



**Ministerstvo  
financí**

**odbor Řízení státního dluhu  
a finančního majetku**

# **STRATEGIE**

## **financování a řízení státního dluhu České republiky 2014**



**16. prosinec 2013**



# **Ministerstvo financí**

**Strategie financování a řízení státního  
dluhu České republiky na rok 2014**

**Strategie financování a řízení státního  
dluhu České republiky 2014**

16. prosinec 2013

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

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

ISBN 978-80-85045-53-6 (Print)  
ISBN 978-80-85045-54-3 (On-line)

Vychází 1x ročně, zdarma

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

Ministr financí rozhodl dne 12. prosince 2013 o struktuře a způsobech financování hrubé výpůjční potřeby centrální vlády v rozpočtovém roce 2014 a ve střednědobém výhledu do roku 2015 a schválil základní absolutní a relativní limity pro emisní činnost na domácím a zahraničních finančních trzích a pro aktivní řízení čistého dluhového portfolia a likvidity souhrnných účtů státní pokladny v jednotlivých měnách (č.j.: MF-121022/2013/20).

Takto vymezený operační rámec v podobě předkládané Strategie financování a řízení státního dluhu na rok 2014 (dále Strategie nebo Strategie 2014) umožňuje pružné působení Ministerstva financí (dále Ministerstvo nebo MF) na domácím a zahraničních finančních trzích při aktivním zajišťování zdrojů peněžních prostředků sloužících ke krytí potřeby financování centrální vlády a zajišťování denní solventní pozice státu, tedy vytvoření výchozích podmínek pro hladkou

realizaci ekonomický růst podporující rozpočtové a fiskální politiky vlády České republiky.

Strategie vychází a je v souladu s návrhem zákona o státním rozpočtu České republiky na rok 2014, včetně střednědobého výhledu do roku 2016, Fiskálním výhledem České republiky z listopadu 2013 a Makroekonomickou predikcí České republiky z října 2013. Strategie byla v dílčích parametrech na základě nově dostupných dat dále aktualizována.

Strategie je předkládána prostřednictvím odboru 20 – Řízení státního dluhu a finančního majetku, který je zodpovědný za operace spojené s financováním státu, aktivním řízením čistého dluhového portfolia, řízením likvidity souhrnných účtů státní pokladny a krátkodobým a dlouhodobým investováním volných peněžních prostředků státních finančních aktiv a souhrnných účtů státní pokladny na finančních trzích.

# Obsah

<b>1 - Fiskální výhled a makroekonomický rámec .....</b>	<b>13</b>
Ekonomický vývoj .....	13
Hospodaření sektoru vládních institucí .....	15
<b>2 - Finanční trhy a náklady na obsluhu státního dluhu .....</b>	<b>18</b>
Náklady na obsluhu státního dluhu .....	18
Finanční trhy.....	23
Ratingové hodnocení závazků České republiky .....	26
<b>3 - Výpůjční potřeba a vývoj státního dluhu do roku 2016.....</b>	<b>27</b>
Potřeba a zdroje financování centrální vlády .....	27
Financování hrubé výpůjční potřeby .....	28
Čistá výpůjční potřeba a změna státního dluhu.....	29
Čisté dluhové portfolio.....	34
<b>4 - Program financování a emisní činnost v roce 2014.....</b>	<b>36</b>
Plnění programu financování v roce 2013 .....	36
Program financování a emisní činnost v roce 2014 .....	40
<b>5 - Řízení likvidity státní pokladny .....</b>	<b>47</b>
Institucionální a právní rámec řízení likvidity státní pokladny .....	47
Rezerva peněžních prostředků v refinančním systému státní pokladny.....	47
Vývoj salda státní pokladny a státního rozpočtu v letech 2013 a 2014 .....	50
<b>6 - Řízení rizik a strategie portfolia .....</b>	<b>55</b>
Refinanční riziko .....	55
Úrokové riziko .....	63
Benchmarkové portfolio.....	67
Cost-at-Risk státního dluhu .....	68
Efektivní hranice .....	77
Měnové riziko .....	79
<b>7 - Primární a sekundární trh státních dluhopisů.....</b>	<b>81</b>
Primární dealeři a metodologie jejich hodnocení .....	81
Sekundární trh státních dluhopisů a MTS Czech Republic.....	83
Operace Ministerstva na sekundárním trhu.....	86
<b>Příloha .....</b>	<b>88</b>
Alternativní přístupy k hrubé výpůjční potřebě centrální vlády .....	88
Kalendář uveřejňovaných informací v roce 2014 .....	90
Klíčové informace Strategie na rok 2014 .....	91
Kontakty .....	91

## Seznam tabulek

Tabulka 1: Hlavní makroekonomické indikátory České republiky.....	13
Tabulka 2: Hospodaření vládního sektoru ČR v letech 2008 až 2016 .....	17
Tabulka 3: Rozpočtované a skutečné čisté výdaje na obsluhu státního dluhu.....	19
Tabulka 4: Rozdíl mezi hotovostními diskonty a prémii a hotovostními a aktuálními úroky SDD.....	22
Tabulka 5: Ratingové hodnocení České republiky v roce 2013.....	26
Tabulka 6: Potřeba a zdroje financování .....	27
Tabulka 7: Financování hrubé výpůjční potřeby .....	29
Tabulka 8: Čistá výpůjční potřeba centrální vlády .....	30
Tabulka 9: Čistá výpůjční potřeba centrální vlády a změna státního dluhu .....	33
Tabulka 10: Stav a struktura čistého dluhového portfolia .....	34
Tabulka 11: Program financování v roce 2013 .....	36
Tabulka 12: Předčasné splacení spořicí státních dluhopisů.....	39
Tabulka 13: Program financování v roce 2014 .....	40
Tabulka 14: Indikativní plán aukcí SDD v roce 2014.....	41
Tabulka 15: Rámcový emisní plán SDD na rok 2014 .....	42
Tabulka 16: Očekávaný stav SDD nabytých Ministerstvem k 31. 12. 2013.....	43
Tabulka 17: Indikativní plán aukcí státních pokladničních poukázek v roce 2014.....	45
Tabulka 18: Plán emisí státních pokladničních poukázek v roce 2014 .....	45
Tabulka 19: Alternativní plán emisí státních pokladničních poukázek v roce 2014 .....	45
Tabulka 20: Porovnání zůstatků účtů státní pokladny .....	51
Tabulka 21: Porovnání průměrného denního zůstatku účtů státní pokladny .....	51
Tabulka 22: Struktura krátkodobého státního dluhu .....	56
Tabulka 23: Průměrná doba do splatnosti složek státního dluhu (roky) .....	60
Tabulka 24: Průměrné kuponové sazby a nákladovost korunových SDD dle roku splatnosti .....	65
Tabulka 25: Rizikové parametry a výnosnost investičních portfolií.....	67
Tabulka 26: Čisté úrokové náklady a náklady v riziku .....	69
Tabulka 27: Úrokové náklady na nově vydaný státní dluh .....	71
Tabulka 28: Vývoj kumulovaných hrubých úrokových nákladů v roce 2014 .....	74
Tabulka 29: Vývoj kumulovaných čistých úrokových nákladů v roce 2014.....	74
Tabulka 30: Vývoj čistých úrokových nákladů v případě skokového zvýšení sazeb .....	75
Tabulka 31: Vývoj kumulovaných hrubých úrokových nákladů v roce 2015 .....	76
Tabulka 32: Vývoj kumulovaných hrubých úrokových nákladů v roce 2016 .....	77
Tabulka 33: Primární dealeři českých státních dluhopisů v letech 2013 a 2014.....	81
Tabulka 34: Kritéria hodnocení primárních dealerů platná k 1. lednu 2014.....	82
Tabulka 35: Benchmarkové emise státních dluhopisů .....	83
Tabulka 37: Splacovací koše dle minimální kotované jmenovité hodnoty na platformě MTS Czech Republic.....	83
Tabulka 38: Jmenovitá hodnota operací Ministerstva na sekundárním trhu v roce 2013 .....	86
Tabulka 39: Alternativní metody stanovení hrubé výpůjční potřeby.....	89
Tabulka 40: Revolvingové a refinanční operace v rámci roku .....	89

