočet 2014    |                  | Skutečnost 2014  | % Plnění     | Index 2014/2013 (%) |
|--------------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|--------------|---------------------|
|                                            |                  | Schválený        | Po změnách       |                  |              |                     |
| <b>1. Úrokové výdaje a příjmy celkem</b>   | 57 516           | 64 427           | 59 312           | 55 694           | 93,9         | 96,8                |
|                                            | (-) 6 952        | (-) 7 400        | (-) 7 400        | (-) 7 402        | 100,0        | 106,5               |
| <b>vnitřní dluh</b>                        | 43 758           | 51 072           | 45 957           | 42 537           | 92,6         | 97,2                |
|                                            | (-) 6 716        | (-) 6 952        | (-) 6 952        | (-) 7 207        | 103,7        | 107,3               |
| peněžní instrumenty a přepůjčení           | 209              | 1 409            | 1 409            | 77               | 5,5          | 36,9                |
|                                            | (-) 166          | (-) 64           | (-) 64           | (-) 241          | 376,1        | 145,0               |
| z toho: derivátové operace                 | 36               | -                | -                | -                | -            | -                   |
| spořicí státní dluhopisy                   | 487              | 949              | 949              | 909              | 95,8         | 186,8               |
|                                            | (-) 1            | -                | -                | 0                | -            | -                   |
| středně- a dlouhodobé dluhopisy            | 43 062           | 48 714           | 43 599           | 41 551           | 95,3         | 96,5                |
|                                            | (-) 6 550        | (-) 6 888        | (-) 6 888        | (-) 6 966        | 101,1        | 106,4               |
| <b>vnější dluh</b>                         | 13 754           | 13 350           | 13 350           | 13 156           | 98,5         | 95,6                |
|                                            | (-) 228          | (-) 448          | (-) 448          | (-) 195          | 43,5         | 85,7                |
| zahraniční emise dluhopisů                 | 13 054           | 12 599           | 12 599           | 12 596           | 100,0        | 96,5                |
|                                            | (-) 228          | (-) 448          | (-) 448          | (-) 195          | 43,5         | 85,7                |
| z toho: derivátové operace                 | 3 915            | 2 987            | 2 987            | 2 984            | 99,9         | 76,2                |
|                                            | (-) 228          | (-) 448          | (-) 448          | (-) 195          | 43,5         | 85,7                |
| úvěry od EIB                               | 700              | 751              | 751              | 560              | 74,6         | 80,0                |
| <b>bankovní účty</b>                       | 3                | 5                | 5                | 1                | 14,2         | 20,9                |
|                                            | (-) 8            | -                | -                | 0                | -            | -                   |
| příjmy (-) a výdaje (+) z vkladů na účtech | 3                | 5                | 5                | 1                | 14,2         | 20,9                |
|                                            | (-) 8            | -                | -                | 0                | -            | -                   |
| <b>2. Poplatky</b>                         | <b>327</b>       | <b>450</b>       | <b>450</b>       | <b>201</b>       | <b>44,6</b>  | <b>61,4</b>         |
|                                            | -                | -                | -                | 0                | -            | -                   |
| <b>Saldo kapitoly celkem</b>               | <b>57 843</b>    | <b>64 877</b>    | <b>59 762</b>    | <b>55 895</b>    | <b>93,5</b>  | <b>96,6</b>         |
|                                            | <b>(-) 6 952</b> | <b>(-) 7 400</b> | <b>(-) 7 400</b> | <b>(-) 7 402</b> | <b>100,0</b> | <b>106,5</b>        |

Poznámka: (-) značí příjmy, resp. výnosy. Schválený rozpočet značí rozpočet po schválení novely zákona o státním rozpočtu České republiky na rok 2014  
Zdroj: MF

Relativně významný rozdíl mezi skutečnými a rozpočtovanými výdaji je dán několika faktory. Hlavním faktorem je především charakter konstrukce rozpočtovaných výdajů kapitoly. Rozpočtované výdaje představují hranici výdajů, která bude s určitou pravděpodobností překročena. Tato pravděpodobnost se zpravidla pohybuje v rozmezí 1 % až 5 %. Díky vyšším rozpočtovaným výdajům oproti výdajům očekávaným je možno držet část státního dluhu ve formě variabilně úročených instrumentů, které jsou v průměru zpravidla úročeny níže než fixně úročené dluhopisy, a tím dosahovat úspory na výdajích státního rozpočtu.

Celková úspora státního rozpočtu díky prodeji variabilně úročených dluhopisů oproti prodeji fixně úročených dluhopisů se stejnou dobou do splatnosti, tj. při zachování stejného refinančního rizika, v letech 2008 až 2014 činí více než 13 mld. Kč. Dalším faktorem je potom výrazný a v průběhu přípravy státního rozpočtu na rok 2014 v první polovině roku 2013 neočekávaný pokles výnosů

státních dluhopisů na nová historická minima v důsledku expanzivní monetární politiky České národní banky a Evropské centrální banky.

Úrokové náklady na obsluhu státního dluhu dosahují v roce 2014 v aktuálním vyjádření výše 50,6 mld. Kč, z čehož činí úrokové náklady na státní dluh vydaný v roce 2014 cca 1,6 mld. Kč. Celková jmenovitá hodnota státního dluhu vydaného v roce 2014 činí 269,6 mld. Kč včetně revolvingu státních pokladničních poukázek. Z důvodu časové nesourodosti jednotlivých výpůjčních operací v rámci roku 2014 vzrostou aktuální náklady na tento dluh v roce 2015 na cca 2,2 mld. Kč, což je maximální hodnota aktuálních nákladů na státní dluh vydaný v roce 2014. Po roce 2015 již budou aktuální náklady na tento dluh pouze klesat s tím, jak budou spláceny jednotlivé instrumenty, které jsou součástí státního dluhu vydaného v roce 2014. Pokles v letech 2015 a 2016 bude pozvolný a aktuální náklady se budou nacházet na úrovni cca 2,1 mld. Kč.

**Tabulka 17: Úrokové výdaje na nově vydaný státní dluh (mld. Kč)**

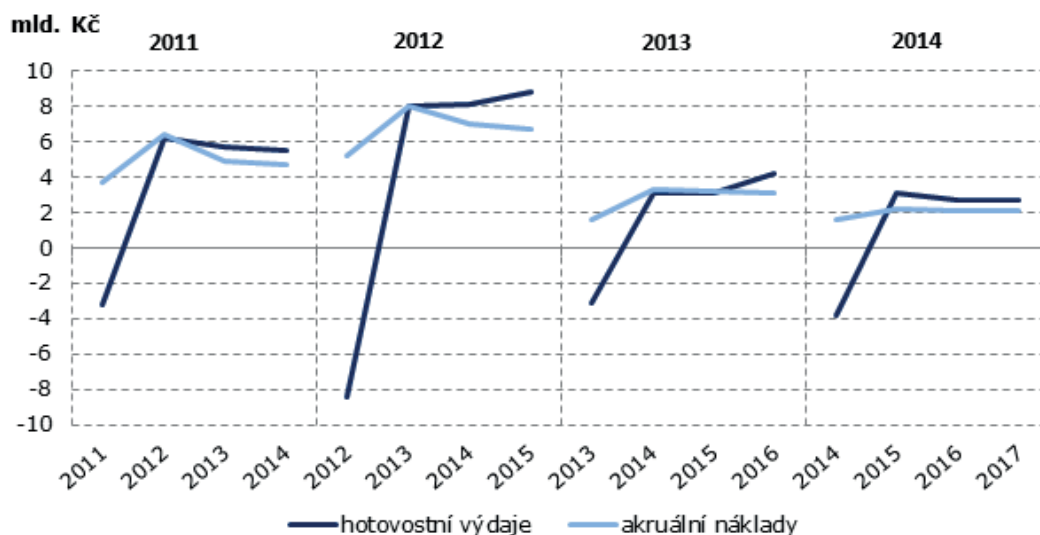
|                             | Jmenovitá hodnota | Čisté úrokové výdaje |       |       |       |
|-----------------------------|-------------------|----------------------|-------|-------|-------|
|                             |                   | 2014P                | 2015P | 2016P | 2017P |
| <b>Hotovostní vyjádření</b> | 269,6             | -3,9                 | 3,1   | 2,7   | 2,7   |
| <b>Aktuální vyjádření</b>   | 269,6             | 1,6                  | 2,2   | 2,1   | 2,1   |
| <b>Hrubá emise SDD</b>      | 153,3             | 1,6                  | 2,1   | 2,1   | 2,1   |
| <b>Hrubá emise SPP</b>      | 114,9             | 0,0                  | 0,0   | -     | -     |
| <b>Zahraniční emise</b>     | -                 | -                    | -     | -     | -     |
| <b>Hrubá emise SSD</b>      | 1,4               | 0,0                  | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| <b>Čerpání úvěrů EIB</b>    | -                 | -                    | -     | -     | -     |

Zdroj: MF

Odlišný vývoj vykazují čisté úrokové výdaje na tentýž dluh v hotovostním vyjádření, když výše těchto výdajů v roce 2014 činí -3,9 mld. Kč. V roce 2015 pak čisté úrokové výdaje na státní dluh vydaný v roce 2014 vzrostou na 3,1 mld. Kč. V letech 2016 a 2017 se očekávají čisté úrokové výdaje na nový státní dluh na úrovni cca 2,7 mld. Kč. Nově vydaný státní dluh v roce 2014 tedy v roce 2014 přinesl čistý hotovostní příjem státního rozpočtu ve výši 3,9 mld. Kč z důvodu znovuotevírání emisí s vyššími kuponovými sazbami, které spolu s nízkými tržními výnosy generovaly aukční prémii. Příjmy rozpočtu generované ze státního dluhu vydaného v roce 2014 však budou v následujících letech vykompenzovány vyššími hotovostními výdaji v porovnání s aktuálními. Platí, že čisté hotovostní úrokové výdaje a aktuální náklady na nový státní dluh se za dobu existence tohoto dluhu rovnají. Následující obrázek dokumentuje, že v letech 2011 až 2014 generoval dluh vydaný v každém z těchto roků hotovostní příjem

v roce vydání, což bylo způsobeno především nepřetržitým poklesem tržních výnosů. Pokud by byly v každém roce vydávány pouze nové emise dluhopisů s tržní kuponovou sazbou a kuponem vypláceným ke konci roku budou aktuální náklady a čisté hotovostní úrokové výdaje v roce vydání totožné. Z tohoto důvodu je aktuální vyjádření nákladů na státní dluh přesnější a více vypovídající, jelikož není ovlivněno znovuotevíráním emisí s jinou než tržní kuponovou sazbou, kterému se ale nelze v reálném světě vyhnout, protože malé objemy emisí dluhopisů způsobují nelikvidnost těchto dluhopisů a v konečném důsledku mohou způsobit nárůst úrokových nákladů z titulu premie za nelikvidnost. Z grafu je dále patrný další pokles aktuálních nákladů na nový státní dluh, což souvisí jednak se snížením celkové emise dluhových instrumentů a jednak trvajícím poklesem výnosů státních dluhopisů.

**Obrázek 44: Čisté hotovostní a akruální úrokové náklady nového dluhu**

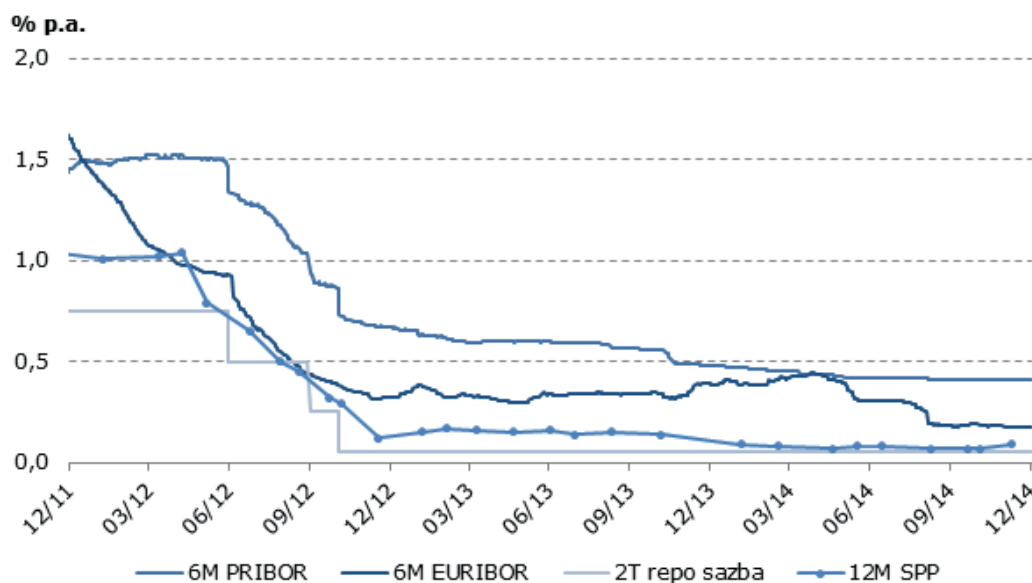


Zdroj: MF

Po výrazném poklesu výnosových křivek korunového i eurového peněžního trhu v roce 2012, sazba šestiměsíční PRIBOR v roce 2014 nadále klesala s velmi nízkou volatilitou. Sazba šestiměsíční EURIBOR

naproti tomu vykazovala v roce 2014 výrazně vyšší volatilitu. Česká národní banka ponechala základní úrokovou sazbu (2týdenní repo sazbu) na historickém minimu ve výši 0,05 % po celý rok 2014.

**Obrázek 45: Vývoj sazeb: 6M PRIBOR, 6M EURIBOR, 2T repo sazba a výnos 12M SPP**

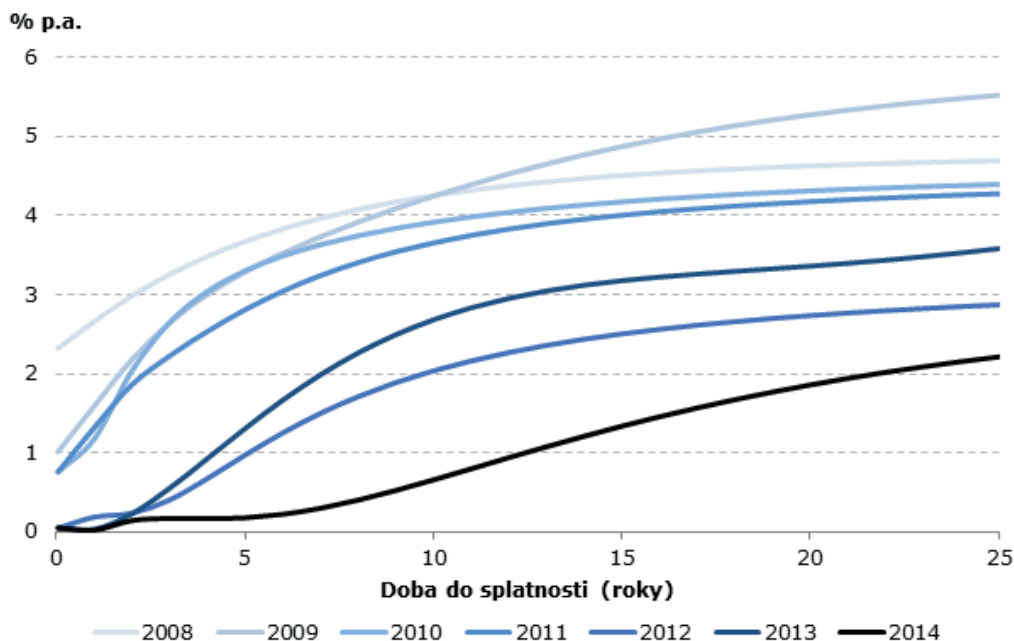


Poznámka: Stav k 31.12.2014  
Zdroj: Bloomberg

Výnosy korunových státních dluhopisů po celé délce výnosové křivky po mírném zvýšení na konci roku 2013 pokračovaly v poklesu, který trval prakticky po celý rok 2014, a v současné chvíli se pohybují na historicky nejnižších hodnotách. Rozdíl mezi swapovou sazbou a výnosem státního dluhopisu, tzv. swap spread, po celý rok rostl a ke konci roku 2014 dosahoval kladných hodnot pro doby do splatnosti do cca 12 let. Kladná hodnota swap spreadu potvrzuje atraktivitu České republiky jako emitenta státních dluhopisů

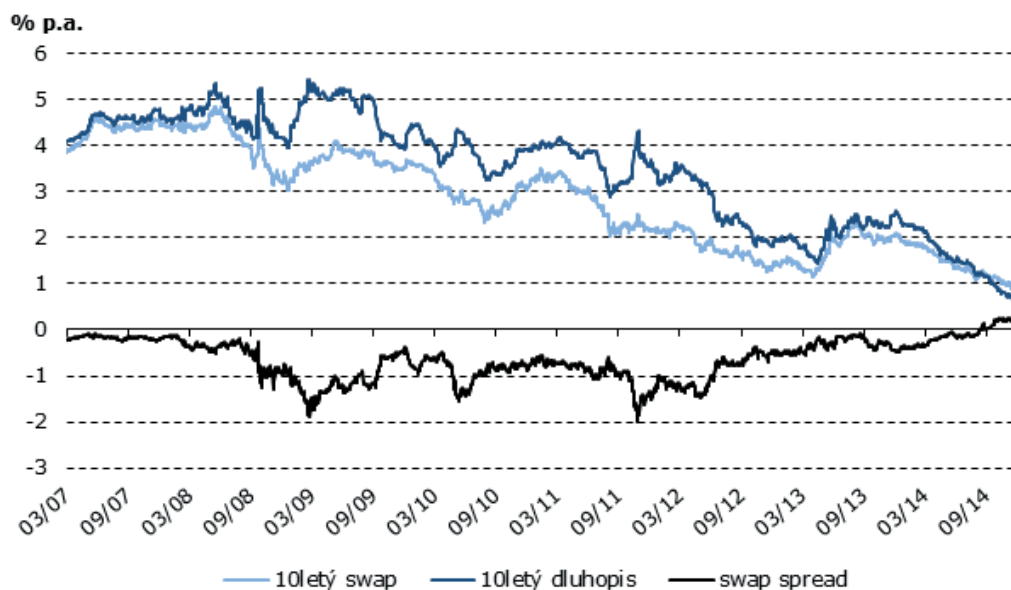
mezi investory a současně potvrzuje správnost rozhodnutí Ministerstva z konce roku 2012 modelovat rizikovou prémii státních dluhopisů méně konzervativním způsobem. Hodnota swap spreadu se v případě desetileté splatnosti pohybovala na počátku roku 2014 na úrovních cca - 50 bazických bodů, přičemž ke konci prosince 2014 dosahuje hodnoty 30 bazických bodů. Průměrná hodnota swap spreadu u desetiletého swapu dosahuje během roku 2014 hodnoty cca -10 bazických bodů.