## Seznam obrázků

Obrázek 1: Růst HDP a míra nezaměstnanosti ve vybraných zemích Evropské unie v roce 2013 .....	14
Obrázek 2: Podíl úvěrů k vkladům domácností a nefinančních podniků v ČR vs. Eurozóna.....	14
Obrázek 3: Saldo vládního sektoru ČR (ESA95) .....	15
Obrázek 4: Dluh vládního sektoru ve vybraných zemích EU (ESA95).....	16
Obrázek 5: Dluh a saldo vládního sektoru ve vybraných zemích EU v roce 2013 (ESA95) .....	16
Obrázek 6: Vývoj dluhu vládního sektoru .....	17
Obrázek 7: Vývoj výdajů na obsluhu státního dluhu .....	18
Obrázek 8: Vývoj čistých výdajů na obsluhu státního dluhu .....	18
Obrázek 9: Vývoj státního dluhu a jeho podílu na příjmech státního rozpočtu .....	19
Obrázek 10: Očekávané příjmy a výdaje na obsluhu státního dluhu v roce 2013 .....	20
Obrázek 11: Zdroje snížení čistých výdajů na obsluhu státního dluhu v roce 2013 .....	21
Obrázek 12: Vývoj akruálních úroků státního dluhu .....	21
Obrázek 13: Podíly složek státního dluhu na celkových akruálních úrocích v roce 2013 .....	22
Obrázek 14: Vývoj podílu akruálních a hotovostních úroků SDD .....	23
Obrázek 15: Vývoj podílu akruálních a hotovostních úroků dalších složek státního dluhu .....	23
Obrázek 16: Vývoj výnosů českých státních dluhopisů .....	24
Obrázek 17: Vývoj výnosu aukcí státních pokladničních poukázek .....	24
Obrázek 18: Riziková prémie českých státních dluhopisů.....	25
Obrázek 19: Prémie u swapů úvěrového selhání – vybrané země Eurozóny .....	25
Obrázek 20: Prémie u swapů úvěrového selhání – střední Evropa.....	25
Obrázek 21: Ratingové hodnocení eurozóny a České republiky agenturou Standard & Poor's.....	26
Obrázek 22: Hodnocení eurozóny a České republiky agenturou Fitch Ratings .....	26
Obrázek 23: Hodnocení eurozóny a České republiky agenturou Moody's.....	26
Obrázek 24: Potřeba financování centrální vlády .....	28
Obrázek 25: Čistá emise SDD na domácím trhu .....	30
Obrázek 26: Čistá emise zahraničních dluhopisů .....	31
Obrázek 27: Čistá emise spořicíh státních dluhopisů .....	31
Obrázek 28: Čistá emise státních pokladničních poukázek .....	32
Obrázek 29: Čistá změna stavu půjček a úvěrů .....	32
Obrázek 30: Tvorba a čerpání rezervy peněžních prostředků .....	33
Obrázek 31: Struktura dluhového portfolia .....	35
Obrázek 32: Úroková struktura SDD prodaných v aukcích .....	37
Obrázek 33: Splatnostní struktura SDD prodaných v aukcích .....	37
Obrázek 34: Průměrný výnos a doba do splatnosti SDD v primárních aukcích .....	38
Obrázek 35: Primární aukce SDD v roce 2013 .....	38
Obrázek 36: Státní pokladniční poukázky v oběhu v roce 2013 .....	39
Obrázek 37: Aukce státních pokladničních poukázek v roce 2013 .....	40
Obrázek 38: Struktura emisí a průměrná doba do splatnosti emisí a portfolia SSD.....	44
Obrázek 39: Emise a splátky SPP, včetně revolvingu .....	46
Obrázek 40: Průměrné měsíční zůstatky na účtech klientů státní pokladny v roce 2013.....	48
Obrázek 41: Poměr zdrojů státní pokladny k potřebě financování .....	48
Obrázek 42: Rezerva peněžních prostředků a ostatní likvidita v roce 2013.....	49
Obrázek 43: Poměr rezervy peněžních prostředků k celkovým zdrojům státní pokladny v roce 2013 .....	49
Obrázek 44: Vývoj státní pokladny a salda státního rozpočtu v roce 2013 .....	50
Obrázek 45: Saldo státní pokladny a rezerva peněžních prostředků .....	51
Obrázek 46: Poměr rezervy peněžních prostředků k závazkům splatným do jednoho roku .....	52
Obrázek 47: Poměr rezervy peněžních prostředků k závazkům splatným do konce roku .....	52
Obrázek 48: Peněžní prostředky ke konci roku 2013 a kumulovaná potřeba financování v roce 2014.....	53
Obrázek 49: Denní predikce salda státní pokladny a státního rozpočtu pro rok 2014 .....	53
Obrázek 50: Denní predikce rezervy peněžních prostředků pro rok 2014.....	54
Obrázek 51: Struktura krátkodobého státního dluhu a státních finančních aktiv do 1 roku .....	56
Obrázek 52: Hrubý státní dluh a státní dluh se splatností do 1 roku.....	57
Obrázek 53: Krátkodobý státní dluh v zemích EU .....	57
Obrázek 54: Státní dluh dle splatnostních košů.....	58
Obrázek 55: Průměrná splatnost státního dluhu a vyhlášené cíle.....	59
Obrázek 56: Průměrná doba do splatnosti prodaných SDD a SSD na domácím trhu .....	59
Obrázek 57: Struktura státních dluhopisů dle doby do splatnosti .....	60
Obrázek 58: Splatnostní profil státního dluhu a státních finančních aktiv ke konci roku 2013 .....	61
Obrázek 59: Struktura státního dluhu podle instrumentů ke konci let 2013 a 2014 .....	62
Obrázek 60: Struktura domácích dluhopisů dle typu držitele.....	62
Obrázek 61: Struktura držitelů státních pokladničních poukázek .....	63
Obrázek 62: Struktura nerezidentů držících domácí SDD.....	63
Obrázek 63: Úroková refixace státního dluhu a státních finančních aktiv .....	64
Obrázek 64: Úroková refixace státního dluhu do 1 roku .....	65
Obrázek 65: Struktura úrokové refixace státního dluhu do 1 roku .....	65
Obrázek 66: Splatnostní profil korunových SDD dle doby do splatnosti a kuponové sazby .....	66
Obrázek 67: Splatnostní profil korunových fixně úročených SDD dle doby do splatnosti v okamžik prodeje a dosaženého výnosu do splatnosti.....	66
Obrázek 68: Doba do splatnosti SDD prodaných v aukcích v roce 2013 a benchmarkového dluhopisu .....	67
Obrázek 69: Výnosy korunových SDD v aukcích a výnos benchmarkového dluhopisu v roce 2013.....	68
Obrázek 70: Čisté úrokové náklady a náklady v riziku .....	69
Obrázek 71: Simulace a skutečný vývoj korunových úrokových sazeb v roce 2013 .....	70
Obrázek 72: Čisté hotovostní a akruální úrokové náklady nového dluhu .....	71



Obrázek 73: Vývoj sazeb: 6M PRIBOR, 6M EURIBOR a 2T repo sazba .....	72
Obrázek 74: Výnosová křivka korunových státních dluhopisů.....	72
Obrázek 75: Výnos do splatnosti korunového SDD a swapová sazba.....	73
Obrázek 76: Simulace hrubých úrokových nákladů státního dluhu v průběhu roku 2014 .....	74
Obrázek 77: Simulace korunových úrokových sazeb v roce 2014.....	75
Obrázek 78: Simulace hrubých úrokových nákladů státního dluhu v průběhu roku 2015 .....	76
Obrázek 79: Simulace hrubých úrokových nákladů státního dluhu v průběhu roku 2016 .....	77
Obrázek 80: Efektivní hranice a alternativní dluhová portfolia .....	78
Obrázek 81: Čistá cizoměnová expozice a cizoměnový státní dluh .....	80
Obrázek 82: Průměrné denní plnění kótačních povinností dealerů na MTS Czech Republic.....	84
Obrázek 83: Jmenovitá hodnota obchodů na MTS Czech Republic .....	85
Obrázek 84: Rozpětí „bid“ a „offer“ cen vybraných dluhopisů na MTS Czech Republic.....	85

## Seznam použitých zkratek

ASW	asset swap spread
b.b.	bazický bod (0,01 %)
CaR	náklady v riziku
CDCP	Centrální depozitář cenných papírů, a.s.
CHF	kódové označení švýcarského franku
CZK	kódové označení koruny české
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
DETS	vybraná elektronická platforma pro obchodování státních dluhopisů (Designated Electronic Trading System)
DPH	daň z přidané hodnoty
EA12	eurozóna 12 zemí
EA17	eurozóna 17 zemí
ECB	Evropská centrální banka
EIB	Evropská investiční banka
EDP	postup při nadměrném schodku (Excessive Deficit Procedure)
EK	Evropská komise
ESA95	Evropský systém národních a regionálních účtů z roku 1995
ESM	Evropský stabilizační mechanismus
EU	Evropská unie (27 členských zemí)
EUR	kódové označení eura
EURIBOR	mezibankovní nabídková sazba eurozóny
FNM	Fond národního majetku
HDP	hrubý domácí produkt
HVP	hrubá výpůjční potřeba
IBRD	Mezinárodní banka pro obnovu a rozvoj
IISSP	integrovaný informační systém státní pokladny
ISIN	identifikační označení podle mezinárodního systému číslování pro identifikaci cenných papírů
JPY	kódové označení japonského jenu
MF	Ministerstvo financí
MTS	Mercato Telematico Secondario
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
OSFA	kapitola státního rozpočtu 397 – Operace státních finančních aktiv
p.a.	per annum (za rok)
p.b.	procentní bod
PRIBOR	pražská mezibankovní nabídková sazba
SD	státní dluh
SDD	střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy
SFA	státní finanční aktiva
SP	státní pokladna
SPP	státní pokladniční poukázky
SR	státní rozpočet
SSD	spořicí státní dluhopisy
SÚSP	souhrnné účty státní pokladny
USD	kódové označení amerického dolaru

## Úvod

Strategie financování a řízení státního dluhu se ve střednědobém výhledu zaměřuje na řízení těch segmentů vládní finanční rozvahy, které jsou v přímé zodpovědnosti ministra financí a jejichž stavy a struktura mají přímé dopady na příjmy a výdaje státního rozpočtu následkem kolísání ekonomických a finančních rizikových faktorů, zejména úrokových sazeb, směnných kurzů a cenové hladiny.

Hlavní finanční položkou vládní rozvahy je státní dluh, který představuje více než 95 % celkové hrubé zadluženosti sektoru vládních institucí národního hospodářství a v roce 2013 dosáhne zhruba 43,6 % HDP s výhledem růstu na 48,3 % HDP v roce 2016. Aktuální výhled celkového dluhu sektoru vládních institucí činí 46,1 % HDP v roce 2013 a jeho nárůst na 49,9 % v roce 2016, což i nadále řadí Českou republiku mezi jednu z nejméně zadlužených zemí Evropské unie.