**Obrázek 46: Výnosová křivka korunových státních dluhopisů**



Poznámka: Výnosová křivka korunových státních dluhopisů vždy ke konci roku. Jedná se o „par“ výnosovou křivku státních dluhopisů České republiky zkonstruovanou na základě rozšířeného modelu Nelsona-Siegela - tzv. Svenssonova modelu. Zdroj: MF, MTS, Bloomberg

**Obrázek 47: Swapová sazba a výnos do splatnosti korunového SDD**



Zdroj: MF, MTS, Bloomberg

## Cost-at-Risk státního dluhu

Ministerstvo při měření a řízení úrokového rizika aplikuje sofistikovaný modelový rámec, tzv. Cost-at-Risk (CaR), který vychází z metodologie Value-at-Risk a simuluje budoucí očekávané úrokové výdaje a hranici úrokových výdajů 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 ze základního scénáře programu financování

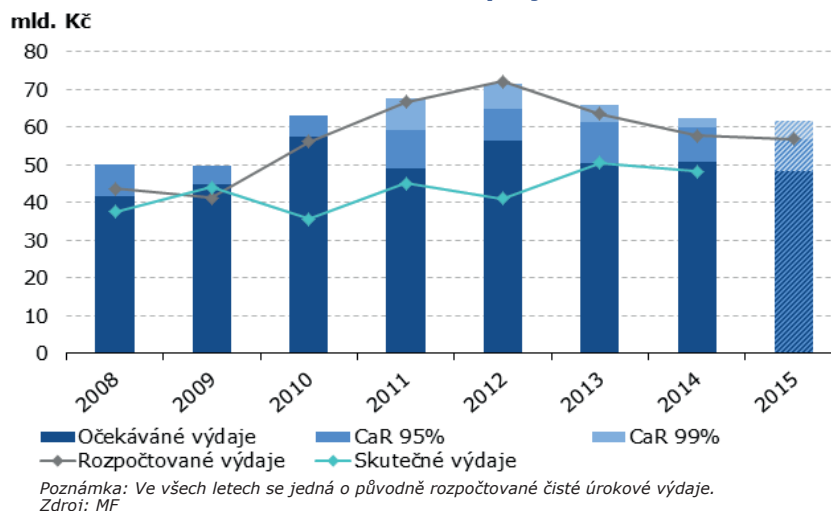
při respektování stanovených strategických cílů řízení finančních rizik.

Primární cíl modelu spočívá ve stanovení hranice úrokových výdajů státního dluhu, které nebudou s danou 95, resp. 99% pravděpodobností překročeny (CaR 95 % a CaR 99 %). Sekundární cíl modelu spočívá v odhadu skutečných úrokových výdajů státního dluhu. Simulační rámec pracuje odděleně s úrokovými výdaji a úrokovými příjmy. Výsledkem agregace úrokových výdajů

a úrokových příjmů jsou čisté úrokové výdaje státního dluhu. Hrubé úrokové výdaje ve srovnání s hrubými výdaji na obsluhu státního dluhu nezahrnují poplatky spojené s obsluhou státního dluhu, které jsou deterministické povahy.

Ve všech letech aplikace metodologie CaR model splnil primární cíl, když predikované hranice úrokových výdajů nebyly překročeny v žádném z těchto roků.

**Obrázek 48: Čisté úrokové výdaje a Cost-at-Risk**



**Tabulka 18: Čisté úrokové výdaje a Cost-at-Risk (mld. Kč)**

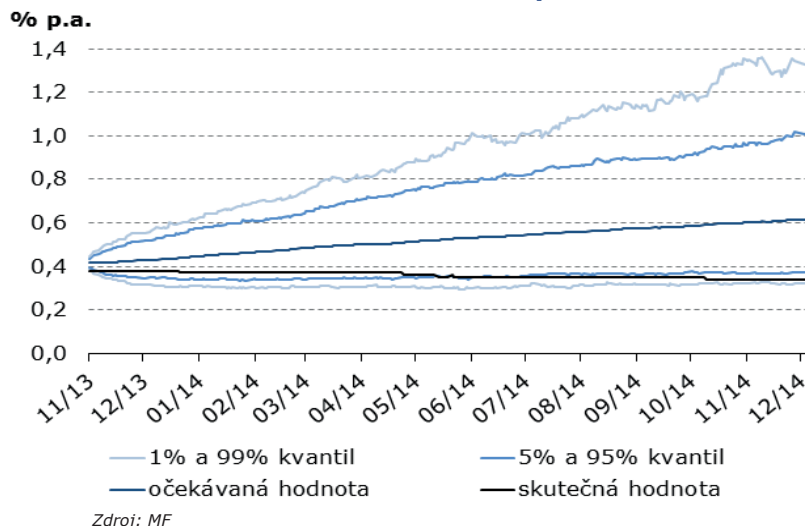
|                                        | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|----------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| <b>Rozpočtované výdaje<sup>1</sup></b> | 43,7 | 41,3 | 56,1 | 66,7 | 72,1 | 63,6 | 57,8 | 56,8 | 63,3 | 72,9 |
| <b>Skutečné výdaje</b>                 | 37,5 | 44,1 | 35,6 | 45,0 | 41,1 | 50,6 | 48,3 | -    | -    | -    |
| <b>Očekávané výdaje</b>                | 41,7 | 44,9 | 57,5 | 49,1 | 56,4 | 50,6 | 50,9 | 48,2 | 49,0 | 52,0 |
| <b>CaR 95 %</b>                        | 50,2 | 49,9 | 62,9 | 59,2 | 64,9 | 61,3 | 60,0 | 56,6 | 62,4 | 67,4 |
| <b>CaR 99 %</b>                        | -    | -    | -    | 67,8 | 71,5 | 65,9 | 62,3 | 61,7 | 67,8 | 75,9 |

<sup>1</sup> V letech 2008 až 2014 se jedná o původně rozpočtované čisté úrokové výdaje. V letech 2016 a 2017 se jedná o střednědobý výhled.  
Zdroj: MF

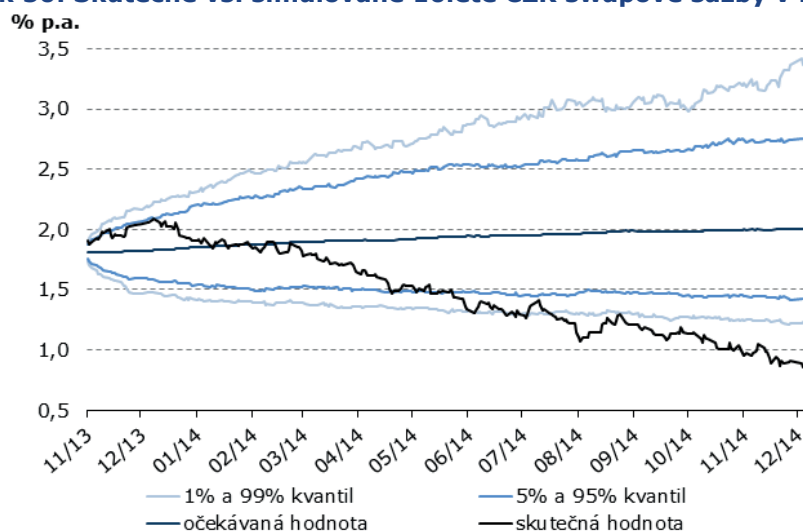
Ve Strategii byl uveřejněn Cost-at-Risk státního dluhu pro rok 2014. Výpočet ukazatele CaR vychází ze simulací vývoje časové struktury úrokových sazeb k 27. listopadu 2013.

Porovnání skutečného vývoje úrokových sazeb tříměsíční PRIBOR a desetiletý swap s jejich simulacemi za období od 27. listopadu 2013 do 31. prosince 2014 zachycují následující obrázky.

**Obrázek 49: Skutečné vs. simulované sazby 3M PRIBOR v roce 2014**



**Obrázek 50: Skutečné vs. simulované 10leté CZK swapové sazby v roce 2014**



Zdroj: MF

Srovnání skutečně realizovaných čistých úrokových výdajů státního dluhu se simulovanými hodnotami očekávaných výdajů (průměrem simulací)

a úrokových výdajů v riziku CaR (95% a 99% kvantil simulací) v letech 2013 a 2014 zachycuje následující tabulka.

**Tabulka 19: Očekávané vs. skutečné čisté úrokové výdaje v letech 2013 a 2014 (mld. Kč)**

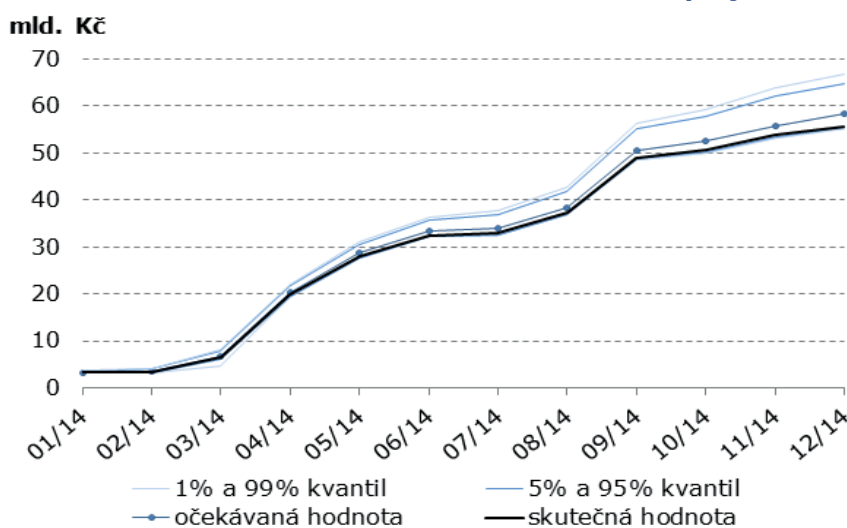
|                                          | 2013 | 2014 |
|------------------------------------------|------|------|
| <b>Skutečné výdaje</b>                   | 50,6 | 48,3 |
| <b>Očekávané výdaje</b>                  | 50,6 | 50,9 |
| <b>CaR 95 %</b>                          | 61,3 | 60,0 |
| <b>CaR 99 %</b>                          | 65,9 | 62,3 |
| <b>Odchylka očekávání od skutečnosti</b> | 0,0  | 2,6  |

Zdroj: MF

V roce 2014 činí hrubé úrokové výdaje 55,7 mld. Kč, očekávané hrubé úrokové výdaje v roce 2014 predikované modelem se nacházejí na úrovni 58,3 mld. Kč. Úrokové příjmy v roce 2014 činí 7,4 mld. Kč a shodují se tak s očekávanými příjmy

predikovanými modelem. Čisté úrokové výdaje státního dluhu v roce 2014 činí 48,3 mld. Kč, čisté úrokové výdaje predikované modelem činí 50,9 mld. Kč.

**Obrázek 51: Skutečné vs. simulované hrubé úrokové výdaje v roce 2014**



Poznámka: Úrokové výdaje jsou kalkulovány na hotovostním principu v souladu se současnou metodikou státního rozpočtu.

Zdroj: MF

Čisté úrokové výdaje tak i v roce 2014 zůstaly pod hranicí CaR 95 % i CaR 99 %, které byly stanoveny na 60,0 mld. Kč, respektive na 62,3 mld. Kč. Primární cíl modelu byl tedy splněn, když skutečné úrokové výdaje státního dluhu zůstaly pod hranicí CaR 99 % a nebylo ohroženo dodržení salda státního rozpočtu na rok 2014 schváleného Poslaneckou sněmovnou Parlamentu ČR z titulu kapitoly Státní dluh. Očekávané hrubé úrokové výdaje predikované modelem jsou cca o 2,6 mld. Kč vyšší oproti očekávané skutečnosti, což se plně odráží v diferenci predikce očekávaných čistých úrokových výdajů.

Diference očekávaných hrubých úrokových výdajů je dána především poklesem výnosů korunových SDD, který trval prakticky po celý rok 2014 a výnosy státních dluhopisů tak dosáhly historicky nejnižších hodnot. Diference z tohoto titulu činí celkem 2,0 mld. a je dána především změnou struktury emisního kalendáře střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů a nižšími než očekávanými diskonty. Dalším výrazným faktorem byla nižší hladina referenční úrokové sazby PRIBOR, která v roce 2014 pokračovala v mírném poklesu. Z titulu nižších než očekávaných hodnot referenční sazby činí diference očekávání cca 0,4 mld. Kč. Diference cca 0,2 mld. Kč je způsobena vlivem nižších než očekávaných výnosů SPP.

V důsledku relativní stabilizace finanční a ekonomické situace zemí eurozóny a Evropské unie, racionální fiskální politiky vlády a politiky nulových úrokových sazeb České národní banky bylo možné výdaje na obsluhu státního dluhu ve státního rozpočtu na rok 2015 snížit o 1,3 mld. Kč oproti schválenému rozpočtu na rok 2014 a o 7,5 mld. Kč oproti střednědobému výhledu státního rozpočtu na roky 2015 a 2016, se kterým pracovala Strategie financování a řízení státního dluhu na rok 2014, a aktuální výhled výdajů na obsluhu státního dluhu na rok 2016 byl oproti předchozímu výhledu snížen o 7,1 mld. Kč.

Úrokový model použitý ke konstrukci ukazatele CaR pro roky 2015 až 2017 je založen na modelování celé výnosové křivky. Další velmi důležitou vlastností modelu je nepodhodnocení 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 specifikům 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 24. 11. 2014 až 31. 12. 2017. 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 premie státních dluhopisů, která je definována jako rozdíl mezi výnosovou křivkou státních dluhopisů a výnosovou křivkou peněžního trhu. S ohledem na trvalý pokles výnosů na celé výnosové křivce státních dluhopisů používá Ministerstvo i nadále méně konzervativní přístup k modelování rizikové premie. Tento přístup v současné době lépe vystihuje aktuální situaci na trzích. Ministerstvo od roku 2012 přešlo při hodnocení rizikovosti úrokových výdajů státního dluhu z ukazatele CaR 95% na ukazatel CaR 99 %, který byl poprvé využit 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 společně s celým pravděpodobnostním rozdělením budoucích úrokových výdajů.