Koncepce financování státu v horizontu let 2014 až 2016 vychází z výhledu hospodářského oživení v roce 2014 a zrychlování hospodářského růstu v letech 2015 a 2016, z prostředí stabilního domácího bankovního sektoru, vnější makroekonomické rovnováhy, nízké inflace, nízké zadluženosti soukromého sektoru a konsolidovaných rozpočtů sektoru vládních institucí s cílem udržet deficit hospodaření vládního sektoru každý rok pod hranici 3 % HDP počínaje rokem 2013 a ve výhledu do roku 2016. V roce 2013 se očekává deficit vládního sektoru ve výši 2,9 % HDP. Česká republika si i v roce 2013 udržela nejvyšší ratingové hodnocení ze všech zemí střední a východní Evropy a ze všech tzv. nových členských států Evropské unie. Dne 10. prosince 2013 potvrdila agentura Fitch ratingové hodnocení dlouhodobých závazků denominovaných v domácí a zahraniční měně na stupni AA- resp. A+ s ponecháním stabilního výhledu. Agentury Standard & Poor's a Moody's potvrdily ratingové hodnocení dlouhodobých závazků České republiky, včetně stabilního výhledu již v červenci tohoto roku.

Souběh pozitivního vnímání České republiky investory na finančních trzích, vysokého ratingového hodnocení a pokračování v uvolňování domácích měnových podmínek se projevoval také v roce 2013 dalším poklesem tržních výnosů státních dluhopisů, zejména v krátkodobém a střednědobém segmentu výnosové křivky. Průměrný výnos fixně úročených korunových střednědobých a dlouhodobých dluhopisů prodaných v primárních aukcích poklesl na historicky nejnižší úroveň 1,7 %, tj. o 0,7 p.b. ve srovnání s rokem 2012, při současném zvýšení průměrné splatnosti těchto prodaných dluhopisů na 8,2 roku, tj. o 1 rok oproti roku 2012.

Významné posílení pozice České republiky na finančních trzích přinesl také nový legislativní rámec pro centrální řízení likvidity státní pokladny a její denní devizové pozice, který nabyl účinnosti 1. ledna 2013 a který umožnil podstatný systémový přírůstek disponibilních peněžních prostředků v domácí i jednotné evropské měně v denním průměru o cca 100 mld. Kč korunové hodnoty oproti roku 2012, které jsou k dispozici při operativním řízení státního dluhu a financování státu. Ministerstvo tak mohlo rozhodnout o zapojení cca 70 % rezervy peněžních prostředků pro vyloučení tržních rizik, rizik z neumístnění primárních emisí státních dluhopisů a dalších rizik souvisejících s financováním schodu státního rozpočtu a státního dluhu z konce roku 2012 jako zdroje krytí potřeby financování centrální vlády v roce 2013. Výsledkem byl mimo jiné pokles hrubé výpůjční potřeby o 110,0 mld. Kč oproti původně uveřejněnému plánu, pokles krátkodobého dluhu pod 16 % celkového státního dluhu a meziroční přírůstek hrubého státního dluhu o méně než 1 %.

Z hlediska programu financování došlo v roce 2013 k revizi původního plánu nulové čisté emise státních pokladničních poukázek, která nakonec dosáhla - 68,2 mld. Kč, a rozhodnutí nerealizovat žádnou emisi v cizích měnách na zahraničních trzích. I přes zapojení významné části rezervy peněžních prostředků došlo k nárůstu stavu celkové korunové hodnoty disponibilní likvidity státní pokladny o cca 20 % oproti konci roku 2012 na více než 250 mld. Kč na konci roku 2013 za předpokladu dosažení rozpočtovaného deficitu státního rozpočtu ve výši 100 mld. Kč, tj. cca 6,5 % HDP, resp. cca 60 % krytí celkové potřeby financování v roce 2014.

Počínaje rokem 2014 dochází k přechodu na novou mezinárodně doporučenou a používanou metodiku vykazování hrubé výpůjční potřeby, která se oproti metodice používané v České republice do roku 2013 liší v započtení stavu instrumentů peněžního trhu a ostatních hotovostních instrumentů s původní dobou splatnosti do jednoho roku na konci předchozího roku, které musí být refinancovány v průběhu následujícího roku a bez zohlednění jejich případného revolvingu v rámci roku, do celkové hodnoty hrubé výpůjční potřeby. Hrubá výpůjční potřeba v roce 2013 dosáhla podle nové metodiky výše 309,9 mld. Kč, resp. 120,7 mld. Kč v původní metodice. Rozdíl 189,2 mld. Kč představuje stav státních pokladničních poukázek ke konci roku 2012, které byly splaceny v průběhu roku 2013.

Plánovaná potřeba financování centrální vlády na rok 2014 činí 398,5 mld. Kč a je tak nižší o 9 mld. Kč oproti roku 2013 a o 1,6 mld. Kč oproti roku 2012. V závislosti na výši zapojení rezervy peněžních prostředků činí

v roce 2014 plánována hrubá výpůjční potřeba 350,1 až 400,1 mld. Kč a do roku 2016 se očekává mírný nárůst hrubé výpůjční potřeby na 424,3 mld. Kč. Hrubá emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím i zahraničních trzích je v roce 2014 plánována v základním scénáři na úrovni 239,2 mld. Kč, což vzhledem k očekávaným splátkám státních dluhopisů včetně jejich zpětných odkupů a výměn ve výši 152,4 mld. Kč znamená v základním scénáři čistou emisi střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů vyjma retailových státních dluhopisů ve výši 86,8 mld. Kč.

Program financování a veškeré kvantitativní rámce jsou v této Strategii prezentovány za předpokladu dosažení rozpočtovaného schodku státního rozpočtu v roce 2013 ve výši 100,0 mld. Kč. Vzhledem k pravděpodobnosti dosažení nižšího než rozpočtovaného schodku státního rozpočtu bude v takovém případě o tyto peněžní prostředky navýšena rezerva peněžních prostředků ke konci roku 2013, resp. dojde k menšímu než očekávanému poklesu jejího stavu. V takovém případě budou veškeré tyto peněžní prostředky zapojeny jako zdroj krytí potřeby financování vlády v roce 2014 a o tuto částku bude snížena také hrubá výpůjční potřeba v rámci alternativního scénáře programu financování.

Na domácím trhu budou v roce 2014 vydávány fixně i variabilně úročené státní dluhopisy, přičemž budou znovu nabízeny do prodeje státní dluhopisy ČR, 0,50 %, 16; ČR, 1,50 %, 19; ČR, 3,85 %, 21; ČR, 4,70 %, 22; ČR, VAR %, 23; ČR, 4,20 %, 36; ČR, 4,85 %, 57 a budou vydány dvě nové benchmarkové emise fixně úročených státních dluhopisů se splatnostmi v letech 2018 a 2025 nebo 2026 a dvě nové emise variabilně úročených státních dluhopisů se splatnostmi v letech 2020 a 2026 nebo 2027. Ministerstvo bude také ve spolupráci s primárními dealery analyzovat možnosti emise inflačně indexovaných dluhopisů na domácím trhu, přičemž k uvedení tohoto nového instrumentu do nabídky institucionálním investorům přistoupí pouze v případě dostatečně potvrzené poptávky alespoň ve výši 10 mld. Kč.


Emisemi na zahraničních trzích bude pokryto maximálně 25 % hrubé výpůjční potřeby roku 2014 s tím, že v případě příhodných tržních podmínek bude primárním plánem realizace alespoň jedné benchmarkové veřejné syndikované emise eurobondu ve výši 1 až 2 mld. EUR. Tím nejsou vyloučeny emise v ostatních světových měnách, včetně amerického dolaru, v případě prokazatelně nižších úrokových

nákladů po zohlednění operací pro zajištění proti kursovému riziku. Po roce absence České republiky jako emitenta na zahraničních trzích a vzhledem ke splátkám dvou emisí eurobondů v roce 2014 v celkové jmenovité hodnotě 3 mld. EUR bude hrát významnou roli při financování státu v příštím roce také aktivnější marketing České republiky s cílem dosáhnout další potenciální diverzifikace zahraničních držitelů českých státních dluhopisů.

Po snížení stavu absolutní výše vydaných státních pokladničních poukázek v průběhu roku 2013 poté co v letech 2009 až 2012 docházelo k jejich každoroční kladné čisté emisi, je plánována stabilizace na úrovni 100,0 až 120,9 mld. Kč za účelem udržení funkčního domácího peněžního trhu jako jednoho z hlavních nárazníků společně s modernizovaným systémem řízení centrální likvidity státu proti neočekávaným výkyvům ostatních segmentů dluhopisového trhu anebo neočekávanému nárůstu potřeby financování v průběhu roku.

Počínaje rokem 2012 se dlouhodobý retailový dluhopisový program stal nedílnou součástí strategického plánování při řízení státního dluhu a retailové státní dluhopisy jsou již plnohodnotným a významným zdrojem financování státu, který se podílí na financování cca 10 % roční hrubé výpůjční potřeby. Ke konci roku 2013 se předpokládá podíl těchto neobchodovatelných státních dluhopisů 7,5 % na domácích střednědobých a dlouhodobých dluhopisech a 5,2 % na celkovém státním dluhu. V roce 2014 se plánuje v rámci tohoto programu prodat státní dluhopisy ve výši 20 až 50 mld. Kč, což znamená čistou emisi ve výši 8,4 až 38,4 mld. Kč. Zatímco v letech 2011 až 2013 spoléhalo Ministerstvo při distribuci a správě těchto státních dluhopisů primárně na smluvní bankovní zprostředkovatele, do budoucna bude prioritou podpora rozvoje a propagace přímého distribučního kanálu prostřednictvím zabezpečeného elektronického přístupu vlastníků dluhopisů k jejich majetkovému účtu, který byl úspěšně otestován letos v listopadu v rámci úpisu vánoční série emisí spořicíh státních dluhopisů a v letech 2014 a 2015 bude probíhat jeho pilotní provoz.

Na rok 2014 je také připraveno zahájení projektu implementace komplexního upgrade informačních systémů řízení státního dluhu a likvidity státní pokladny, včetně modernizace všech rozhraní navazujících obchodních, platebních, vypořádacích a účetních systémů používaných odborem 20 – Řízení státního dluhu a finančního majetku a souvisejících interních postupů a operativních procesů.



Ministr financí

# 1 - Fiskální výhled a makroekonomický rámec

## Ekonomický vývoj

Česká ekonomika prochází od druhé poloviny roku 2011 mírnou recesí, která byla prolomena pouze mezičtvrtletním růstem ve výši 0,6 % ve druhém čtvrtletí roku 2013. Hrubý domácí produkt očištěný o cenové, sezónní a kalendářní vlivy klesl ve třetím čtvrtletí roku 2013 podle zpřesněného odhadu ČSÚ meziročně o 1,3 % a ve srovnání s předchozím čtvrtletím o 0,1 %. Pro letošní rok se dle říjnové predikce očekává pokles reálného HDP o 1,0 %. Pro následující roky Ministerstvo očekává postupné ožívování ekonomické aktivity a růst reálného HDP v roce 2014 o 1,3 %, v roce 2015 o 2,2 % a v roce 2016 o 2,7 %, což představuje zlepšení výhledu vývoje české ekonomiky oproti červencové predikci, kdy byl pro rok 2013 predikován pokles reálného HDP o 1,5 % a v roce 2014 růst pouze 0,8 %.

Dne 7. listopadu 2013 oznámila Česká národní banka zahájení devizových intervencí s cílem dále uvolnit měnovou politiku prostřednictvím alternativního nástroje v podobě měnového kursu a udržet inflaci v blízkosti scého cíle. Vzhledem k tomu, že makroekonomický rámec aktuálního Fiskálního výhledu České republiky publikovaný 29. listopadu 2013 vychází stále z dat bez zapracování potenciálních dopadů devizových intervencí na národní hospodářství, nejsou ještě ani v této Strategii zohledněny aktuální kroky České národní banky s výjimkou kapitoly Cost-at-Risk státního dluhu, kde simulace výnosových křivek plně zohledňují pokles úrovně a volatility výnosů státních dluhopisů na krátkém konci výnosové křivky po ohlášení intervencí.

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

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
Reálný růst HDP (%)	1,7	-1,0	-1,0	1,3	2,2	2,7
Růst spotřeby domácností (%)	-0,6	-2,1	0,2	0,9	2,1	2,5
Růst spotřeby vlády (%)	-1,7	-1,9	0,8	0,2	-0,3	0,2
Růst hrubé tvorby fixního kapitálu (%)	-0,9	-4,5	-4,8	-0,8	2,6	3,1
Příspěvek zahraničního obchodu k růstu HDP (p.b.)	2,7	1,7	0,6	0,6	0,5	0,7
Průměrná míra inflace (%)	1,9	3,3	1,4	0,7	1,9	0,9
Míra nezaměstnanosti (%) <sup>1</sup>	6,7	7,0	7,1	7,3	7,1	6,6
Objem nominálních mezd a platů (%)	2,3	1,8	0,6	2,5	4,6	3,9
Podíl běžného účtu na HDP (%)	-2,9	-2,4	-1,7	-1,4	-1,5	-1,7
Směnný kurz CZK/EUR	24,6	25,1	25,8	25,8	25,8	25,8
Reálný růst HDP eurozóny (%) <sup>2</sup>	1,4	-0,6	-0,4	1,0	1,2	1,5

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

<sup>2</sup> EA12.

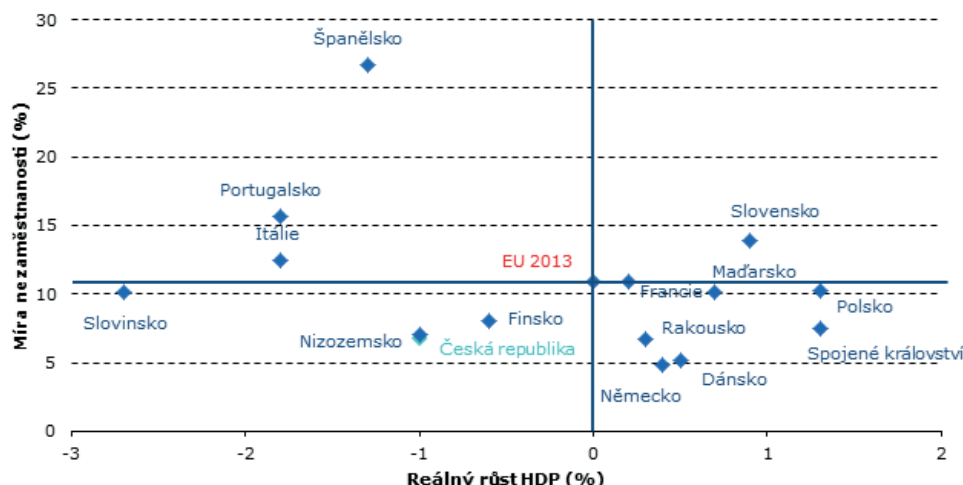
Zdroj: ČSÚ a MF

Rizika domácí a zahraniční poptávky pro tuto makroekonomickou predikci lze považovat za vyvážení, přičemž ve vnějším prostředí je nejvýznamnějším negativním ekonomickým rizikem stále nevyřešená dluhová krize v eurozóně a přetrvávající nejistota ohledně její možné eskalace v kombinaci s politickou nestabilitou v některých zemích. Na udržování vnější ekonomické rovnováhy ve střednědobém výhledu má pozitivní dopad také

deficit běžného účtu na HDP, který by v následujících letech neměl přesáhnout 2%.

Česká republika se řadí mezi státy s jednou z nejnižších měr nezaměstnanosti. Při mírném oživení v západní Evropě, kam většina českých exportérů vyváží své zboží a služby, se dá očekávat následování tohoto trendu při zachování relativně nízké míry nezaměstnanosti.

**Obrázek 1: Růst HDP a míra nezaměstnanosti ve vybraných zemích Evropské unie v roce 2013**

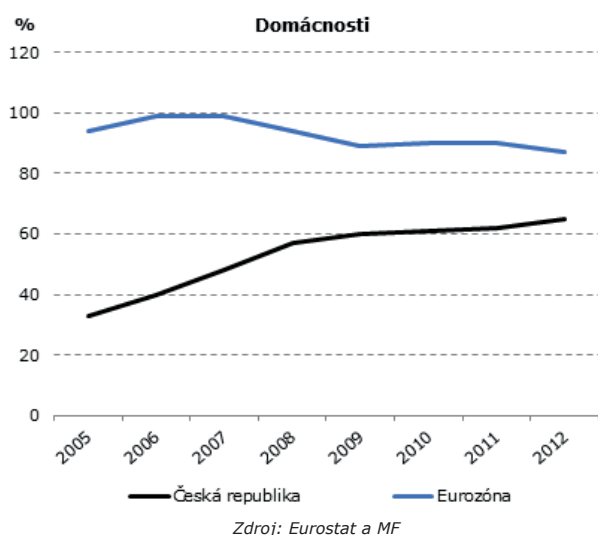


Poznámka: Data zveřejněná v říjnu 2013.  
Zdroj: Eurostat a MF

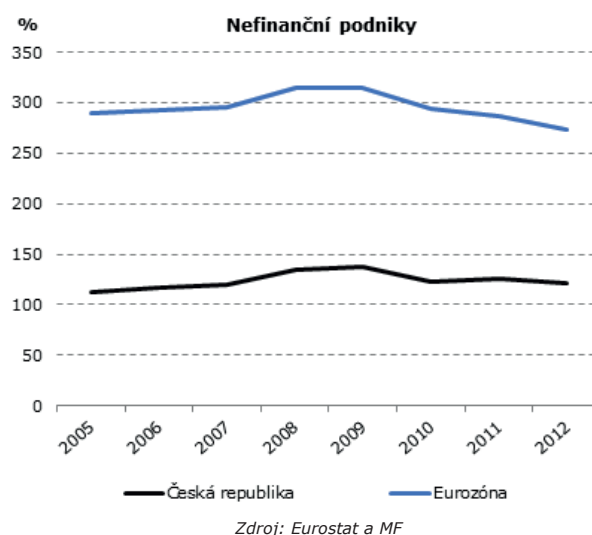
Další výhodou České republiky zůstává stále odolný finanční sektor a důvěryhodná fiskální politika. Zadluženost domácností v mezinárodním srovnání zůstává relativně nízká díky mírnému tempu jejich zadlužování a stabilizovaný je také podíl úvěrů v selhání, který se pohybuje mírně nad hranicí 5 %. Zadluženost domácností vůči jejich hrubému disponibilnímu důchodu dosáhla v roce 2012 hodnoty 57,7 %.

Podíl úvěrů k vkladům vykazuje taktéž dlouhodobou stabilitu a jeho hodnota náleží mezi jednu z nejnižších v mezinárodním srovnání. Podíl úvěrů v selhání celého českého bankovního sektoru pokračoval v poklesu a v březnu 2013 činil 5,7 %. Kapitálová přiměřenost dosáhla v prvním čtvrtletí 2013 výše 16,4 %.