Modelem očekávané hrubé úrokové výdaje v roce 2015 se nalézají na úrovni 55,4 mld. Kč. Hrubé úrokové výdaje v riziku, tj. CaR 99 % činí 64,0 mld. Kč (CaR 95 % 59,5 mld. Kč). Skutečné hrubé úrokové výdaje v roce 2015 tak s 99% pravděpodobností nebudou vyšší o více než 8,7 mld. Kč oproti očekávaným výdajům. Rozpočtované hrubé úrokové výdaje kapitoly v roce 2014 činí 64,0 mld. Kč a nachází se tak cca na 99% kvantilu rozdělení hrubých úrokových výdajů v tomto roce.

Následující tabulka detailně zobrazuje vývoj kumulovaných hrubých úrokových výdajů státního dluhu v roce 2015 predikovaných modelem vždy ke konci měsíce. Dále obsahuje příslušné kritické hodnoty CaR 95 % a CaR 99 %.

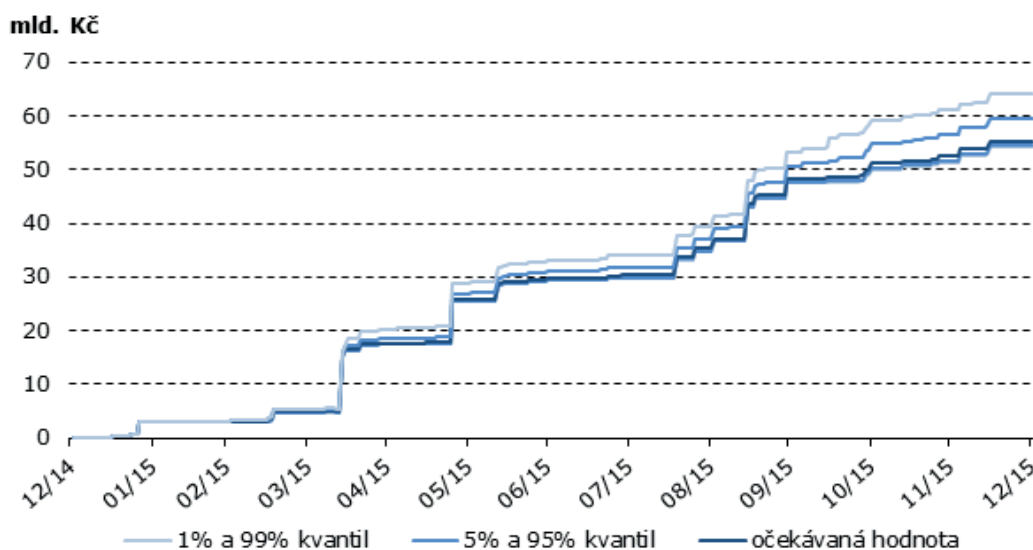
**Tabulka 20: Vývoj kumulovaných hrubých úrokových výdajů v roce 2015 (mld. Kč)**

| Měsíce                  | 1.  | 2.  | 3.  | 4.   | 5.   | 6.   | 7.   | 8.   | 9.   | 10.  | 11.  | 12.  |
|-------------------------|-----|-----|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| <b>Očekávané výdaje</b> | 3,1 | 3,1 | 4,9 | 17,7 | 25,8 | 29,8 | 30,3 | 35,2 | 48,2 | 51,1 | 52,5 | 55,4 |
| <b>CaR 95 %</b>         | 3,1 | 3,1 | 5,3 | 18,4 | 26,8 | 31,1 | 31,8 | 37,0 | 50,5 | 54,8 | 56,6 | 59,5 |
| <b>CaR 99 %</b>         | 3,1 | 3,1 | 5,5 | 20,1 | 28,8 | 33,1 | 34,1 | 39,4 | 53,2 | 59,2 | 61,1 | 64,0 |

Zdroj: MF

Grafická prezentace simulací kumulovaných hrubých úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu v roce 2015 počítaných na denní bázi je zobrazena na

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

**Obrázek 52: Simulace hrubých úrokových výdajů státního dluhu v průběhu roku 2015**

Poznámka: Vývoj hrubých úrokových výdajů na denní bázi  
Zdroj: MF

Rozpočtované čisté úrokové výdaje na obsluhu státního dluhu pro rok 2015 se nalézají na 95% kvantilu ukazatele CaR, nebudou tedy s 95% pravděpodobností překročeny. Hrubé úrokové výdaje

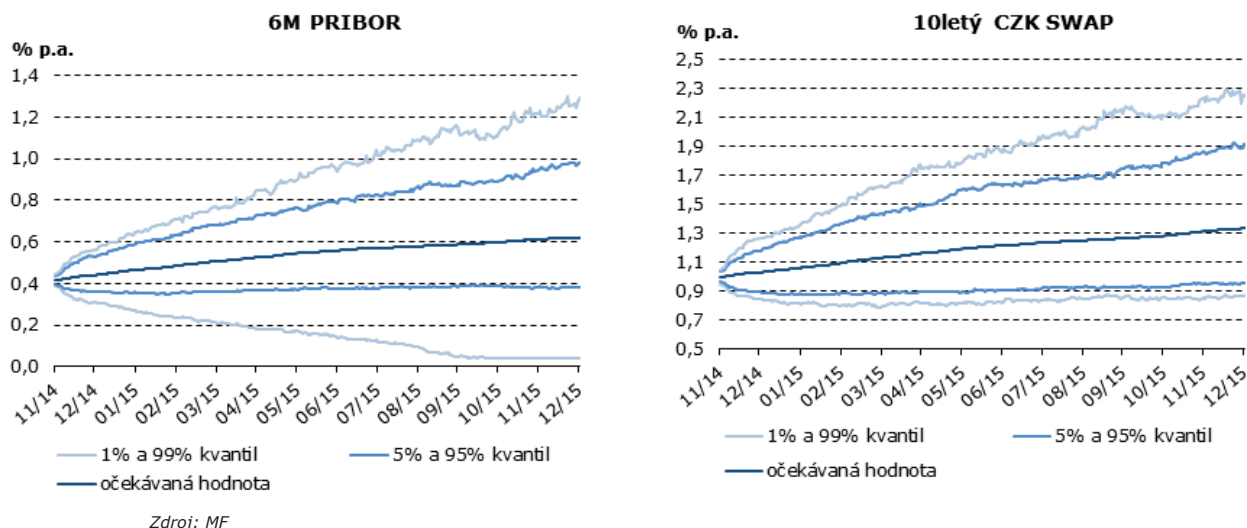
jsou rozpočtovány na 99% kvantilu simulací hrubých úrokových výdajů. V případě rozpočtování příjmů kapitoly pokračuje Ministerstvo nadále v aplikaci modelem očekávaných příjmů.

**Tabulka 21: Vývoj kumulovaných čistých úrokových výdajů v roce 2015 (mld. Kč)**

| Měsíce                  | 1.  | 2.  | 3.  | 4.   | 5.   | 6.   | 7.   | 8.   | 9.   | 10.  | 11.  | 12.  |
|-------------------------|-----|-----|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| <b>Očekávané výdaje</b> | 3,1 | 2,1 | 1,6 | 13,4 | 20,1 | 24,1 | 23,6 | 28,5 | 41,1 | 44,0 | 45,4 | 48,2 |
| <b>CaR 95 %</b>         | 3,1 | 2,6 | 3,6 | 16,3 | 24,4 | 28,6 | 29,1 | 34,4 | 47,8 | 52,0 | 53,8 | 56,6 |
| <b>CaR 99 %</b>         | 3,1 | 2,7 | 4,1 | 18,4 | 26,9 | 31,1 | 32,0 | 37,3 | 51,0 | 56,9 | 58,8 | 61,7 |

Zdroj: MF

**Obrázek 53: Simulace korunových úrokových sazeb v roce 2015**



Ministerstvo se nadále zabývá problémem skokového zvýšení výnosů, ke kterému by mohlo dojít např. prudkým zvýšením základní sazby České národní banky, náhlým zhoršením ekonomického stavu eurozóny, prudkým zvýšením rizikové prémie státních dluhopisů, atd. Ministerstvo se snaží kvantifikovat dopad těchto vlivů na úrokové výdaje a příjmy kapitoly. 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 celého roku 2015. Tato analýza dále umožňuje nerovnoměrné posunutí krátkého a dlouhého konce výnosové křivky a libovolné zvolení data tohoto posunu.

**Tabulka 22: Vývoj čistých úrokových výdajů v případě skokového zvýšení sazeb (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. |
| <b>Očekávané výdaje</b> | 48,2           | 50,9                                         | 61,7     | 53,2                                         | 68,7     | 55,9                       | 82,2     |
| <b>CaR 95 %</b>         | 56,6           | 59,3                                         | 69,8     | 61,1                                         | 75,0     | 63,8                       | 88,2     |
| <b>CaR 99 %</b>         | 61,7           | 64,4                                         | 74,8     | 66,1                                         | 79,6     | 68,7                       | 92,7     |

Poznámka: Šok v podobě jednorázového posunu výnosové křivky nastane na počátku roku 2015.  
Zdroj: MF

Posun výnosové křivky korunových státních dluhopisů na jejím krátkém konci o 1 p.b. Směrem nahoru by v roce 2015 přinesl zvýšení očekávaných čistých úrokových výdajů o 2,7 mld. Kč. V případě zvýšení sazeb na dlouhém konci výnosové křivky 1 p.b. by očekávané čisté úrokové výdaje vzrostly o 5,0 mld. Kč. Posun celé výnosové křivky korunových státních dluhopisů o 1 p.b. Směrem nahoru by měl za následek zvýšení očekávaných čistých úrokových výdajů o cca 7,7 mld. Kč.

Ministerstvo dále kvantifikuje dopady neplánovaného navýšení deficitu státního rozpočtu na úrokové výdaje kapitoly. V případě navýšení deficitu státního rozpočtu České republiky v roce 2015 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 výdajů kapitoly o 0,1 mld. Kč. Vliv na státní rozpočet založený na hotovostní bázi je velmi citlivý na vybraný způsob financování navýšení deficitu. V případě emise dluhopisu s premií se zvýšená hrubá emise s ohledem na hotovostní princip rozpočtu nemusí projevit růstem úrokových výdajů a způsobí snížení čistých úrokových výdajů, výdaje se projeví až v dalších letech v podobě zvýšených kuponových plateb. V případě aktuálního přístupu, by se zvýšení hrubé emise projevilo okamžitě.

V rámci tříletého simulačního horizontu Ministerstvo zároveň konstruuje ukazatele CaR i pro roky 2016 a 2017. Očekávané hodnoty čistých úrokových výdajů činí 49,0 mld. Kč v roce 2016 a 52,0 mld. Kč v roce 2017, což je dáno především použitím méně konzervativního modelu pro rizikovou prémii státních dluhopisů a současnými historicky nejnižšími výnosy SDD.

Ve střednědobém výhledu rozpočtu České republiky pro roky 2016 a 2017 jsou výdajové rámce kapitoly Státní dluh konzistentní s ukazateli CaR 99 % a CaR 95 %. Pro rok 2016 činí výdajový rámec 63,3 mld. Kč a odpovídá cca 96% kvantilu úrokových výdajů. Pro rok 2017 činí výdajový rámec 72,9 mld. Kč a odpovídá cca 98% kvantilu úrokových výdajů. Rostoucí trend rozpočtovaných úrokových výdajů je způsoben především volatilitou úrokových sazeb, která roste se zvyšujícím se horizontem predikce. Vzhledem k tomu, že státní rozpočet je

sestavován vždy pouze na následující rok, bude horizont predikce úrokových výdajů při sestavování rozpočtu na následující rok kratší a za předpokladu nezměněných tržních podmínek lze očekávat, že díky nižší volatilitě predikce úrokových sazeb poklesne hodnota rizikových ukazatelů CaR 95 % a CaR 99 %.

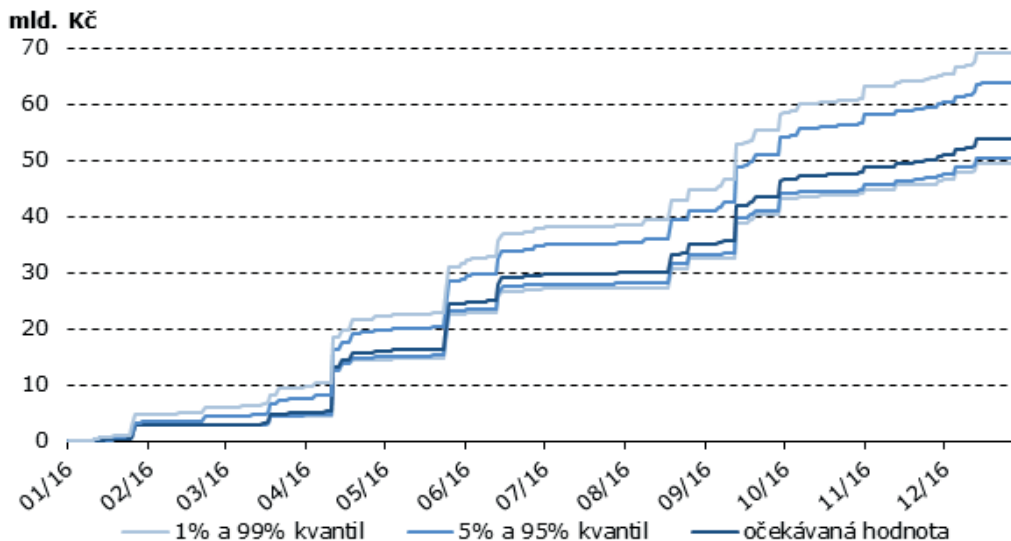
Očekávané hrubé úrokové výdaje v roce 2016 jsou modelem predikovány na úrovni 53,9 mld. Kč. Následující tabulka detailně zobrazuje vývoj kumulovaných očekávaných hrubých úrokových výdajů státního dluhu v roce 2016 vždy ke konci měsíce. Tabulka dále obsahuje příslušné kritické hodnoty ukazatelů CaR 95 % a CaR 99 %. Rozdíl mezi ukazatelem CaR 99 % a očekávanými výdaji je v roce 2016 vyšší než stejný rozdíl v roce 2015. Důvodem pro tuto diferenci je vyšší nejistota při delším horizontu predikce výnosových křivek, což zvyšuje volatilitu sazeb.

**Tabulka 23: Vývoj kumulovaných hrubých úrokových výdajů v roce 2016 (mld. Kč)**

| Měsíce                  | 1.  | 2.  | 3.  | 4.   | 5.   | 6.   | 7.   | 8.   | 9.   | 10.  | 11.  | 12.  |
|-------------------------|-----|-----|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| <b>Očekávané výdaje</b> | 2,8 | 2,9 | 5,1 | 15,8 | 24,4 | 29,6 | 29,9 | 35,2 | 46,6 | 48,8 | 50,8 | 53,9 |
| <b>CaR 95 %</b>         | 3,4 | 4,3 | 7,6 | 19,6 | 28,7 | 34,9 | 35,2 | 41,1 | 54,2 | 58,1 | 60,2 | 63,7 |
| <b>CaR 99 %</b>         | 4,8 | 5,9 | 9,6 | 22,1 | 31,5 | 38,0 | 38,4 | 44,7 | 58,4 | 63,1 | 65,4 | 69,2 |

Zdroj: MF

**Obrázek 54: Simulace hrubých úrokových výdajů státního dluhu v průběhu roku 2016**



Poznámka: Vývoj hrubých úrokových výdajů na denní bázi  
Zdroj: MF

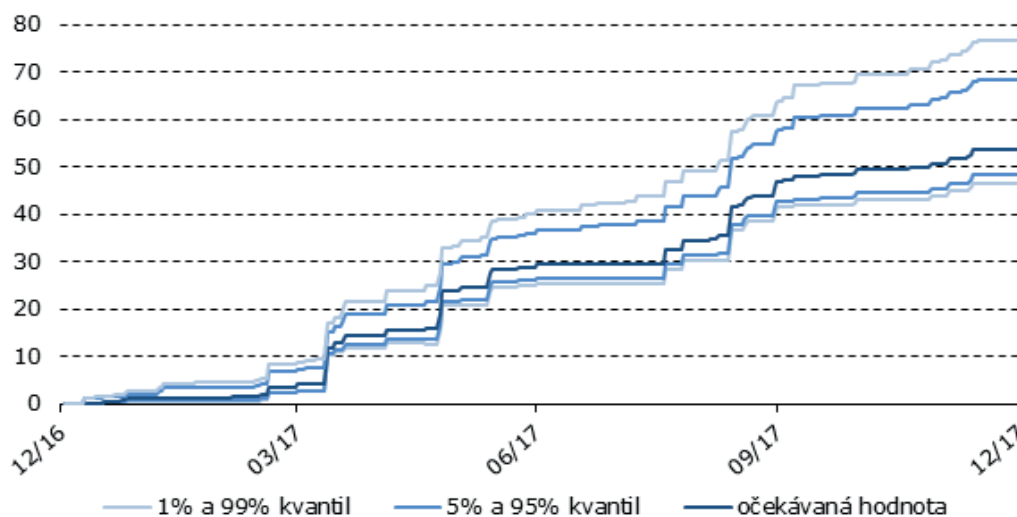
Očekávané hrubé úrokové výdaje v roce 2017 jsou modelem predikovány na úrovni 54,0 mld. Kč. Následující tabulka detailně zobrazuje vývoj kumulovaných očekávaných hrubých úrokových výdajů státního dluhu v roce 2017 vždy ke konci měsíce. Tabulka dále obsahuje příslušné kritické

hodnoty ukazatelů CaR 95 % a CaR 99 %. Rozdíl mezi ukazatelem CaR 99 % a očekávanými výdaji je v roce 2017 vyšší než stejný rozdíl v letech 2015 a 2016. Důvodem pro tuto diferenci je vyšší nejistota při delším horizontu predikce výnosových křivek, což zvyšuje volatilitu sazeb.