**Obrázek 2: Podíl úvěrů k vkladům domácností a nefinančních podniků v ČR vs. Eurozóna**



Zdroj: Eurostat a MF



Zdroj: Eurostat a MF

V roce 2013 se dle říjnové predikce očekává, že průměrný výnos do splatnosti domácích desetiletých státních dluhopisů bude 2,1 % a v roce 2014 pak 2,4 %. Výnosy státních dluhopisů denominovaných v euro se splatností v roce 2022 setrvaly za poslední měsíc na stejné úrovni při dlouhodobě klesajícím trendu. Ve srovnání s výnosy srovnatelných státních

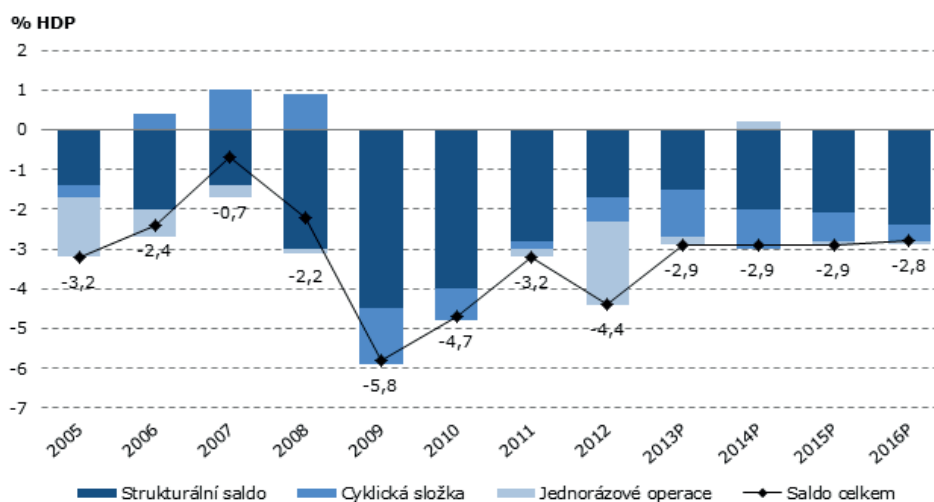
dluhopisů států regionu se výnosy českých státních dluhopisů i nadále pohybovaly na nejnižších úrovních jako odraz přetrvávající důvěryhodnosti České republiky na finančních trzích a vysokého a stabilního ratingového hodnocení jeho dlouhodobých závazků.

## Hospodaření sektoru vládních institucí

Po třech letech fiskální konsolidace se strukturální saldo vládního sektoru zlepšilo na úroveň -1,7 % HDP v roce 2012 a v roce 2013 se očekává jeho

další zlepšení na -1,5 % HDP. V letech 2014 až 2016 by mělo docházet k expanzivnější fiskální politice podporující postupně se oživující domácí ekonomiku.

Obrázek 3: Saldo vládního sektoru ČR (ESA95)



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

Hospodaření vládního sektoru skončilo v roce 2012 s deficitem ve výši 4,4 % HDP. Oproti roku 2011 se však tento výsledek zhoršil především kvůli majetkovému vyrovnání s církvemi a neuznaným refundacím prostředků z EU v celkové výši 71 mld. Kč. Zmíněné finanční vyrovnání s církvemi vedlo sice k jednorázovému nárůstu deficitu vládního sektoru, jeho dluh touto operací ovlivněn nebyl. Je tomu díky definici vládního dluhu, která v sobě nezahrnuje tzv. jiné závazky, které byly v národních účtech zaznamenány proti imputovanému výdajovému ostatnímu kapitálovému transferu. Po očištění o tyto jednorázové vlivy by byl dosažen deficit 2,6 % HDP. Za tímto vývojem stojí především diskreční změny v daňovém systému, úsporná politika v oblasti mezispotřeby vládního sektoru a pokles investičních výdajů způsobený úbytkem výdajů na projekty spolufinancované EU.

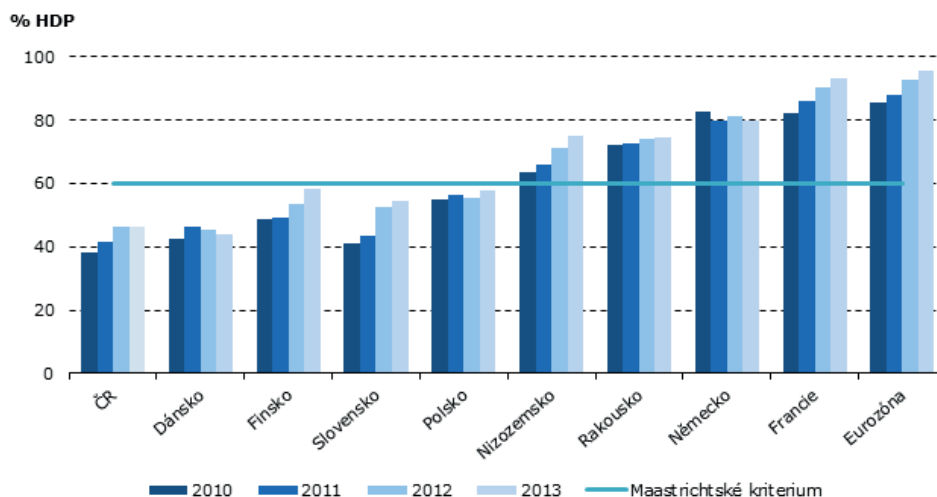
V roce 2013 dle říjnových notifikací by deficit vládního sektoru měl dosáhnout výše 2,9 % HDP. Tento zvyšující se deficit bude zapříčiněn především snížením daňových příjmů, což opět souvisí s cyklickým saldem, které narůstá výrazně od propuknutí světově hospodářské recese a je spojený s celkovým poklesem ekonomické aktivity.

Na výdajové straně došlo k nejvýznamnější změně v oblasti sociálních výdajů. Ty by měly vzrůst o 4,3 %. Aktuální říjnová predikce v sobě zahrnuje příjmy z prodeje emisních povolenek a neuznatelné refundace prostředků z EU. Predikce abstrahuje od prodeje licencí kmitočtů pro rychlé mobilní sítě (LTE).

Oproti minulým uveřejněným údajům revidoval Český statistický úřad vládní dluh za roky 2009 až 2012. Tato revize zvýšila úroveň vládního dluhu o 13 až 16 mld. Kč z důvodu změny metodiky při použití smluvního měnového kurzu v případě cizoměnových emisí zajištěných deriváty.

V souladu s návrhem státního rozpočtu a rozpočtu státních fondů na rok 2014 a aktualizací částek střednědobého výdajového rámce je pro rok 2014 odhadován deficit vládního sektoru ve výši 2,9 % HDP. Deficit by měl být tvořen právě zejména saldem státního rozpočtu a strukturálně by měl působit mírně stimulačně. Budoucí vývoj deficitu je poměrně silně ovlivněn cyklickou složkou, což má následně i vliv na celkový deficit sektoru vládních institucí. Dluh sektoru vládních institucí by měl vzrůst o 1,9 p.b. na 47,9% HDP.

**Obrázek 4: Dluh vládního sektoru ve vybraných zemích EU (ESA95)**

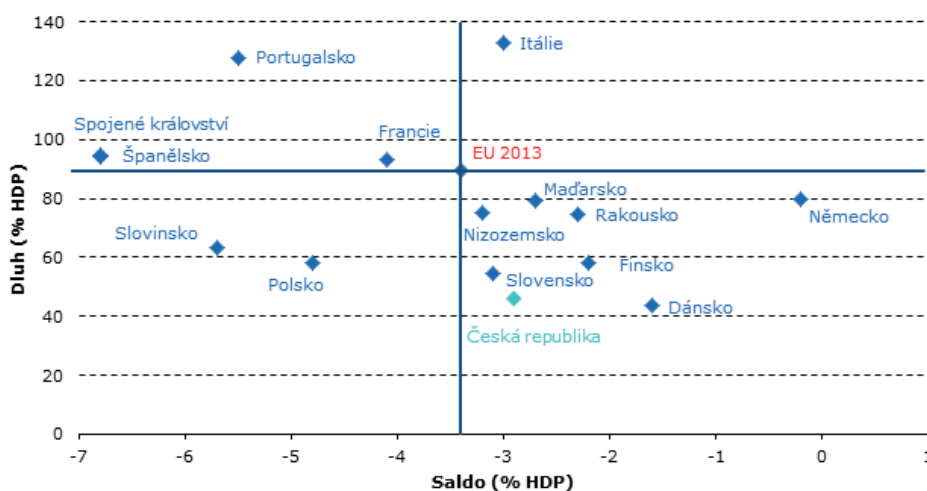


Poznámka: Eurozóna představuje současných 17 zemí eurozóny. Maastrichtské kritérium je součástí podmínek pro členy EU při vstupu do společné měnové unie. Výše podílu dluhu sektoru vládních institucí na HDP by neměla překročit 60 %.  
Zdroj: Eurostat a MF

Stav veřejných rozpočtů a dynamika zadluženosti by z dlouhodobého pohledu byly bez aktivního přístupu vlády k fiskální konsolidaci velmi znepokojivé a komplikovaly by hladké financování státního dluhu

v prostředí extrémní nestability na mezinárodních finančních trzích. V mezinárodním srovnání se však Česká republika stále řadí mezi země EU s jedním z nejnižších zadlužení vládního sektoru.

**Obrázek 5: Dluh a saldo vládního sektoru ve vybraných zemích EU v roce 2013 (ESA95)**



Zdroj: Eurostat a MF

Od roku 2009 do roku 2012 rostl podíl vládního dluhu na HDP rychlejším tempem z důvodu světové hospodářské recese a s ní související zvýšené

volatilitě na finančních trzích. V následujících letech by měl růst podílu dluhu na HDP zpomalovat s postupným oživením české ekonomiky.