**Tabulka 24: Vývoj kumulovaných hrubých úrokových výdajů v roce 2017 (mld. Kč)**

| Měsíce                  | 1.  | 2.  | 3.  | 4.   | 5.   | 6.   | 7.   | 8.   | 9.   | 10.  | 11.  | 12.  |
|-------------------------|-----|-----|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| <b>Očekávané výdaje</b> | 1,1 | 1,3 | 4,1 | 14,3 | 24,0 | 29,4 | 29,6 | 34,6 | 47,0 | 49,6 | 50,5 | 54,0 |
| <b>CaR 95 %</b>         | 2,1 | 3,6 | 7,3 | 19,1 | 30,0 | 36,6 | 37,8 | 43,7 | 57,9 | 62,4 | 64,4 | 68,5 |
| <b>CaR 99 %</b>         | 2,7 | 4,5 | 8,9 | 21,7 | 33,4 | 40,7 | 42,5 | 49,1 | 63,9 | 69,4 | 72,3 | 77,1 |

Zdroj: MF

**Obrázek 55: Simulace hrubých úrokových výdajů státního dluhu v průběhu roku 2017 mld. Kč**Poznámka: Vývoj hrubých úrokových výdajů na denní bázi  
Zdroj: MF

## Efektivní hranice a alternativní dluhová portfolia

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 je v roce 2015 tvořeno převážně státními dluhopisy, je důležité vydat dluhopisy s takovými parametry, které uspokojí poptávku investorů. Dalším důležitým faktorem, který musí Ministerstvo sledovat, je likvidita sekundárního trhu dluhopisů. Pro udržení určité úrovně likvidity sekundárního trhu státních 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 od roku 2012

analýzu založenou na metodologii CaR s cílem 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 splatnosti 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 alternativních dluhových portfolií, které obsahují pouze dluhopisy s jednou konstantní dobou do splatnosti. Dluhopisy v tomto portfoliu jsou vydávány vždy s konstantní dobou do splatnosti, tj. neuvažují se znovutevření, 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.

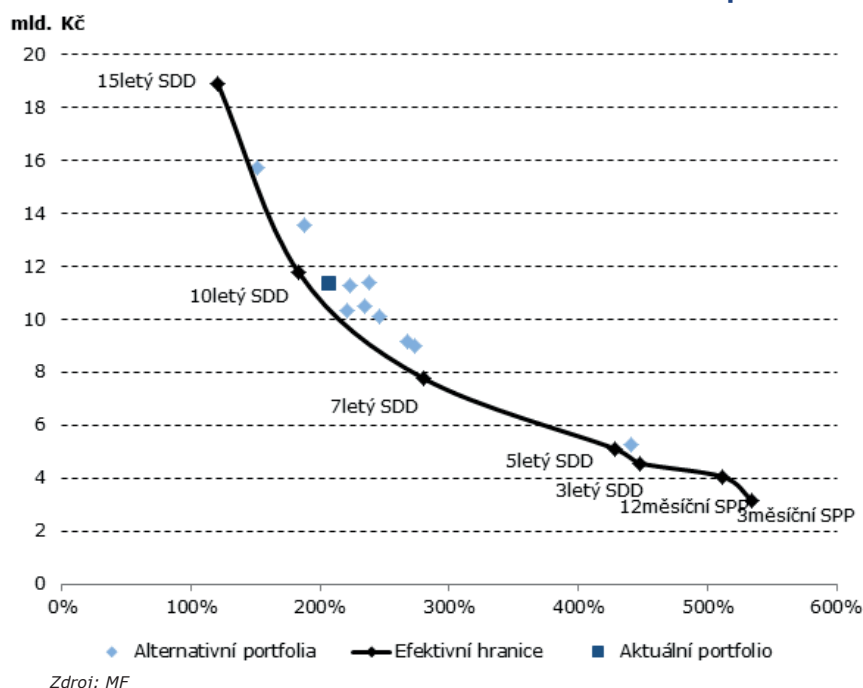
Pro všechna alternativní dluhová portfolia v provedené analýze probíhá veškeré financování hrubé výpůjční potřeby v následujících letech ve dnech skutečně plánovaných aukcí pouze pomocí dluhopisů dle definice alternativního portfolia (bez uvažování znovuotevírání emisí). Efektivní hranice je tvořena sedmi alternativními dluhovými portfolii obsahujícími pouze nově vydané dluhopisy s konstantní dobou do splatnosti. Tyto dluhopisy jsou: 3měsíční a 12měsíční státní pokladniční poukázky a 3leté, 5leté, 7leté, 10leté a 15leté střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy. Oproti efektivní hranici konstruované v předchozím roce je patrný výrazný pokles výnosů státních dluhopisů, který se odráží ve snížení očekávaných nákladů v následujících letech. Dále jsou rovněž patrné velmi nízké výnosy na krátkém konci výnosové křivky, když očekávané náklady v případě emise 5letého a 3letého státního dluhopisu se příliš neliší od očekávaných nákladů v případě emise státních pokladničních poukázek.

Kromě sedmi alternativních portfolií ležících na efektivní hranici Ministerstvo analyzovalo ještě dalších deset alternativních portfolií s instrumenty, která více odpovídají reálné poptávce investorů. Těchto deset alternativních

portfolií je vytvořeno analogicky jako portfolia ležící na efektivní hranici, 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 dluhového portfolia ke konci každého roku na úrovni 6,0 roku. Třetí až šesté alternativní portfolio financuje hrubou výpůjční potřebu vždy rovnoměrně dvěma instrumenty, jedná se o 15leté státní dluhopisy a 3měsíční SPP, 10leté státní dluhopisy a 12měsíční SPP, 10leté státní dluhopisy a 3měsíční SPP a 5leté státní dluhopisy a 12měsíční SPP. V případě sedmého a osmého alternativního portfolia jsou emitovány rovnoměrně SPP 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 devátého a desátého alternativního portfolia jsou vydávány 3leté, 5leté, 7leté, 10leté a 15leté státní dluhopisy a 3měsíční a 12měsíční SPP, 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.

**Obrázek 56: Efektivní hranice a alternativní dluhová portfolia**



Očekávané náklady jednotlivých dluhových portfolií představují kumulované očekávané náklady na obsluhu nově vydaného státního dluhu v letech 2015 až 2017. Ve všech případech jsou náklady vyjádřeny aktuálně, čímž je dosaženo srovnatelné polohy jednotlivých alternativních portfolií. V případě skutečného portfolia je tím dosaženo očištění od vlivu znovuotevíraných emisí, které v krátkém simulačním horizontu vede k nadhodnocení rizika i očekávaných nákladů. Pro určení míry rizika jednotlivých dluhových portfolií je využit kumulovaný ukazatel CaR 99 % v letech 2015 až 2017, konkrétně se na vodorovné ose jedná o možné procentní navýšení očekávaných nákladů, při kterém bude dosaženo kumulovaného ukazatele CaR 99 %.

Z obrázku 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 velice blíží. Aktuální dluhové portfolio leží v blízkosti shluku alternativních portfolií, které jsou tvořeny mixem dluhopisů s podobnými průměrnými dobami do splatnosti. Kumulované

očekávané aktuální náklady nově vydaného dluhu dle skutečných emisních kalendářů činí 11,3 mld. Kč s rizikem cca 207,0 %. Existuje tedy riziko, že skutečně realizované náklady za následující 3 roky převýší očekávané náklady o 207,0 %, v absolutním vyjádření o 23,4 mld. Kč. Oproti předchozímu roku tak očekávané náklady výrazně poklesly a zároveň se zvýšilo riziko, což souvisí se současnými rekordně nízkými výnosy státních dluhopisů. Pokud by se snížila průměrná doba do splatnosti nově vydaného skutečného dluhu, poloha skutečného portfolia by se přiblížila ose x, tj. snížily by se očekávané náklady a vzrostlo by riziko, že budou překročeny.

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 hospodářsko-politická autorita.

## 6 - Primární a sekundární trh státních dluhopisů

### Primární dealeri státních dluhopisů České republiky

Status primárního dealera českých státních dluhopisů byl smluvně formalizován počínaje 1. říjnem 2011, kdy vstoupila v platnost Dohoda o plnění funkce primárního dealera státních dluhopisů České republiky, která byla s platností od 1. ledna 2014 přejmenována na Dohodu o výkonu práv a povinností primárního dealera českých státních dluhopisů (dále Dohoda). Dohoda v souladu s nejlepší mezinárodní praxí specifikuje práva a povinnosti jednotlivých členů skupiny primárních dealerů a tím poskytuje institucionální rámec 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.

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 prodeje na sekundárním trhu státních dluhopisů, zápůjční facility nebo reversní repo operace. Primární dealeri jsou také protistranami Ministerstva při realizaci syndikovaných zahraničních emisí, privátních umístění a jiných finančních operací státu. Primární dealeri mají také exkluzivní právo účastnit se pravidelných setkání se zástupci Ministerstva obvykle jednou za čtvrtletí a podílet se mimo jiné na přípravě emisních kalendářů státních dluhopisů

a navrhopvat alternativní instrumenty financování výpůjční potřeby státu, včetně navazujících operací pro řízení rizik.

Povinností primárního dealera je nakoupit vždy během čtyř po sobě jdoucích čtvrtletí nejméně 3 % z celkové jmenovité hodnoty střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů prodaných v primárních aukcích, 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 2014 a 2015 byla opět touto platformou na základě rozhodnutí Výboru primárních dealerů ze dne 6. září 2013 vybrána elektronická obchodní platforma MTS Czech Republic, která byla uvedena do provozu k datu 1. července 2011. Systém zasílaných upozornění v případě nedodržení jedné ze dvou klíčových povinností se osvědčil a v této praxi bude Ministerstvo i nadále pokračovat.

Skupina primárních dealerů českých státních dluhopisů je potvrzována Ministerstvem na každý kalendářní rok. Česká republika bude mít pro rok 2015 celkem 13 primárních dealerů, jejichž počet i složení zůstává totožné jako pro rok 2014, kdy novým primárním dealerem se pro rok 2014 stal Morgan Stanley & Co International PLC.

**Tabulka 25: Seznam primárních dealerů státních dluhopisů v letech 2014 a 2015**

| Rok 2014 a 2015                      |                                                  |
|--------------------------------------|--------------------------------------------------|
| Barclays Bank PLC                    | ING Bank N. V.                                   |
| Citibank Europe plc                  | J. P. Morgan Securities plc                      |
| Česká spořitelna, a.s.               | Komerční banka, a.s.                             |
| Československá obchodní banka, a. S. | PPF banka, a.s.                                  |
| Deutsche Bank AG                     | Morgan Stanley & Co International PLC            |
| Goldman Sachs International          | UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s. |
| HSBC Bank plc                        |                                                  |

Zdroj: MF

## Hodnocení primárních dealerů v roce 2014

Nová úprava hodnocení primárních dealerů platná od 1. ledna 2014 ponechává tři výchozí kritéria hodnocení i jejich váhové rozložení. Důležitost významu funkčního a likvidního sekundárního trhu dokládá i přidělení vysoké váhy tomuto kritériu, 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.

Metodika hodnocení primárních dealerů je podrobněji posána v příloze I tohoto dokumentu. Maximální hodnocení každého primárního dealera může dosáhnout 100 bodů, přičemž toto skóre je počítáno na relativní bázi. Činnost primárních dealerů je takto hodnocena čtvrtletně na základě tzv. APEI (Aggregate Performance Evaluation Index) definovaného v příloze I Dohody vždy za čtyři po sobě následující hodnocená období. Hodnoceným obdobím je dle článku 1 Dohody každé kalendářní čtvrtletí.

**Tabulka 26: Celkové hodnocení v roce 2014**

| Pořadí | Primární dealer                                   | Body        |
|--------|---------------------------------------------------|-------------|
| 1      | <b>Citibank Europe plc</b>                        | <b>82,3</b> |
| 2      | KBC Bank NV / Československá obchodní banka, a.s. | 61,3        |
| 3      | Erste Group Bank AG / Česká spořitelna, a.s.      | 56,5        |
| 4      | PPF banka a.s.                                    | 51,4        |
| 5      | Société Générale / Komerční banka, a.s.           | 46,0        |
| 6      | UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s.  | 36,8        |
| 7      | J.P.Morgan Securities Ltd.                        | 34,0        |

Poznámka: Maximální možný počet bodů v celkovém hodnocení je 100.  
Zdroj: MF

**Tabulka 27: Primární trh v roce 2014**

| Pořadí | Primární dealer                                   | Body        |
|--------|---------------------------------------------------|-------------|
| 1      | <b>Citibank Europe plc</b>                        | <b>38,2</b> |
| 2      | Erste Group Bank AG / Česká spořitelna, a.s.      | 24,9        |
| 3      | KBC Bank NV / Československá obchodní banka, a.s. | 21,1        |
| 4      | PPF banka a.s.                                    | 19,0        |
| 5      | Société Générale / Komerční banka, a.s.           | 16,7        |
| 6      | UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s.  | 14,9        |
| 7      | J.P.Morgan Securities Ltd.                        | 10,3        |

Poznámka: Maximální možný počet bodů v tomto kritériu je 45.  
Zdroj: MF

**Tabulka 28: Sekundární trh v roce 2014**

| Pořadí | Primární dealer                                   | Body        |
|--------|---------------------------------------------------|-------------|
| 1      | <b>Citibank Europe plc</b>                        | <b>32,3</b> |
| 2      | KBC Bank NV / Československá obchodní banka, a.s. | 27,6        |
| 3      | PPF banka a.s.                                    | 21,7        |
| 4      | Société Générale / Komerční banka, a.s.           | 18,5        |
| 5      | Erste Group Bank AG / Česká spořitelna, a.s.      | 17,7        |
| 6      | J.P.Morgan Securities Ltd.                        | 13,2        |
| 7      | UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s.  | 13,1        |

Poznámka: Maximální možný počet bodů v tomto kritériu je 40.  
Zdroj: MF

## Sekundární trh státních dluhopisů a MTS Czech Republic

Dlouhodobým cílem řízení státního dluhu je také podpora maximální možné likvidnosti emisí českých státních dluhopisů obchodovaných na sekundárním trhu, k jehož naplnění Česká republika implementovala elektronickou obchodní platformu MTS Czech Republic pro sekundární trh korunových státních dluhopisů. Dne 11. července 2011 byl zahájen pilotní provoz, na který po třech měsících kontinuálně navázal plný provoz. Platforma MTS Czech Republic umožňuje 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.

Efektivní sekundární trh z pohledu minimalizace transakčních nákladů a udržení hloubky trhu a cenové stability je nezbytnou podmínkou pro realizaci emisní činnosti státu a pro zajištění hladkého a nákladově efektivního financování státu v dlouhodobém horizontu. Za tímto účelem rozšířilo Ministerstvo od 1. června 2014 na

základě rozhodnutí řídicího výboru MTS Czech Republic, jenž je složen ze zástupců Ministerstva a primárních dealerů, seznam benchmarkových emisí o nově vydané státní dluhopisy v roce 2014 se splatnostmi v letech 2018, 2025, jejichž jmenovitá hodnota v oběhu byla dostatečná, aby umožňovala plnění kotačních povinností tvůrce trhu a dále byla do seznamu zařazena emise státních dluhopisů se

splatností v roce 2036, což usnadňuje Ministerstvu konstrukci dlouhého konce výnosové křivky státních dluhopisů České republiky. Dluhopis České republiky 2010-2015, 3,40 % byl od 1. června 2014 odstraněn ze seznamu benchmarkových emisí z důvodu kratší zbytkové doby do splatnosti než 1,25 roku.

**Tabulka 29: Benchmarkové emise státních dluhopisů k 31. prosinci 2014**

| Číslo emise                  | Název emise           | ISIN                | kupon         | Datum splatnosti    | Splatnostní koš |
|------------------------------|-----------------------|---------------------|---------------|---------------------|-----------------|
| 77. emise                    | ČR, 0,50 %, 16        | CZ0001003842        | 0,50 %        | 28. 07. 2016        | A               |
| 55. emise                    | ČR, VAR %, 16         | CZ0001002331        | PRIBOR 6M     | 27. 10. 2016        | A               |
| 51. emise                    | ČR, 4,00 %, 17        | CZ0001001903        | 4,00 %        | 11. 04. 2017        | B               |
| <b>88. emise<sup>1</sup></b> | <b>ČR, 0,85 %, 18</b> | <b>CZ0001004246</b> | <b>0,85 %</b> | <b>17. 03. 2018</b> | <b>B</b>        |
| 41. emise                    | ČR, 4,60 %, 18        | CZ0001000822        | 4,60 %        | 18. 08. 2018        | B               |
| 56. emise                    | ČR, 5,00 %, 19        | CZ0001002471        | 5,00 %        | 11. 04. 2019        | B               |
| 76. emise                    | ČR, 1,50 %, 19        | CZ0001003834        | 1,50 %        | 29. 10. 2019        | B               |
| 61. emise                    | ČR, 3,85 %, 21        | CZ0001002851        | 3,75 %        | 29. 09. 2021        | C               |
| 52. emise                    | ČR, 4,70 %, 22        | CZ0001001945        | 4,70 %        | 12. 09. 2022        | C               |
| 58. emise                    | ČR, 5,70 %, 24        | CZ0001002547        | 5,70 %        | 25. 05. 2024        | C               |
| <b>89. emise<sup>1</sup></b> | <b>ČR, 2,40 %, 25</b> | <b>CZ0001004253</b> | <b>2,40 %</b> | <b>17. 09. 2025</b> | <b>C</b>        |
| 78. emise                    | ČR, 2,50 %, 28        | CZ0001003859        | 2,50 %        | 25. 08. 2028        | D               |
| <b>49. emise<sup>1</sup></b> | <b>ČR, 4,20 %, 36</b> | <b>CZ0001001796</b> | <b>4,20 %</b> | <b>04. 12. 2036</b> | <b>D</b>        |

<sup>1</sup> Emise byla zařazena mezi benchmarkové od 1. 6. 2014  
Zdroj: MF

Ministerstvo v roce 2014 nadále provádělo přímé prodeje dluhopisů v případě emisí dluhopisů, které se již nebyly zařazovány do primárních aukcí, a rovněž aktivně poskytovalo záůjční facility pro případ pokrytí krátké pozice některého z primárních dealerů.

Primární dealer, který splňuje povinnosti tvůrce sekundárního trhu, kotuje „bid“ a „offer“ ceny u všech povinně kotovaných dluhopisů v minimální kotované celkové jmenovité hodnotě, jež se různí dle zbytkové doby do splatnosti, minimálně 5 hodin během jednoho obchodního dne.

**Tabulka 30: Splaťnostní koše dle minimální kotované jmenovité hodnoty**

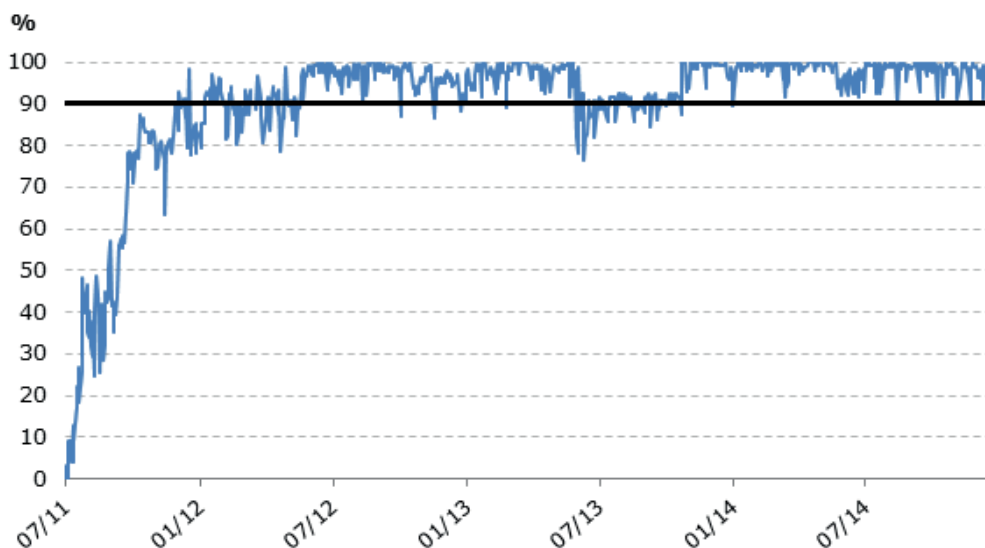
|          |                                                |                         |
|----------|------------------------------------------------|-------------------------|
| <b>A</b> | <b>Dluhopisy se splatností 1,25 až 3,5 let</b> | 50 mil. Kč              |
| <b>B</b> | <b>Dluhopisy se splatností 3,5 až 6,5 let</b>  | 50 mil. Kč              |
| <b>C</b> | <b>Dluhopisy se splatností 6,5 až 13,5 let</b> | 40 mil. Kč              |
| <b>D</b> | <b>Dluhopisy se splatností 13,5 let a více</b> | 30 mil. Kč <sup>1</sup> |

<sup>1</sup> V případě emise ČR, 4,20 %, 36 byla snížena minimální kotovaná jmenovitá hodnota na 10 milionů Kč.  
Zdroj: MF

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.

**Obrázek 57: Průměrné denní plnění kótačních povinností dealerů**

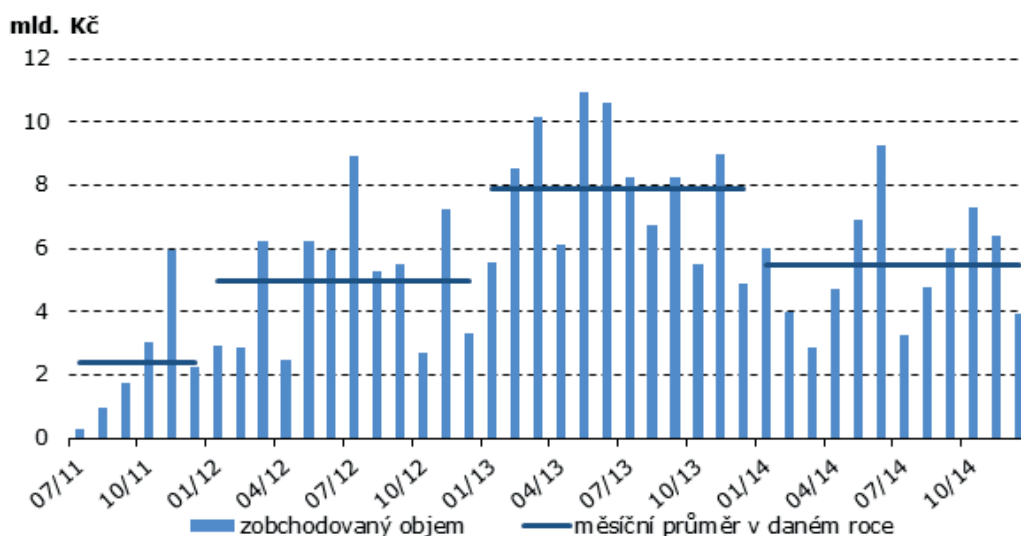


Zdroj: EuroMTS a MF

Po nárůstu jmenovité hodnoty obchodů korunových státních dluhopisů v roce 2013 na domácím sekundárním trhu uskutečněných na elektronické obchodní platformě MTS Czech Republic došlo od listopadu 2013 až do března 2014 k celkovému poklesu jmenovité hodnoty obchodů. Od března 2014 postupně začala

jmenovitá hodnota obchodů významně růst, když v červnu dosáhla svého vrcholu 9,275 mld. Kč. V roce 2014 se jmenovitá hodnota obchodů ustálila na průměrné měsíční hodnotě 5,5 mld. Kč, což je vyšší úroveň než v roce 2012, ale v průměru zhruba o 2,4 mld. Kč nižší oproti roku 2013.

**Obrázek 58: Jmenovitá hodnota obchodů na MTS Czech Republic**

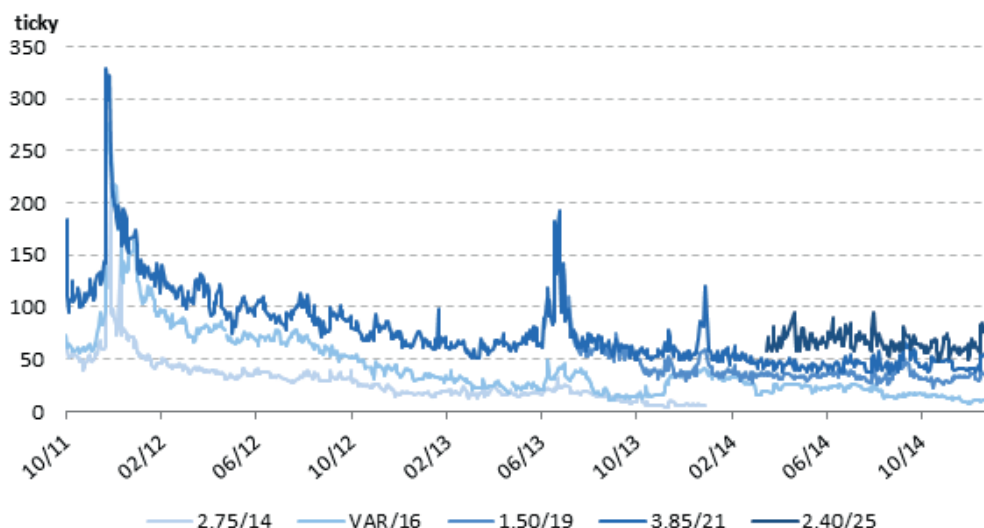


Poznámka: Bez zahrnutí operací ministerstva na sekundárním trhu.  
Zdroj: EuroMTS a MF

Rozpětí „bid“ a „offer“ cen prošla od května roku 2013 zejména ve vyšších splatnostech vlivem vnějších vlivů nestabilním obdobím. S klesající nejistotou na finančních trzích byl předchozí stabilní vývoj 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 tržnímu 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 59: Rozpětí „bid“ a „offer“ cen vybraných dluhopisů**



Zdroj: EuroMTS a MF

Strategie rozvoje sekundárního trhu prostřednictvím MTS Czech Republic se soustředí zejména na flexibilní využívání dostupných nástrojů elektronické obchodní platformy MTS Czech Republic a bezproblémový chod systému. Ministerstvo hodnotí velice kladně vývoj v plnění kotačních

povinností zejména s přihlédnutím k významnému rozšíření okruhu benchmarkových emisí v roce 2013. Zápůjční facility, zpětné odkupy a přímé prodeje budou v průběhu roku 2015 nadále aktivně využívanými nástroji Ministerstva při jeho přímém působení na sekundárním trhu.

## Operace Ministerstva na sekundárním trhu

Od prosince roku 2011 Ministerstvo aktivně vstupuje na sekundární trh zejména prostřednictvím elektronické obchodní platformy MTS Czech Republic. Zpětné odkupy státních dluhopisů před datem jejich splatnosti a přímé prodeje státních dluhopisů z vlastního portfolia Ministerstva, se staly již nedílnou součástí plánované emisní činnosti a přispívají k efektivnímu řízení likvidity a finančního rizika a podpoře likvidity domácího dluhopisového trhu.

Přímé prodeje a zpětné odkupy jsou realizovány flexibilně v závislosti na potřebách Ministerstva. Ministerstvo vybírá státní dluhopisy určené k přímému prodeji na základě porady s primárními dealery ze státních dluhopisů držených ve vlastním portfoliu s výjimkou státního dluhopisu, který se v týdnu dává do prodeje v aukci. Přímý prodej daného státního dluhopisu neprobíhá 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 (typ transakce, státní dluhopis, maximální jmenovitá hodnota transakcí, čas přijímaných nabídek, datum

vypořádání, kontaktní osoba) všechny primární dealery minimálně jeden obchodní den před dnem, ve kterém má transakce proběhnout. 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.

Co se týče taktiky provádění zpětných odkupů, Ministerstvo bude i nadále využívat způsob k zasílání nabídek cen ze strany primárních dealerů, aby zejména v souvislosti s efektivním řízením likvidity pružně reagovalo na aktuální tržní podmínky. Algoritmus získávání nabídek k prodeji dluhopisu určeného pro zpětný odkup je analogický jako u současné praxe přímých prodejů, tedy s využitím tzv. žádostí ke kotacím (RfQ), kde primární dealeri navzájem neznají své nabídky. Ministerstvo stanoví časový limit, během kterého primární dealeri zasílají své nabídky k prodeji či k nákupu v případě přímého prodeje. Po jeho skončení Ministerstvo vyhodnotí zaslané žádosti a ty buď zamítne, případně žádosti upraví, co se týče výše jmenovité hodnoty nebo ceny, a znovu odešle protistraně nebo žádosti akceptuje.

**Tabulka 31: Jmenovitá hodnota operací Ministerstva na sekundárním trhu v roce 2014 (mld. Kč)**

|                          | 1Q           | 2Q           | 3Q           | 4Q           | 2014          |
|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>Zpětné odkupy</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>2,22</b>  | <b>9,06</b>  | <b>11,28</b>  |
| ČR 3,40 %, 15            | 0            | 0            | 1,56         | 6,79         | 8,35          |
| ČR 3,80 %, 15            | 0            | 0            | 0,45         | 2,05         | 2,5           |
| ČR 6,95 %, 16            | 0            | 0            | 0,21         | 0,22         | 0,43          |
| <b>Přímé prodeje</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0,20</b>  | <b>8,75</b>  | <b>8,95</b>   |
| ČR VAR %, 16             | 0            | 0            | 0,20         | 0,80         | 1,00          |
| ČR 0,50 %, 16            | 0            | 0            | 0            | 2,40         | 2,40          |
| ČR VAR %, 17             | 0            | 0            | 0            | 2,35         | 2,35          |
| ČR 0,85 %, 18            | 0            | 0            | 0            | 0,45         | 0,45          |
| ČR 1,50 %, 19            | 0            | 0            | 0            | 1,00         | 1,00          |
| ČR VAR %, 27             | 0            | 0            | 0            | 1,75         | 1,75          |
| <b>Zápůjční facility</b> | <b>11,81</b> | <b>22,03</b> | <b>28,18</b> | <b>22,55</b> | <b>84,57</b>  |
| ČR 0,50 %, 16            | 0,27         | 0,57         | 3,01         | 0,80         | 4,65          |
| ČR VAR %, 16             | 0,08         | 0,15         | 0,34         | 0,00         | 0,56          |
| ČR VAR %, 17             | 0,00         | 0,35         | 0,45         | 0,00         | 0,79          |
| ČR 4,00 %, 17            | 0,46         | 0,00         | 0,03         | 0,00         | 0,49          |
| ČR 0,85 %, 18            | 0,00         | 0,93         | 0,46         | 0,56         | 1,95          |
| ČR 4,60 %, 18            | 0,61         | 1,58         | 2,69         | 1,77         | 6,64          |
| ČR 1,50 %, 19            | 0,00         | 0,11         | 0,20         | 4,07         | 4,38          |
| ČR 5,00 %, 19            | 2,15         | 0,83         | 0,25         | 0,82         | 4,06          |
| ČR 3,75 %, 20            | 0,00         | 0,00         | 0,20         | 0,00         | 0,20          |
| ČR 3,85 %, 21            | 0,48         | 0,96         | 3,52         | 2,31         | 7,27          |
| ČR 4,70 %, 22            | 0,00         | 0,18         | 0,31         | 0,32         | 0,80          |
| ČR VAR %, 23             | 3,80         | 6,49         | 8,07         | 6,87         | 25,23         |
| ČR 5,70 %, 24            | 3,97         | 6,75         | 4,00         | 4,18         | 18,90         |
| ČR 2,40 %, 25            | 0,00         | 0,05         | 1,10         | 0,86         | 2,01          |
| ČR VAR %, 27             | 0,00         | 0,74         | 1,52         | 0,00         | 2,26          |
| ČR 2,50 %, 28            | 0,00         | 0,00         | 2,02         | 0,00         | 2,02          |
| ČR 4,85 %, 57            | 0,00         | 2,35         | 0,03         | 0,00         | 2,38          |
| <b>Celkem</b>            | <b>11,82</b> | <b>22,03</b> | <b>30,60</b> | <b>40,36</b> | <b>104,81</b> |