**Tabulka 2: Hospodaření vládního sektoru ČR v letech 2008 až 2016 (% HDP)**

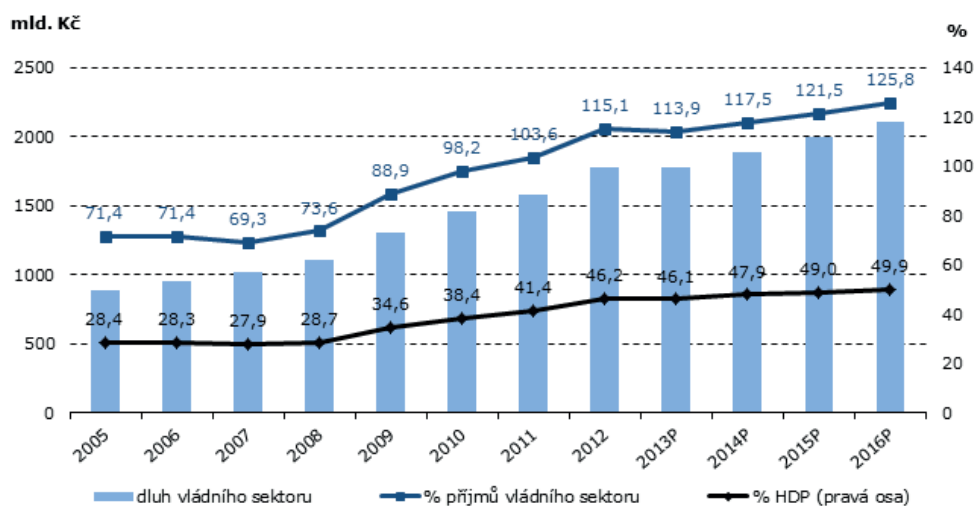
	2008	2009	2010	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2016P
<b>Saldo sektoru vládních institucí (ESA95)</b>	-2,2	-5,8	-4,7	-3,2	-4,4	-2,9	-2,9	-2,9	-2,8
<b>Saldo státního rozpočtu</b>	-0,5	-5,1	-4,1	-3,7	-2,6	-2,6	-2,9	-2,9	-2,8
<b>Dluh sektoru vládních institucí (ESA95)</b>	28,7	34,6	38,4	41,4	46,2	46,1	47,9	49,0	49,9
<b>Státní dluh nekonsolidovaný</b>	26,0	31,3	35,5	39,2	43,4	43,6	45,7	47,1	48,3

*Poznámka: Saldo státního rozpočtu a nekonsolidovaný státní dluh je vyjádřen v národní metodice.  
Zdroj: ČSÚ a MF*

Zejména z důvodu zapojování rezervy peněžních prostředků z emisní činnosti jako zdroje krytí potřeby financování centrální vlády v roce 2013 v souvislosti s červencovou revizí programu financování došlo jen k velmi mírnému růstu státního dluhu a ke stabilizaci zadluženosti vládního sektoru v poměru k HDP. Ve střednědobém výhledu se předpokládá počínaje rokem 2014

opětovný růst dluhu vládního sektoru směrem k hranici 50 % HDP v roce 2016, přičemž hlavním zdrojem růstu bude dluh subsektoru ústředních vládních institucí, jelikož se předpokládá absolutní stabilizace zadluženosti místních vládních institucí, resp. jeho postupný mírný pokles na 2,7 % ve vztahu k HDP.

**Obrázek 6: Vývoj dluhu vládního sektoru (ESA95)**



*Zdroj: ČSÚ a MF*

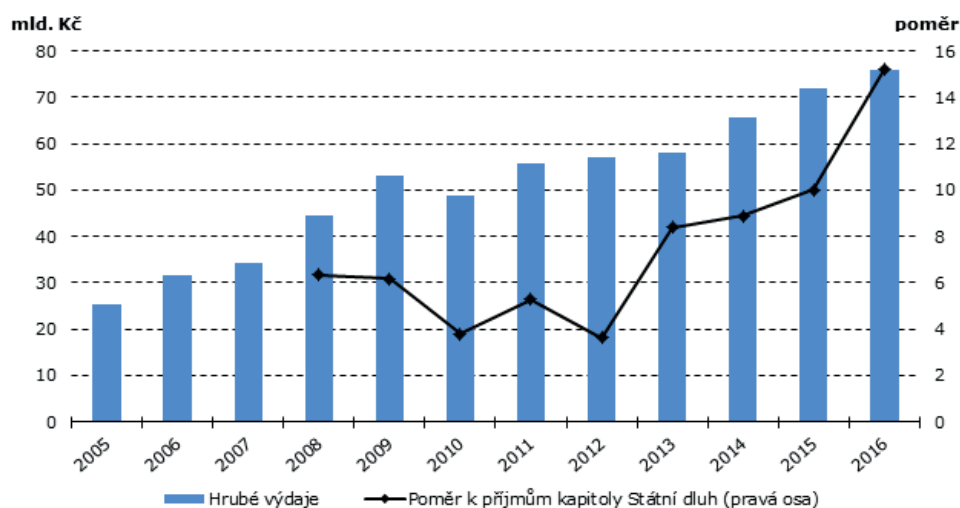
## 2 - Finanční trhy a náklady na obsluhu státního dluhu

### Náklady na obsluhu státního dluhu

Náklady na obsluhu státního dluhu jsou od roku 2008 představovány rozdílem výdajů na obsluhu státního dluhu a příjmů, který představuje čisté výdaje na obsluhu státního dluhu, a který je založen

stejně jako celý státní rozpočet na hotovostním principu a nedochází tedy k jeho aktualizaci podle metodiky ESA95, která probíhá až při přípravě dat pro EDP notifikace.

**Obrázek 7: Vývoj výdajů na obsluhu státního dluhu**

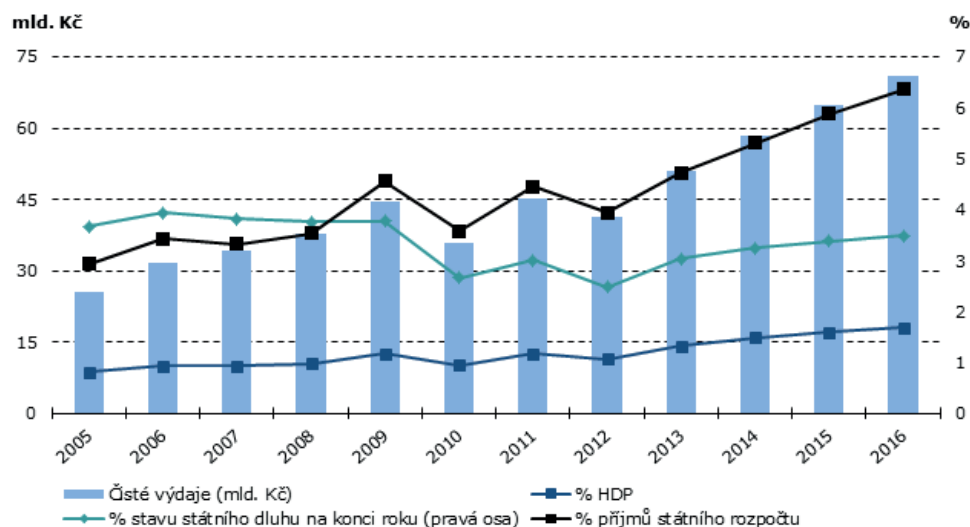


Poznámka: Údaje v letech 2005 až 2012 představují skutečnost, v roce 2013 očekávanou skutečnost a v letech 2014 až 2016 jde o údaje rozpočtované. Příjmy kapitola Státní dluh zaznamenává až počínaje rokem 2008.  
Zdroj: MF

Výdaje na obsluhu státního dluhu po celé období let 2005 až 2016 výrazně převyšují příjmy kapitoly Státního dluhu. Nejnižších podílů výdajů na příjmech bylo dosaženo v letech 2010 až 2012, což souvisí zejména s významnými příjmy z premií emisí státních střednědobých a dlouhodobých dluhopisů zaznamenanými v souvislosti s klesajícími úrokovými

sazbami. Vzhledem k tomu, že do budoucna bude tento zdroj příjmů v důsledku předpokládaného růstu úrokových sazeb významně omezen, a rovněž vzhledem k očekávanému zvyšování státního dluhu a s ním souvisejícímu růstu výdajů na státní dluh, bude podíl příslušných výdajů a příjmů opět růst.

**Obrázek 8: Vývoj čistých výdajů na obsluhu státního dluhu**



Poznámka: Údaje v letech 2005 až 2012 představují skutečnost, v roce 2013 očekávanou skutečnost a v letech 2014 až 2016 jde o údaje rozpočtované.  
Zdroj: MF

Zatímco čisté výdaje na obsluhu státního dluhu mají ve sledovaném období jednoznačně rostoucí trend, podíl těchto výdajů na státním dluhu až do roku 2012 klesal, tj. státní dluh rostl rychleji než čisté výdaje, a to především v důsledku trendu snižování úrokových sazeb a optimalizace řízení

dluhového portfolia. V dalších letech se vzhledem k předpokladu zvyšování úrokových sazeb očekává určitý nárůst tohoto podílu. Relativní růst významu čistých výdajů na obsluhu státního dluhu dokládá též trvalý růst jeho podílu jak na příjmech státního rozpočtu, tak i HDP.