Poznámka: přímé prodeje a zpětné odkupy SDD zahrnují pouze operace uskutečněné na platformě MTS Czech Republic a prostřednictvím Thomson Reuters Dealing 3000. Zápůjční facility SDD jsou uvedeny ve jmenovité hodnotě kolaterálu SDD z vlastního a investičního portfolia Ministerstva.  
Zdroj: MF

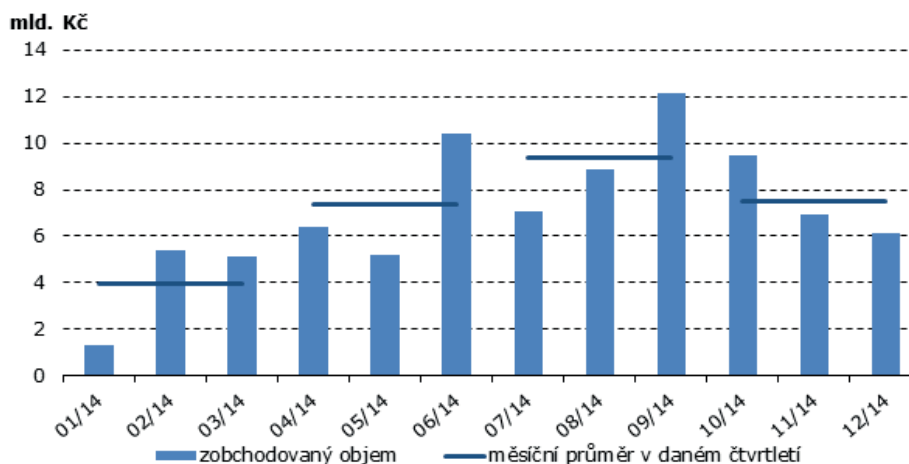
V průběhu roku 2014 Ministerstvo na základě dohody s primárními dealery zahájilo zpětné odkupy dluhopisů Dluhopis České republiky, 2005 – 2015, 3,80 % a Dluhopis České republiky, 2010 – 2015, 3,40 %, jejichž zbytková splatnost byla kratší než 1 rok, i zpětné odkupy Dluhopis České republiky, 2001 – 2016, 6,95 %, který nemá benchmarkový status a nemusí být povinně kotován primárními dealery na DETS. V období realizace zpětného odkupu mohou být tyto odkoupené SDD nahrazeny přímými prodeji střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů z vlastního portfolia s benchmarkovým statutem a se stejnou anebo delší zbytkovou dobou do splatnosti tak, aby tyto operace zároveň

přispěly k dosažení stanovených cílů v oblasti řízení refinančního rizika dluhového portfolia. Ministerstvo nadále i v průběhu roku 2014 pokračovalo v rozsáhlé realizaci krátkodobé zápůjční facility střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů pro primární dealery. V září vzrostl celkový rozsah zápůjční facility vyjádřený jmenovitou hodnotou poskytnutého kolaterálu až na úroveň 12,2 mld. Kč. Zápůjční facility jsou dostupné formou repo operací, kdy si primární dealer může vypůjčit státní dluhopis až na období 90 dní a Ministerstvu proti tomu poskytne korunovou likviditu. Průměrná repo sazba v rámci těchto operací se v roce 2014 pohybovala na úrovni -0,03 % p.a.

Zájem o krátkodobé zápůjční facility byl ze strany primárních dealerů v roce 2014 významný i navzdory dlouhodobým poklesům výnosů státních dluhopisů a volatilitě na finančních trzích. Celkový rozsah přijatých peněžních prostředků v rámci krátkodobých zápůjčních facilit v roce 2014 se oproti roku 2013 zvýšil o 71,9 mld. Kč. Z pohledu primárních dealerů krátkodobé zápůjční facility Ministerstva umožňují pokrývat jejich krátké pozice a tím přispívat k plynulému plnění kotečních povinností a likviditě státních dluhopisů

i v časech výkyvů na finančních trzích. Rozdíl mezi jmenovitou hodnotou obchodů na elektronické obchodní platformě MTS a poptávkou primárních dealerů po státních dluhopisech tak může být vyplněn prostřednictvím krátkodobých zápůjčních facilit. Zápůjční facility tak tvoří významnou alternativu pro získání státních dluhopisů v případě zhoršených podmínek na sekundárním trhu. Tím umožňují stabilizovat tržní rozpětí kotovaných dluhopisů, což se přímo odráží ve snižování premie za nelikviditu.

**Obrázek 60: Jmenovitá hodnota realizovaných zápůjčních facilit v roce 2014**



Poznámka: Zápůjční facility SDD jsou uvedeny ve jmenovité hodnotě kolaterálu SDD z vlastního a investičního portfolia ministerstva.  
Zdroj: MF

I když je primárním cílem těchto operací navýšení likvidity státních dluhopisů na sekundárním trhu zejména v případě krátkodobého převisu poptávky nad nabídkou u daného dluhopisu, z důvodu velmi nízkých repo sazeb považuje Ministerstvo tyto operace za výhodný zdroj v segmentu krátkodobého financování, který se v současnosti stal už nedílnou součástí krátkodobého financování. Tím tyto operace také přispívají k úspoře čistých úrokových nákladů na obsluhu státního dluhu. Získané peněžní prostředky jsou za vyšší výnos investovány na peněžním trhu v rámci řízení likvidity státní pokladny, čímž dochází k navýšení výnosů z investiční činnosti Ministerstva.

V roce 2014 příspěvek k výnosům z investičních operací činil 2,2 mil. Kč.

V souvislosti s poskytováním zápůjčních facilit řídí Ministerstvo aktivně stav státních dluhopisů ve vlastním portfoliu s ohledem na poptávku primárních dealerů. V roce 2014 nejvýznamnější část zápůjčních facilit tvořily Dluhopis České republiky, 2011–2023, VAR %, Dluhopis České republiky, 2009 – 2024, 5,70 %, Dluhopis České republiky, 2010 – 2021, 3,85 % a Dluhopis České republiky, 2003 – 2018, 4,60 %. U ostatních dluhopisů byla poptávka rozložena rovnoměrně podél celé výnosové křivky.

## Příloha I

### Metodika hodnocení primárních dealerů

V rámci hodnocení kritéria A. Primární trh 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. 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. Sekundární trh a operace s likviditou, které vychází zejména z dostupných statistických a monitorovacích nástrojů platformy MTS Czech Republic, se soustředí na kótační činnost, její kvalitu, zobchodované jmenovité hodnoty a realizované operace 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 jmenovité hodnoty 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 operace, zápůjční facilita SDD, přímé prodeje státních dluhopisů na sekundárním trhu nebo zpětné odkupy a výměny státních dluhopisů před datem jejich splatnosti) k celkové jmenovité hodnotě uskutečněných obchodů za hodnocené období.

Páté subkritérium, které bylo zařazeno od roku 2013, hodnotí ochotu primárních dealerů platit nejvyšší cenu, resp. získat nejnižší cenu váženou celkovou jmenovitou hodnotou a durací v rámci přímých prodejů, resp. zpětných odkupů státních dluhopisů, či výměn státních dluhopisů na sekundárním trhu.

Kvalitativní hodnocení v rámci kritéria C. hodnotí derivátové operace, marketing, poradenství a kredibilitu primárního dealera. Primární dealeři 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 České republiky. Součástí subkritéria C.2 je rovněž hodnocení analytických výstupů či ekonomických analýz, jež primární dealeři mohou zasílat do speciálně zřízené emailové schránky Ministerstva.

**Tabulka 32: Kritéria hodnocení primárních dealerů platná k 1. lednu 2015**

| A. Primární trh                    | 45 b  | B. Sekundární trh a operace s likviditou                                     | 40 b | C. Kvalitativní kritéria                  | 15b |
|------------------------------------|-------|------------------------------------------------------------------------------|------|-------------------------------------------|-----|
| A.1. Podíl na primárním trhu SDD   | 25 b  | B.1. Hodnocení kótační povinnosti na DETS                                    | 9 b  | C.1. Derivátové operace                   | 8 b |
| A.2. Spolehlivost aukční poptávky  | 5 b   | B.2. Kvalita kótační činnosti na DETS                                        | 9 b  | C.2. Marketing, poradenství a kredibilita | 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 a operace s likviditou | 9 b  |                                           |     |
| A.5. Podíl na primárním trhu SPP   | 7,5 b | B.5. Cenová strategie přímých prodejů, zpětných odkupů a výměn               | 4 b  |                                           |     |

Zdroj: MF

## Příloha II

**Tabulka 33: Parametry státního dluhu a likvidiních státních finančních aktiv**

|                                                             | 31. 12.<br>2013 | 31. 3.<br>2014 | 30. 6.<br>2014 | 30. 9.<br>2014 | 31. 12.<br>2014 |
|-------------------------------------------------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| <b>Státní dluh celkem (mld. Kč)</b>                         | <b>1 683,3</b>  | <b>1 683,4</b> | <b>1 683,3</b> | <b>1 683,0</b> | <b>1663,7</b>   |
| Tržní hodnota státního dluhu (mld. Kč) <sup>1</sup>         | 1 863,3         | 1 886,1        | 1 903,9        | 1911,1         | 1925,0          |
| Krátkodobý státní dluh (%)                                  | 15,8            | 12,1           | 12,7           | 16,1           | 14,9            |
| Střednědobý státní dluh (%)                                 | 53,6            | 50,5           | 53,8           | 53,6           | 55,7            |
| Státní pokladniční poukázky (%)                             | 7,2             | 5,8            | 5,8            | 5,4            | 6,5             |
| Ostatní instrumenty peněžního trhu (%)                      | 0,0             | 0,2            | 0,7            | 0,7            | 0,2             |
| Průměrná splatnost (roky)                                   | 5,6             | 5,7            | 5,7            | 5,5            | 5,5             |
| Úroková refixace do 1 roku (%)                              | 35,4            | 31,8           | 32,8           | 36,4           | 35,5            |
| Průměrná doba do refixace (roky)                            | 4,3             | 4,5            | 4,5            | 4,3            | 4,2             |
| Variabilně úročený státní dluh (%)                          | 16,8            | 17,1           | 17,8           | 18,0           | 18,7            |
| Modifikovaná durace (roky)                                  | 4,0             | 4,1            | 4,2            | 4,1            | 4,1             |
| Čistá cizoměnová expozice (%)                               | 9,4             | 9,6            | 10,0           | 10,1           | 10,4            |
| Cizoměnový státní dluh (%)                                  | 19,0            | 19,0           | 16,6           | 16,6           | 14,5            |
| Podíl € na čisté cizoměnové expozici (%)                    | 89,4            | 89,4           | 89,8           | 89,8           | 90,1            |
| Neobchodovatelný státní dluh (%) <sup>2</sup>               | 4,2             | 4,2            | 4,0            | 3,8            | 3,6             |
| Retailový státní dluh (%)                                   | 5,2             | 5,2            | 4,8            | 4,8            | 4,7             |
| <b>Obchodovatelný státní dluh (mld. Kč)</b>                 | <b>1 524,2</b>  | <b>1 525,6</b> | <b>1 535,7</b> | <b>1 538,4</b> | <b>1525,4</b>   |
| Tržní hodnota obchodovatelného dluhu (mld. Kč) <sup>1</sup> | 1 696,2         | 1 720,0        | 1 747,4        | 1 757,7        | 1778,3          |
| Krátkodobý obchodovatelný dluh (%)                          | 16,6            | 12,4           | 13,6           | 17,2           | 15,3            |
| Střednědobý obchodovatelný dluh (%)                         | 52,7            | 49,3           | 52,9           | 52,6           | 54,8            |
| Státní pokladniční poukázky (%)                             | 7,9             | 6,4            | 6,4            | 5,9            | 7,1             |
| Ostatní instrumenty peněžního trhu (%)                      | 0,0             | 0,2            | 0,8            | 0,8            | 0,2             |
| Průměrná splatnost (roky)                                   | 5,5             | 5,6            | 5,7            | 5,5            | 5,4             |
| Úroková refixace do 1 roku (%)                              | 33,7            | 29,7           | 31,4           | 35,4           | 33,9            |
| Průměrná doba do refixace (roky)                            | 4,6             | 4,7            | 4,8            | 4,5            | 4,5             |
| Variabilně úročený obchodovatelný dluh (%)                  | 13,9            | 14,2           | 15,1           | 15,5           | 16,4            |
| Modifikovaná durace (roky)                                  | 4,1             | 4,3            | 4,5            | 4,3            | 4,3             |
| Čistá cizoměnová expozice (%)                               | 10,4            | 10,6           | 11,0           | 11,0           | 11,4            |
| Cizoměnový státní dluh (%)                                  | 21,0            | 21,0           | 18,2           | 18,2           | 15,8            |
| Podíl € na čisté cizoměnové expozici (%)                    | 89,4            | 89,4           | 89,8           | 89,8           | 90,1            |
| <b>Investiční portfolia</b>                                 | <b>43,3</b>     | <b>43,7</b>    | <b>44,6</b>    | <b>45,0</b>    | <b>45,4</b>     |
| Podíl aktiv do 1 roku na celkovém státním dluhu (%)         | 1,7             | 1,7            | 2,0            | 2,2            | 2,2             |
| Průměrná výnosnost (%)                                      | 1,3             | 1,3            | 1,3            | 1,2            | 1,2             |
| Průměrná splatnost (roky)                                   | 1,4             | 1,3            | 1,2            | 1,1            | 1,0             |
| Modifikovaná durace (roky)                                  | 1,1             | 0,9            | 0,9            | 0,8            | 0,8             |

<sup>1</sup> Včetně vlivu derivátů.

<sup>2</sup> Neobsahuje retailový státní dluh.

Zdroj: MF

**Tabulka 34: Vydané korunové střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy k 31. 12. 2014**

| Název emise    | Číslo emise | ISIN         | Datum splatnosti | Jmenovitá hodnota v oběhu | Jmenovitá hodnota ve vlastním portfoliu MF |
|----------------|-------------|--------------|------------------|---------------------------|--------------------------------------------|
| ČR, 3,80 %, 15 | 44.         | CZ0001001143 | 11.4.2015        | 56 354 000 000            | 0                                          |
| ČR, 3,40 %, 15 | 60.         | CZ0001002737 | 1.9.2015         | 56 659 000 000            | 0                                          |
| ČR, 6,95 %, 16 | 34.         | CZ0001000749 | 26.1.2016        | 34 573 000 000            | 0                                          |
| ČR, 0,50 %, 16 | 77.         | CZ0001003842 | 28.7.2016        | 28 000 000 000            | 0                                          |
| ČR, VAR %, 16  | 55.         | CZ0001002331 | 27.10.2016       | 80 000 000 000            | 0                                          |
| ČR, 4,00 %, 17 | 51.         | CZ0001001903 | 11.4.2017        | 94 000 000 000            | 0                                          |
| ČR, VAR %, 17  | 67.         | CZ0001003438 | 23.7.2017        | 50 000 000 000            | 0                                          |
| ČR, 0,85 %, 18 | 88.         | CZ0001004246 | 17.3.2018        | 24 978 890 000            | 550 000 000                                |
| ČR, 4,60 %, 18 | 41.         | CZ0001000822 | 18.8.2018        | 74 000 000 000            | 1 000 000 000                              |
| ČR, 5,00 %, 19 | 56.         | CZ0001002471 | 11.4.2019        | 89 100 000 000            | 0                                          |
| ČR, 1,50 %, 19 | 76.         | CZ0001003834 | 29.10.2019       | 60 937 610 000            | 2 000 000 000                              |
| ČR, 3,75 %, 20 | 46.         | CZ0001001317 | 12.9.2020        | 71 850 000 000            | 3 150 000 000                              |
| ČR, VAR %, 20  | 91.         | CZ0001004113 | 9.12.2020        | 12 012 560 000            | 0                                          |
| ČR, 3,85 %, 21 | 61.         | CZ0001002851 | 29.9.2021        | 75 635 000 000            | 2 000 000 000                              |
| ČR, 4,70 %, 22 | 52.         | CZ0001001945 | 12.9.2022        | 75 116 740 000            | 2 000 000 000                              |
| ČR, VAR %, 23  | 63.         | CZ0001003123 | 18.4.2023        | 82 107 870 000            | 4 892 130 000                              |
| ČR, 5,70 %, 24 | 58.         | CZ0001002547 | 25.5.2024        | 89 000 000 000            | 1 000 000 000                              |
| ČR, 2,40 %, 25 | 89.         | CZ0001004253 | 17.9.2025        | 27 706 400 000            | 0                                          |
| ČR, VAR %, 27  | 90.         | CZ0001004105 | 19.11.2027       | 18 077 010 000            | 1 250 000 000                              |
| ČR, 2,50 %, 28 | 78.         | CZ0001003859 | 25.8.2028        | 36 097 640 000            | 3 000 000 000                              |
| ČR, 4,20 %, 36 | 49.         | CZ0001001796 | 4.12.2036        | 28 428 970 000            | 1 417 620 000                              |
| ČR, 4,85 %, 57 | 53.         | CZ0001002059 | 26.11.2057       | 11 020 000 000            | 6 980 000 000                              |
| <b>Celkem</b>  |             |              |                  | <b>1 175 654 690 000</b>  | <b>29 239 750 000</b>                      |

*Poznámka: Bez zahrnutí jmenovitých hodnot státních dluhopisů poskytnutých Ministerstvem jako kolaterál při realizaci repo operací v rámci řízení likvidity souhrnných účtů státní pokladny nebo v rámci zápůjčních facilit.*

*Zdroj: MF*

**Tabulka 35: Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2014**

| Dluhopis      | Číslo emise a tranše |     | Datum aukce | Datum vydání | Datum splatnosti | Měna | Max. nabízená jmenovitá hodnota do konkurenční části aukce | Prodaná jmenovitá hodnota celkem |
|---------------|----------------------|-----|-------------|--------------|------------------|------|------------------------------------------------------------|----------------------------------|
| 4,70/2022     | 52.                  | 11. | 15.1.       | 20.1.        | 12.9.2022        | CZK  | 6 000 000 000                                              | 6 702 210 000                    |
| 2,50/2028     | 78.                  | 8.  | 15.1.       | 20.1.        | 25.8.2028        | CZK  | 4 000 000 000                                              | 4 490 470 000                    |
| 0,50/2016     | 77.                  | 7.  | 22.1.       | 27.1.        | 28.7.2016        | CZK  | 5 000 000 000                                              | 5 599 750 000                    |
| VAR/2023      | 63.                  | 20. | 22.1.       | 27.1.        | 18.4.2023        | CZK  | 5 000 000 000                                              | 5 519 830 000                    |
| 3,85/2021     | 61.                  | 15. | 29.1.       | 3.2.         | 29.9.2021        | CZK  | 6 000 000 000                                              | 5 695 140 000                    |
| 4,20/2036     | 49.                  | 6.  | 29.1.       | 3.2.         | 4.12.2036        | CZK  | 4 000 000 000                                              | 1 163 110 000                    |
| 1,50/2019     | 76.                  | 11. | 12.2.       | 17.2.        | 29.10.2019       | CZK  | 7 000 000 000                                              | 7 914 890 000                    |
| 4,70/2022     | 52.                  | 12. | 12.2.       | 17.2.        | 12.9.2022        | CZK  | 7 000 000 000                                              | 4 488 430 000                    |
| 3,85/2021     | 61.                  | 16. | 26.2.       | 3.3.         | 29.9.2021        | CZK  | 7 000 000 000                                              | 3 599 930 000                    |
| 2,50/2028     | 78.                  | 9.  | 26.2.       | 3.3.         | 25.8.2028        | CZK  | 6 000 000 000                                              | 7 199 920 000                    |
| 0,85/2018     | 88.                  | 1.  | 12.3.       | 17.3.        | 17.3.2018        | CZK  | 8 000 000 000                                              | 8 177 800 000                    |
| 2,40/2025     | 89.                  | 1.  | 12.3.       | 17.3.        | 17.9.2025        | CZK  | 8 000 000 000                                              | 6 597 980 000                    |
| 0,85/2018     | 88.                  | 2.  | 9.4.        | 14.4.        | 17.3.2018        | CZK  | 5 000 000 000                                              | 5 586 110 000                    |
| 2,50/2028     | 78.                  | 10. | 9.4.        | 14.4.        | 25.8.2028        | CZK  | 5 000 000 000                                              | 5 697 610 000                    |
| 1,50/2019     | 76.                  | 12. | 23.4.       | 28.4.        | 29.10.2019       | CZK  | 5 000 000 000                                              | 4 098 230 000                    |
| 2,40/2025     | 89.                  | 2.  | 23.4.       | 28.4.        | 17.9.2025        | CZK  | 6 000 000 000                                              | 6 828 390 000                    |
| 4,20/2036     | 49.                  | 7.  | 23.4.       | 28.4.        | 4.12.2036        | CZK  | 2 000 000 000                                              | 1 582 380 000                    |
| 0,85/2018     | 88.                  | 3.  | 14.5.       | 19.5.        | 17.3.2018        | CZK  | 5 000 000 000                                              | 5 417 290 000                    |
| 2,40/2025     | 89.                  | 3.  | 14.5.       | 19.5.        | 17.9.2025        | CZK  | 5 000 000 000                                              | 5 302 350 000                    |
| VAR/2027      | 90.                  | 1.  | 14.5.       | 19.5.        | 19.11.2027       | CZK  | 5 000 000 000                                              | 5 377 550 000                    |
| VAR/2020      | 91.                  | 1.  | 4.6.        | 9.6.         | 9.12.2020        | CZK  | 5 000 000 000                                              | 4 406 650 000                    |
| VAR/2027      | 90.                  | 2.  | 4.6.        | 9.6.         | 19.11.2027       | CZK  | 5 000 000 000                                              | 5 438 270 000                    |
| 0,85/2018     | 88.                  | 4.  | 17.9.       | 22. 9.       | 17.3.2018        | CZK  | 5 000 000 000                                              | 5 347 690 000                    |
| VAR/2027      | 90.                  | 3.  | 17.9.       | 22. 9.       | 19.11.2027       | CZK  | 8 000 000 000                                              | 5 511 190 000                    |
| 2,40/2025     | 89.                  | 4.  | 8.10.       | 13.10.       | 17.9.2025        | CZK  | 8 000 000 000                                              | 8 977 680 000                    |
| VAR/2020      | 91.                  | 2.  | 8.10.       | 13.10.       | 9.12.2020        | CZK  | 8 000 000 000                                              | 7 605 910 000                    |
| <b>Celkem</b> |                      |     |             |              |                  |      |                                                            | <b>144 326 760 000</b>           |

| Dluhopis      | Číslo emise a tranše |     | Kupon  | Průměrná čistá cena | Průměrný výnos do splatnosti (% p. a.) | Bid-to-cover ratio | Prodáno v konkurenční části aukce / Max. nabízená jmenovitá hodnota | Prodáno v nekonkurenční části aukce / Max. nabízená jmenovitá hodnota |
|---------------|----------------------|-----|--------|---------------------|----------------------------------------|--------------------|---------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------|
| 4,70/2022     | 52.                  | 11. | 4,70%  | 119,31              | 2,219                                  | 2,31               | 100                                                                 | 11,7                                                                  |
| 2,50/2028     | 78.                  | 8.  | 2,50%  | 93,18               | 3,087                                  | 2,39               | 100                                                                 | 12,3                                                                  |
| 0,50/2016     | 77.                  | 7.  | 0,50%  | 100,3               | 0,379                                  | 3,6                | 100                                                                 | 12                                                                    |
| VAR/2023      | 63.                  | 20. | VAR %  | 104,73              | 13,048 <sup>1</sup>                    | 2,02               | 100                                                                 | 10,4                                                                  |
| 3,85/2021     | 61.                  | 15. | 3,85%  | 113,39              | 1,949                                  | 1,9                | 83,3                                                                | 11,6                                                                  |
| 4,20/2036     | 49.                  | 6.  | 4,20%  | 112,75              | 3,389                                  | 1,72               | 26,5                                                                | 2,6                                                                   |
| 1,50/2019     | 76.                  | 11. | 1,50%  | 100,21              | 1,461                                  | 1,36               | 100                                                                 | 13,1                                                                  |
| 4,70/2022     | 52.                  | 12. | 4,70%  | 120,46              | 2,069                                  | 2,14               | 56,1                                                                | 8                                                                     |
| 3,85/2021     | 61.                  | 16. | 3,85%  | 113,53              | 1,912                                  | 4,14               | 42,9                                                                | 8,6                                                                   |
| 2,50/2028     | 78.                  | 9.  | 2,50%  | 94,89               | 2,938                                  | 2,13               | 100                                                                 | 20                                                                    |
| 0,85/2018     | 88.                  | 1.  | 0,85%  | 100,04              | 0,84                                   | 1,52               | 100                                                                 | 2,2                                                                   |
| 2,40/2025     | 89.                  | 1.  | 2,40%  | 99,37               | 2,461                                  | 1,76               | 75,1                                                                | 7,4                                                                   |
| 0,85/2018     | 88.                  | 2.  | 0,85 % | 100,48              | 0,725                                  | 2,24               | 100,00                                                              | 11,72                                                                 |
| 2,50/2028     | 78.                  | 10. | 2,50 % | 97,57               | 2,706                                  | 2,04               | 100,00                                                              | 13,95                                                                 |
| 1,50/2019     | 76.                  | 12. | 1,50 % | 101,91              | 1,140                                  | 2,37               | 71,42                                                               | 10,54                                                                 |
| 2,40/2025     | 89.                  | 2.  | 2,40 % | 101,76              | 2,221                                  | 1,46               | 100,00                                                              | 13,81                                                                 |
| 4,20/2036     | 49.                  | 7.  | 4,20 % | 116,09              | 3,189                                  | 1,68               | 69,50                                                               | 9,62                                                                  |
| 0,85/2018     | 88.                  | 3.  | 0,85 % | 101,46              | 0,464                                  | 1,74               | 100,00                                                              | 8,35                                                                  |
| 2,40/2025     | 89.                  | 3.  | 2,40 % | 104,80              | 1,922                                  | 1,55               | 100,00                                                              | 6,05                                                                  |
| VAR/2027      | 90.                  | 1.  | VAR %  | 97,55               | 7,815 <sup>1</sup>                     | 2,24               | 100,00                                                              | 7,55                                                                  |
| VAR/2020      | 91.                  | 1.  | VAR %  | 98,65               | -9,294 <sup>1</sup>                    | 1,13               | 81,00                                                               | 7,13                                                                  |
| VAR/2027      | 90.                  | 2.  | VAR %  | 97,60               | 8,2931                                 | 1,75               | 100,00                                                              | 8,77                                                                  |
| 0,85/2018     | 88.                  | 4.  | 0,85 % | 102,21              | 0,212                                  | 3,66               | 100,00                                                              | 7,00                                                                  |
| VAR/2027      | 90.                  | 3.  | VAR %  | 99,15               | -3,430 <sup>1</sup>                    | 2,77               | 62,50                                                               | 6,39                                                                  |
| 2,40/2025     | 89.                  | 4.  | 2,40 % | 111,00              | 1,312                                  | 2,11               | 100,00                                                              | 12,22                                                                 |
| VAR/2020      | 91.                  | 2.  | VAR %  | 99,43               | -20,786 <sup>1</sup>                   | 1,31               | 87,63                                                               | 7,45                                                                  |
| <b>Průměr</b> |                      |     |        |                     |                                        |                    | <b>86,68</b>                                                        | <b>9,54</b>                                                           |

<sup>1</sup> Průměrný spread oproti PRIBORu v bazických bodech (discount margin)  
Zdroj: MF

**Tabulka 36: Emise státních pokladničních poukázek v roce 2014**

| Číslo emise   | Splatnost (měsíce) | Datum aukce | Datum emise | Datum splatnosti | Nabízená jmenovitá hodnota do aukce               | Prodaná jmenovitá hodnota | Výnos (% p.a.)          |
|---------------|--------------------|-------------|-------------|------------------|---------------------------------------------------|---------------------------|-------------------------|
| 688.          | 9                  | 16.1.       | 17.1.       | 17.10.2014       | 8 000 000 000                                     | 7 257 000 000             | 0,07                    |
| 689.          | 12                 | 30.1.       | 31.1.       | 30.1.2015        | 8 000 000 000                                     | 7 753 000 000             | 0,09                    |
| 690.          | 12                 | 13.3.       | 14.3.       | 13.3.2015        | 7 000 000 000                                     | 6 730 000 000             | 0,08                    |
| 691.          | 9                  | 17.4.       | 18.4.       | 16.1.2015        | 6 000 000 000 až<br>8 000 000 000                 | 6 455 000 000             | 0,07                    |
| 692.          | 12                 | 15.5.       | 16.5.       | 15.5.2015        | 7 000 000 000 až<br>9 000 000 000                 | 8 285 000 000             | 0,07                    |
| 693.          | 9                  | 22.5.       | 23.5.       | 20.2.2015        | 7 000 000 000 až<br>9 000 000 000                 | 8 028 000 000             | 0,07                    |
| 694.          | 12                 | 12.6.       | 13.6.       | 12.6.2015        | 7 000 000 000 až<br>9 000 000 000                 | 7 335 000 000             | 0,08                    |
| 695.          | 9                  | 26.6.       | 27.6.       | 27.3.2015        | 7 000 000 000 až<br>9 000 000 000                 | 9 000 000 000             | 0,07                    |
| 696.          | 12                 | 10.7.       | 11.7.       | 10.7.2015        | 6 000 000 000 až<br>8 000 000 000                 | 6 413 000 000             | 0,08                    |
| 697.          | 9                  | 24.7.       | 25.7.       | 24.4.2015        | 6 000 000 000 až<br>8 000 000 000                 | 5 583 000 000             | 0,07                    |
| 698.          | 12                 | 4.9.        | 5.9.        | 4.9.2015         | 4 000 000 000 až<br>6 000 000 000                 | 6 000 000 000             | 0,07                    |
| 699.          | 9                  | 25.9.       | 26.9.       | 26.6.2015        | 4 000 000 000 až<br>6 000 000 000                 | 4 000 000 000             | 0,06                    |
| 700.          | 9                  | 2.10.       | 3.10.       | 3.7.2015         | 5 000 000 000 až<br>8 000 000 000                 | 6 460 000 000             | 0,06                    |
| 701.          | 12                 | 16.10.      | 17.10.      | 16.10.2015       | 5 000 000 000 až<br>8 000 000 000                 | 8 000 000 000             | 0,07                    |
| 702.          | 12                 | 30.10.      | 31.10.      | 30.10.2015       | 5 000 000 000 až<br>8 000 000 000                 | 5 785 000 000             | 0,07                    |
| 703.          | 9                  | 13.11.      | 14.11.      | 14.8.2015        | 5 000 000 000 až<br>8 000 000 000                 | 3 800 000 000             | 0,08                    |
| 704.          | 12                 | 4.12.       | 5.12.       | 4.12.2015        | 5 000 000 000 až<br>8 000 000 000                 | 8 000 000 000             | 0,09                    |
| <b>Celkem</b> |                    |             |             |                  | <b>102 000 000 000<br/>až<br/>135 000 000 000</b> | <b>114 884 000 000</b>    | <b>0,07<sup>1</sup></b> |

<sup>1</sup> Průměrný vážený výnos do splatností emisí SPP za rok 2014.  
Zdroj: MF