**Tabulka 3: Rozpočtované a skutečné čisté výdaje na obsluhu státního dluhu**

mld. Kč	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Výdaje na obsluhu státního dluhu</b>	33,7	34,2	38,1	45,5	48,2	63,7
<b>Příjmy kapitoly státní dluh</b>	-	-	-	1,5	6,7	6,9
<b>Rozpočtované čisté výdaje</b>	33,7	34,2	38,1	44,0	41,5	56,8
<b>Skutečné čisté výdaje</b>	25,4	31,6	34,1	37,7	44,5	35,8

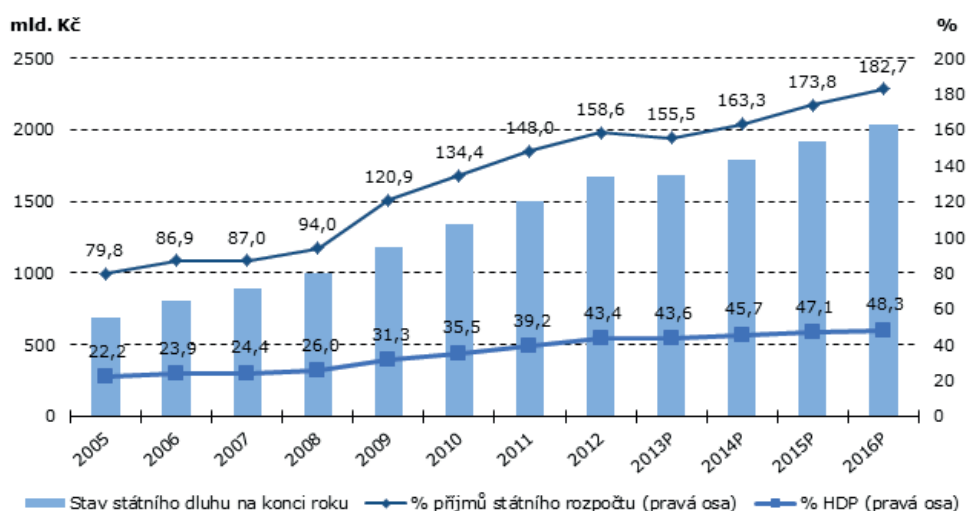
mld. Kč	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Výdaje na obsluhu státního dluhu</b>	73,0	79,4	67,9	65,8	72,0	76,0
<b>Příjmy kapitoly státní dluh</b>	5,6	6,5	3,8	7,4	7,2	5,0
<b>Rozpočtované čisté výdaje</b>	67,4	72,9	64,1	58,4	64,8	71,0
<b>Skutečné čisté výdaje</b>	45,1	41,4	51,1	-	-	-

Poznámka: V roce 2013 se jedná o očekávané skutečné čisté výdaje.  
Zdroj: MF

Rozdíl mezi velikostí skutečných a rozpočtovaných výdajů na obsluhu státního dluhu závisí do značné míry na tom, jak se oproti zvolenému scénáři v rámci rozpočtových předpokladů budou vyvíjet skutečné úrokové sazby a hrubá výpůjční potřeba vlády. Pokud dojde v určitém období v důsledku finanční a ekonomické krize ke zhoršení deficitu státního rozpočtu a současně k růstu úrokových sazeb, jak tomu bylo například v roce 2009, je rozpočet kapitoly velmi napjatý. Na rozdíl od rozpočtového procesu probíhajícího v uplynulých letech je rozpočet kapitoly Státní dluh na rok 2014 koncipován spíše bez výdajové rezervy pro případ naplnění krizových scénářů, což je umožněno zejména díky relativní

stabilizaci na finančních trzích v zemích eurozóny a předpokládaným pokračováním akomodativních měnových politik americké centrální banky, ECB a ČNB. Postupnou redukci opatrnostní rezervy v rozpočtu kapitoly lze demonstrovat například tím, že od počátku rozpočtového procesu v roce 2012 do projednání vládního návrhu zákona o státním rozpočtu na rok 2014 v Rozpočtovém výboru PSP ČR poklesly navrhované výdaje kapitoly o 33,5 mld. Kč, přičemž navrhované příjmy vzrostly za stejné období o 3,5 mld. Kč. Růst čistých výdajů na obsluhu státního dluhu je nezvratný i při poklesu úrokových sazeb, jelikož se odvíjí od růstového trendu státního dluhu.

**Obrázek 9: Vývoj státního dluhu a jeho podílu na příjmech státního rozpočtu**



Poznámka: Údaje v letech 2005 až 2012 představují skutečnost, v roce 2013 očekávanou skutečnost a v letech 2014 až 2016 jde o údaje rozpočtované.  
Zdroj: MF

Vývoj podílu státního dluhu na příjmech státního rozpočtu ukazuje, že v průběhu celého sledovaného období rostl státní dluh rychleji než příjmy státního rozpočtu vyjma specifického roku 2013.

V roce 2013 se očekávají čisté výdaje na obsluhu státního dluhu nižší o 12,9 mld. Kč oproti rozpočtovaným čistým výdajům v částce 64,1 mld. Kč. Tyto výdaje dosáhnou očekávané výše 51,1 mld. Kč, tj. zhruba 1,3 % HDP a 4,7 % očekávaných celkových příjmů státního rozpočtu. Toto snížení přispělo k lepšímu než očekávanému hospodaření vládního sektoru. Oproti roku 2012 přitom dochází k růstu čistých výdajů o cca 23,5 %. V průběhu roku 2013 bylo z výdajů kapitoly Státní dluh formou rozpočtových opatření do jiných rozpočtových kapitol převedeno celkem 5,7 mld. Kč. Dále se očekává novelizace zákona o státním rozpočtu na rok 2013, kterým mají být sníženy výdaje kapitoly Státní dluh o 3,5 mld. Kč a současně navýšeny příjmy této kapitoly o 3,0 mld. Kč. Oproti konečnému rozpočtu a po zahrnutí vlivu předpokládané změny zákona o státním rozpočtu se tak očekávají realizované čisté výdaje nižší pouze ve výši 0,7 mld. Kč oproti konečné rozpočtované výši.

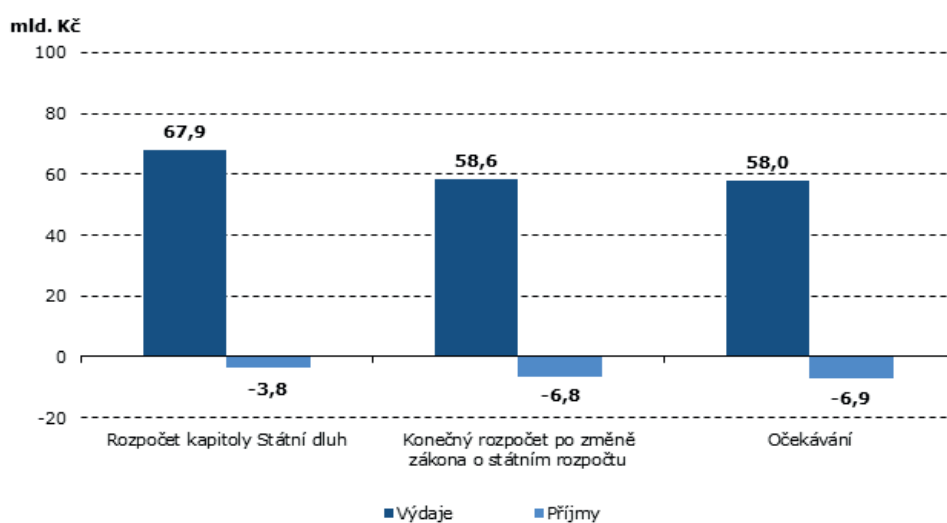
Nižší než rozpočtované výdaje jsou dány především přetrvávající nízkou úrovní krátkodobých i dlouhodobých úrokových sazeb, která je v kontrastu se zvoleným konzervativním předpokladem růstu úrokových sazeb ve schváleném rozpočtu kapitoly 396 – Státní dluh na rok 2013. Rizikové prémie českých státních dluhopisů ve srovnání s většinou zemí Evropské unie zůstaly v roce 2013

stabilizované. V důsledku relativní stabilizace finanční a ekonomické situace zemí eurozóny a Evropské unie, úsporné fiskální politiky vlády a politiky nulových úrokových sazeb ČNB bylo možné výdaje na obsluhu státního dluhu v návrhu státního rozpočtu na rok 2014 snížit o 2,1 mld. Kč oproti schválenému rozpočtu na rok 2013 a o 9,3 mld. Kč oproti střednědobému výhledu státního rozpočtu na roky 2014 a 2015, se kterým pracovala Strategie na rok 2013, a aktuální výhled výdajů na obsluhu státního dluhu na rok 2015 byl snížen o 8,1 mld. Kč oproti výhledu z loňského roku.

V roce 2013 byl k přípravě návrhu státního rozpočtu České republiky na rok 2014 a rovněž při procesech spojených s realizací schváleného rozpočtu používán Integrovaný informační systém Státní pokladny, což správcům kapitol umožňuje pružně reagovat na změnu zadávaných parametrů a Ministerstvu pak detailně sledovat postup přípravy návrhu a realizace státního rozpočtu. To by z dlouhodobého hlediska mělo vést k úsporám v důsledku zvýšení efektivity při získávání a alokaci zdrojů státního rozpočtu.

Očekávané snížení realizovaných čistých výdajů na obsluhu státního dluhu v roce 2013 oproti schválenému rozpočtu kapitoly ve výši 12,9 mld. Kč plyne ze zvýšení příjmů o 3,1 mld. Kč a ze snížení výdajů o 9,8 mld. Kč. Snížení čistých výdajů ve srovnání s konečným rozpočtem a po zahrnutí vlivu předpokládané změny zákona o státním rozpočtu ve výši 0,7 mld. Kč je redukováno v důsledku snížení rozpočtu výdajů o 9,2 mld. Kč na 58,6 mld. Kč a v důsledku zvýšení rozpočtu příjmů o 3,0 mld. Kč na 6,8 mld. Kč.