**Tabulka 37: Emise spořicíh státních dluhopisů v roce 2014**

| Dluhopis                          | Číslo emise | Datum vydání | Datum splatnosti | Původní doba do splatnosti (roky) | Jmenovitá hodnota    |
|-----------------------------------|-------------|--------------|------------------|-----------------------------------|----------------------|
| SSD - proti-inflační              | 87.         | 12.6.        | 12.12.2020       | 7,0                               | 672 777 263          |
| SSD - reinvestiční                | 92.         | 12.6.        | 12.6.2019        | 5,0                               | 745 834 604          |
| SSD - variabilní                  | 93.         | 12.6.        | 12.12.2020       | 6,5                               | 32 566 811           |
| SSD - prémiový <sup>1</sup>       | 80.         | 12.6.        | 12.6.2016        | 3,0                               | 32 016 053           |
| SSD - reinvestiční <sup>1</sup>   | 69.         | 12.6.        | 12.6.2017        | 5,0                               | 107 529 532          |
| SSD - reinvestiční <sup>1</sup>   | 82.         | 12.6.        | 12.6.2018        | 5,0                               | 25 206 805           |
| SSD - proti-inflační <sup>1</sup> | 70.         | 12.6.        | 12.6.2019        | 7,0                               | 11 900 630           |
| SSD - proti-inflační <sup>1</sup> | 83.         | 12.6.        | 12.6.2020        | 7,0                               | 2 817 890            |
| SSD - reinvestiční <sup>1</sup>   | 66.         | 11.11.       | 11.11.2016       | 5,0                               | 270 844 948          |
| SSD - proti-inflační <sup>1</sup> | 70.         | 12.12.       | 12.6.2019        | 7,0                               | 3 332 975            |
| SSD - reinvestiční <sup>1</sup>   | 75.         | 12.12.       | 12.12.2017       | 5,0                               | 148 164 809          |
| SSD - proti-inflační <sup>1</sup> | 83.         | 12.12.       | 12.6.2020        | 7,0                               | 1 379 989            |
| SSD - prémiový <sup>1</sup>       | 84.         | 12.12.       | 12.12.2016       | 3,0                               | 46 981 159           |
| SSD - reinvestiční <sup>1</sup>   | 86.         | 12.12.       | 12.12.2018       | 5,0                               | 32 245 646           |
| SSD - proti-inflační <sup>1</sup> | 87.         | 12.12.       | 12.12.2020       | 7,0                               | 11 248 784           |
| SSD - variabilní <sup>1</sup>     | 93.         | 12.12.       | 12.12.2020       | 6,5                               | 21 338               |
| <b>Celkem</b>                     |             |              |                  |                                   | <b>2 144 869 236</b> |

<sup>1</sup> Zahrnuje tranše vydána formou reinvestice výnosu téhož dluhopisu.  
Zdroj: MF

**Tabulka 38: Realizované zápůjční facility v roce 2014**

| Dluhopis               | ISIN         | Jmenovitá hodnota kolaterálu | Přijaté peněžní prostředky | Splacené peněžní prostředky |
|------------------------|--------------|------------------------------|----------------------------|-----------------------------|
| 0,50/2016              | CZ0001003842 | 4 654 000 000                | 4 687 717 944,44           | 4 687 613 522,89            |
| VAR/2016               | CZ0001002331 | 560 000 000                  | 562 833 555,56             | 562 823 202,67              |
| VAR/2017               | CZ0001003438 | 794 000 000                  | 821 244 435,83             | 821 243 288,51              |
| 4,00/2017              | CZ0001001903 | 485 000 000                  | 551 288 194,44             | 551 281 438,02              |
| 0,85/2018              | CZ0001004246 | 1 953 000 000                | 1 991 281 109,60           | 1 991 231 946,74            |
| 4,60/2018              | CZ0001000822 | 6 642 000 000                | 7 856 467 894,44           | 7 856 299 685,74            |
| 1,50/2019              | CZ0001003834 | 4 380 000 000                | 4 648 863 750,00           | 4 648 775 979,96            |
| 5,00/2019 <sup>1</sup> | CZ0001002471 | 4 056 000 000                | 4 966 020 583,32           | 4 965 911 199,88            |
| 3,75/2020              | CZ0001001317 | 200 000 000                  | 235 408 333,33             | 235 402 497,25              |
| 3,85/2021              | CZ0001002851 | 7 269 000 000                | 8 844 121 887,47           | 8 843 938 289,53            |
| 4,70/2022              | CZ0001001945 | 800 000 000                  | 1 045 099 833,33           | 1 045 073 715,61            |
| VAR/2023               | CZ0001003123 | 25 226 380 000               | 26 915 247 339,98          | 26 914 312 744,09           |
| 5,70/2024 <sup>1</sup> | CZ0001002547 | 18 896 000 000               | 26 422 170 508,34          | 26 421 674 226,15           |
| 2,40/2025              | CZ0001004253 | 2 006 000 000                | 2 237 778 454,80           | 2 237 733 857,46            |
| VAR/2027               | CZ0001004105 | 2 257 730 000                | 2 221 087 248,92           | 2 221 032 756,89            |
| 2,50/2028              | CZ0001003859 | 2 017 590 000                | 2 204 086 984,61           | 2 204 086 984,61            |
| 4,85/2057              | CZ0001002059 | 2 375 000 000                | 3 117 356 909,73           | 3 117 352 406,52            |
| <b>CELKEM</b>          |              | <b>84 571 700 000</b>        | <b>99 328 074 968,14</b>   | <b>99 325 787 742,52</b>    |

<sup>1</sup> Kolaterál SDD je poskytnut z vlastního a z investičního jaderného portfolia.  
Zdroj: MF

**Tabulka 39: Zpětné odkupy státních dluhopisů v roce 2014**

| Dluhopis      | Číslo emise | Datum transakce | Datum vypořádání | Datum splatnosti | Původní doba splatnosti (roky) | Průměrná cena | Jmenovitá hodnota     |
|---------------|-------------|-----------------|------------------|------------------|--------------------------------|---------------|-----------------------|
| 3,80/2015     | 44.         | 10.9.2014       | 15.9.2014        | 11.4.2015        | 10,0                           | 102,146       | 350 000 000           |
| 6,95/2016     | 34.         | 12.9.2014       | 17.9.2014        | 26.1.2016        | 15,0                           | 109,37        | 50 000 000            |
| 3,40/2015     | 60.         | 12.9.2014       | 17.9.2014        | 1.9.2015         | 5,0                            | 103,203       | 500 000 000           |
| 3,80/2015     | 44.         | 16.9.2014       | 19.9.2014        | 11.4.2015        | 10,0                           | 102,105       | 100 000 000           |
| 3,40/2015     | 60.         | 19.9.2014       | 24.9.2014        | 1.9.2015         | 5,0                            | 103,139       | 55 000 000            |
| 6,95/2016     | 34.         | 19.9.2014       | 24.9.2014        | 26.1.2016        | 15,0                           | 109,23        | 162 000 000           |
| 3,40/2015     | 60.         | 23.9.2014       | 26.9.2014        | 1.9.2015         | 5,0                            | 103,119       | 1 000 000 000         |
| 3,40/2015     | 60.         | 3.10.2014       | 8.10.2014        | 1.9.2015         | 5,0                            | 103,008       | 1 500 000 000         |
| 3,40/2015     | 60.         | 6.10.2014       | 8.10.2014        | 1.9.2015         | 5,0                            | 103,007       | 326 000 000           |
| 3,80/2015     | 44.         | 7.10.2014       | 9.10.2014        | 11.4.2015        | 10,0                           | 101,897       | 136 000 000           |
| 3,40/2015     | 60.         | 10.10.2014      | 14.10.2014       | 1.9.2015         | 5,0                            | 102,952       | 160 000 000           |
| 6,95/2016     | 34.         | 10.10.2014      | 14.10.2014       | 26.1.2016        | 15,0                           | 108,855       | 110 000 000           |
| 3,40/2015     | 60.         | 14.10.2014      | 16.10.2014       | 1.9.2015         | 5,0                            | 102,933       | 1 000 000 000         |
| 3,80/2015     | 44.         | 17.10.2014      | 21.10.2014       | 11.4.2015        | 10,0                           | 101,772       | 950 000 000           |
| 3,40/2015     | 60.         | 20.10.2014      | 22.10.2014       | 1.9.2015         | 5,0                            | 102,877       | 1 300 000 000         |
| 3,80/2015     | 44.         | 23.10.2014      | 27.10.2014       | 11.4.2015        | 10,0                           | 101,709       | 195 000 000           |
| 3,80/2015     | 44.         | 24.10.2014      | 29.10.2014       | 11.4.2015        | 10,0                           | 101,688       | 250 000 000           |
| 3,80/2015     | 44.         | 31.10.2014      | 4.11.2014        | 11.4.2015        | 10,0                           | 101,636       | 500 000 000           |
| 3,40/2015     | 60.         | 31.10.2014      | 4.11.2014        | 1.9.2015         | 5,0                            | 102,766       | 1 000 000 000         |
| 3,40/2015     | 60.         | 8.12.2014       | 10.12.2014       | 1.9.2015         | 5,0                            | 102,430       | 1 400 000 000         |
| 3,40/2015     | 60.         | 10.12.2014      | 12.12.2014       | 1.9.2015         | 5,0                            | 102,412       | 100 000 000           |
| 6,95/2016     | 34.         | 11.12.2014      | 15.12.2014       | 26.1.2016        | 15,0                           | 107,686       | 100 000 000           |
| 3,80/2015     | 44.         | 15.12.2014      | 17.12.2014       | 11.4.2015        | 10,0                           | 101,188       | 23 000 000            |
| 6,95/2016     | 34.         | 15.12.2014      | 17.12.2014       | 26.1.2016        | 15,0                           | 107,648       | 5 000 000             |
| <b>CELKEM</b> |             |                 |                  |                  |                                |               | <b>11 272 000 000</b> |

Poznámka: Zpětné odkupy SDD zahrnují pouze operace uskutečněné prostřednictvím platformy MTS Czech Republic a Thomson Reuters Dealing 3000.  
Zdroj: MF

**Tabulka 40: Přímé prodeje státních dluhopisů v roce 2014**

| Dluhopis      | Číslo emise | Datum transakce | Datum vypořádání | Datum splatnosti | Původní doba splatnosti (roky) | Průměrná cena | Jmenovitá hodnota    |
|---------------|-------------|-----------------|------------------|------------------|--------------------------------|---------------|----------------------|
| VAR/2016      | 55.         | 23.9.2014       | 26.9.2014        | 27.10.2016       | 8,0                            | 100,56        | 100 000 000          |
| VAR/2016      | 55.         | 25.9.2014       | 30.9.2014        | 27.10.2016       | 8,0                            | 100,51        | 100 000 000          |
| VAR/2016      | 55.         | 4.11.2014       | 6.11.2014        | 27.10.2016       | 8,0                            | 100,55        | 200 000 000          |
| VAR/2016      | 55.         | 5.11.2014       | 7.11.2014        | 27.10.2016       | 8,0                            | 100,536       | 100 000 000          |
| VAR/2017      | 67.         | 6.11.2014       | 10.11.2014       | 23.7.2017        | 5,5                            | 103,1         | 100 000 000          |
| 0,50/2016     | 77.         | 6.11.2014       | 10.11.2014       | 28.7.2016        | 3,5                            | 100,705       | 200 000 000          |
| VAR/2016      | 55.         | 7.11.2014       | 11.11.2014       | 27.10.2016       | 8,0                            | 100,535       | 400 000 000          |
| 0,50/2016     | 77.         | 10.11.2014      | 12.11.2014       | 28.7.2016        | 3,5                            | 100,702       | 300 000 000          |
| VAR/2016      | 55.         | 11.11.2014      | 13.11.2014       | 27.10.2016       | 8,0                            | 100,509       | 100 000 000          |
| VAR/2027      | 90.         | 14.11.2014      | 19.11.2014       | 19.11.2027       | 13,5                           | 99,53         | 600 000 000          |
| VAR/2017      | 67.         | 18.11.2014      | 20.11.2014       | 23.7.2017        | 5,5                            | 103,011       | 400 000 000          |
| VAR/2027      | 90.         | 18.11.2014      | 20.11.2014       | 19.11.2027       | 13,5                           | 99,52         | 200 000 000          |
| VAR/2017      | 67.         | 20.11.2014      | 24.11.2014       | 23.7.2017        | 5,5                            | 103,005       | 400 000 000          |
| 0,50/2016     | 77.         | 20.11.2014      | 24.11.2014       | 28.7.2016        | 3,5                            | 100,641       | 150 000 000          |
| 0,50/2016     | 77.         | 21.11.2014      | 25.11.2014       | 28.7.2016        | 3,5                            | 100,64        | 200 000 000          |
| VAR/2017      | 67.         | 21.11.2014      | 25.11.2014       | 23.7.2017        | 5,5                            | 103,01        | 300 000 000          |
| VAR/2027      | 90.         | 21.11.2014      | 25.11.2014       | 19.11.2027       | 13,5                           | 99,47         | 400 000 000          |
| 0,50/2016     | 77.         | 24.11.2014      | 26.11.2014       | 28.7.2016        | 3,5                            | 100,636       | 150 000 000          |
| VAR/2017      | 67.         | 24.11.2014      | 26.11.2014       | 23.7.2017        | 5,5                            | 102,951       | 650 000 000          |
| VAR/2017      | 67.         | 25.11.2014      | 27.11.2014       | 23.7.2017        | 5,5                            | 102,965       | 500 000 000          |
| VAR/2027      | 90.         | 26.11.2014      | 28.11.2014       | 19.11.2027       | 13,5                           | 99,5          | 50 000 000           |
| 0,50/2016     | 77.         | 26.11.2014      | 28.11.2014       | 28.7.2016        | 3,5                            | 100,65        | 500 000 000          |
| VAR/2027      | 90.         | 27.11.2014      | 1.12.2014        | 19.11.2027       | 13,5                           | 99,46         | 300 000 000          |
| VAR/2027      | 90.         | 28.11.2014      | 2.12.2014        | 19.11.2027       | 13,5                           | 99,46         | 200 000 000          |
| 0,50/2016     | 77.         | 28.11.2014      | 2.12.2014        | 28.7.2016        | 3,5                            | 100,631       | 100 000 000          |
| 0,50/2016     | 77.         | 1.12.2014       | 3.12.2014        | 28.7.2016        | 3,5                            | 100,621       | 500 000 000          |
| 0,50/2016     | 77.         | 2.12.2014       | 4.12.2014        | 28.7.2016        | 3,5                            | 100,626       | 301 290 000          |
| 0,85/2018     | 88.         | 8.12.2014       | 10.12.2014       | 17.3.2018        | 4,0                            | 102,195       | 400 000 000          |
| 0,85/2018     | 88.         | 9.12.2014       | 11.12.2014       | 17.3.2018        | 4,0                            | 102,2         | 50 000 000           |
| 1,50/2019     | 76.         | 10.12.2014      | 12.12.2014       | 29.10.2019       | 6,8                            | 106,32        | 500 000 000          |
| 1,50/2019     | 76.         | 11.12.2014      | 15.12.2014       | 29.10.2019       | 6,8                            | 106,23        | 500 000 000          |
| <b>CELKEM</b> |             |                 |                  |                  |                                |               | <b>8 951 290 000</b> |

Poznámka: Přímé prodeje SDD zahrnují pouze operace uskutečněné prostřednictvím platformy MTS Czech Republic a Thomson Reuters Dealing 3000.  
Zdroj: MF

## Klíčové informace 2014

- Meziroční pokles státního dluhu: 19,7 mld. Kč
- Potřeba financování: 365,3 mld. Kč
- Hrubá výpůjční potřeba: 265,6 mld. Kč
- Hrubá emise SDD na domácím trhu: 153,3 mld. Kč
- Hrubá emise SDD na zahraničních trzích: 0,0 Kč
- Hrubá emise SPP včetně revolvingu: 114,9 mld. Kč
- Hrubá emise SSD: 2,1 mld. Kč
- Splátky korunových SDD a SSD: 57,9 mld. Kč
- Splátky cizoměnových SDD: 3,0 mld. EUR
- Meziroční pokles čistých hotovostních výdajů na obsluhu státního dluhu: 2,4 mld. Kč
- Průměrná vážená splatnost korunových SDD prodaných v primárních aukcích: 9,1 let
- Průměrná splatnost státního dluhu: 5,5 let
- Krátkodobý státní dluh: 14,9 %
- Průměrná doba do refixace státního dluhu: 4,2 let
- Úroková refixace dluhového portfolia do 1 roku: 35,5 %

## Kontakty

### Odbor Řízení státního dluhu a finančního majetku



\*\*\*

Tato publikace byla připravena na základě informací dostupných k 30. lednu 2015  
a je dostupná také prostřednictvím internetu na:  
**[www.mfcr.cz/statnidluh](http://www.mfcr.cz/statnidluh)**

**Odbor Řízení státního dluhu a finančního majetku**  
Letenská 15, 118 10 Praha 1 – Malá Strana, Česká republika  
E-mail: [pd@mfcr.cz](mailto:pd@mfcr.cz), Reuters <MFCR>