**Obrázek 10: Očekávané příjmy a výdaje na obsluhu státního dluhu v roce 2013**



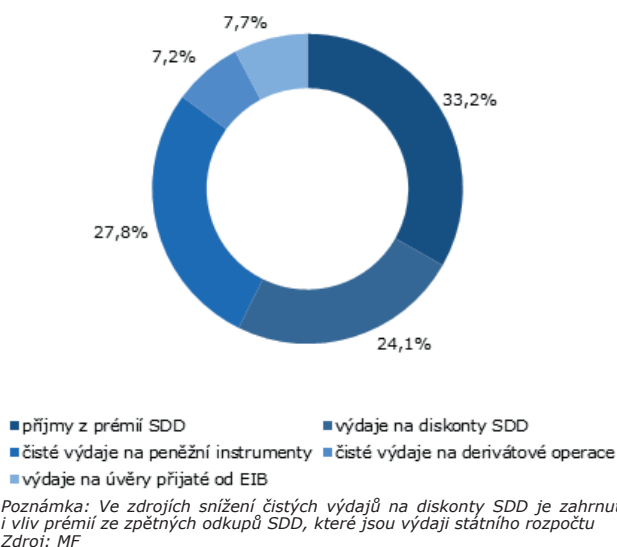
Zdroj: MF

Rozložení očekávaného snížení výdajů oproti schválenému rozpočtu na jednotlivé části podle zdroje úspory dokumentuje následující obrázek.

Je patrné, že největšího poklesu bylo dosaženo v oblasti nižších výdajů na diskonty a zvýšených příjmů z premií emisí domácích střednědobých

a dlouhodobých státních dluhopisů, které činí dohromady více než polovinu z očekávaného snížení úrokových nákladů. Tato skutečnost je logická, protože aukce těchto dluhopisů probíhají prostřednictvím znovuotevření stávajících emisí a dopad poklesu úrokových sazeb se tak realizuje prostřednictvím čisté ceny dluhopisů, nikoliv prostřednictvím kupónů, které jsou z velké většiny fixní. Významného poklesu ve výši více než jedné čtvrtiny celkového očekávané snížení úrokových nákladů bylo dosaženo rovněž u čistých výdajů na instrumenty peněžního trhu, přestože byly realizovány nižší než rozpočtované příjmy z investování zůstatků souhrnného účtu státní pokladny, a to jak v důsledku výrazného čistého poklesu instrumentů peněžního trhu, tak extrémně nízkých úrokových sazeb.

**Obrázek 11: Zdroje snížení čistých výdajů na obsluhu státního dluhu v roce 2013**



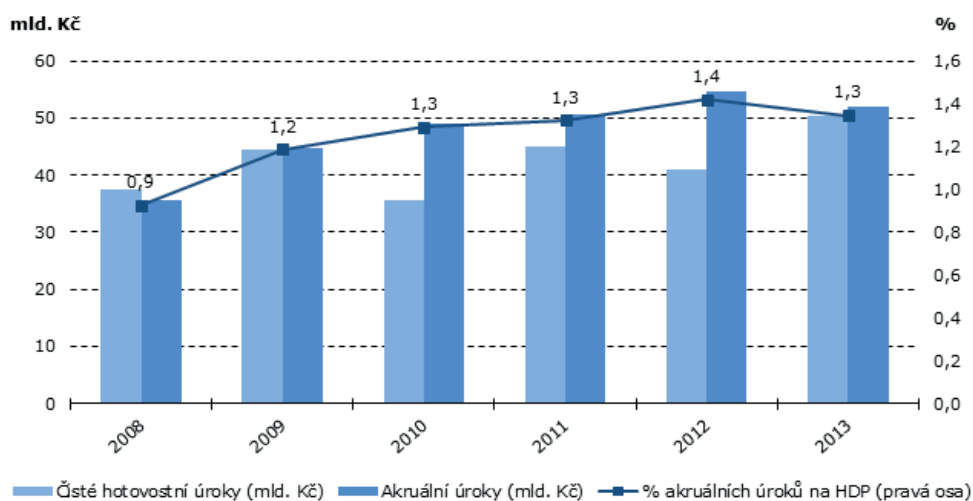
Znatelného snížení bylo dosaženo také u úvěrů od Evropské investiční banky, které jsou většinou variabilně úročené, a rovněž u variabilních noh měnových swapů, kterými byly zajištěny zahraniční emise proti měnovému riziku, a byly tak synteticky transformovány na variabilně úročené korunové instrumenty.

Z celkového očekávaného snížení výdajů na obsluhu státního dluhu ve výši 12,9 mld. Kč připadá 11,1 mld. Kč na úsporu čistých výdajů na vnitřní dluh a 1,9 mld. Kč pak na úsporu čistých výdajů na vnější dluh.

Sledování vývoje hotovostních příjmů a výdajů, resp. čistých výdajů na obsluhu státního dluhu nepodává vždy zcela přesnou informaci o tom, jaké ekonomické náklady jsou v daném období reálně spojeny se státním dluhem. Pro tyto účely lépe vyhovuje ukazatel akruálních úroků, který je založen na postupné kumulaci úrokových nákladů na denní bázi. Vývoj akruálních úroků 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 hotovostního výdaje či příjmu.

S výjimkou roku 2013 je patrný postupný růst akruálních úroků a obdobně se vyvíjel i podíl akruálních úroků na HDP. Pokles akruálních úroků v roce 2013 je způsoben souběhem velmi mírného růstu státního dluhu a poklesu úrokových sazeb, přičemž však čisté hotovostní úroky zejména v důsledku poklesu příjmů z prémie SDD a také proto, že až v roce 2013 se rozpočtově plně projevují dopady výrazného zvýšení státního dluhu v roce 2012, vzrostly.

**Obrázek 12: Vývoj akruálních úroků státního dluhu**



Zdroj: MF

Mezi faktory ovlivňující relaci mezi hotovostními a akruálními úroky patří vývoj stavu jednotlivých dluhových instrumentů, kdy při jeho růstu v případě úrokových plateb vyplácených na konci trvání kalkulačního období, tj. především kupónů korunových i cizoměnových státních střednědobých a dlouhodobých dluhopisů, úroků z úvěrů od EIB a swapových úroků, nejprve dochází k akruálnímu a teprve na konci tohoto období k hotovostnímu dopadu. Při růstu státního dluhu pak dochází z tohoto titulu v daném období k převaze akruálních úroků nad hotovostními. V případě diskontovaných instrumentů (diskonty SPP a SSD) 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 ze střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů. V tomto případě při růstu státního dluhu za jinak stejných podmínek dochází k převaze hotovostních úroků nad akruálními.

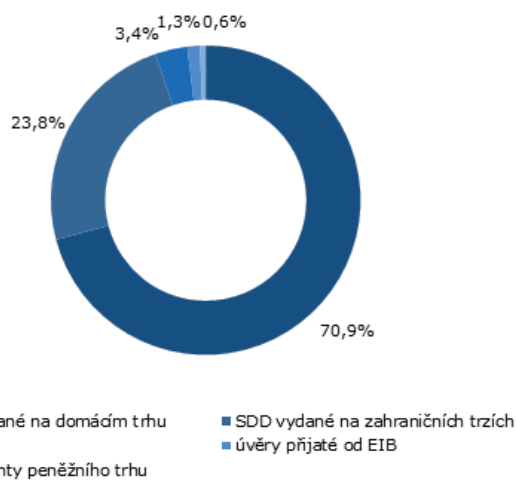
Klíčovou roli v poměru mezi hotovostními a akruálními úroky hraje rovněž vývoj úrokových sazeb, kdy v případě jejich růstu u plateb hrazených na konci kalkulačního období dojde k převaze akruálních úroků nad hotovostními, v případě úrokového výdaje vypořádávaného na počátku trvání instrumentu pak k převaze hotovostních úroků nad akruálními. Opačné principy platí v případě poklesu úrokových sazeb.

Obdobně v daném období může dojít k významné disproporcii mezi akruálními a hotovostními úroky 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 kontinuálně zohledňovat již od data emise či přijetí, zatímco se v daném období nemusí hotovostně vůbec projevit.

Základní trendy vývoje hotovostních a akruálních úrokových nákladů jsou do značné míry dány vývojem těchto ukazatelů u SDD vydaných na domácím trhu, které tvoří dominantní část státního dluhu a v roce 2013 se podílí více než dvěma třetinami na celkových akruálních úrokových nákladech státního dluhu. Poměr mezi akruálními a hotovostními úroky u SDD vydaných na domácím trhu se dá charakterizovat tím, že zatímco v roce 2008 významně převažují

hotovostní úroky nad akruálními, tak v letech 2010 až 2012 dochází k výraznému převisu akruálních úroků nad hotovostními a v letech 2009 a 2013 je tato bilance přibližně vyrovnaná. Situace roku 2008 se dá vysvětlit především výraznou převahou hotovostních diskontů nad prémii. Nejvyšší převaha akruálních úroků nad hotovostními v roce 2010 je dána nejen skutečností, že premie výrazně převyšují diskonty, ale též tím, že splatná 45. emise SDD v hodnotě 57,0 mld. Kč a s relativně nízkou kupónovou mírou byla nahrazena emisemi v průměru s podstatně vyšší úrokovou sazbou. V letech 2011 až 2013 sice rovněž převažují premie nad diskonty, ale převaha akruálních úroků je tlumena skutečností, že splatné emise jsou nahrazovány novými se zhruba stejnými nebo nižšími úrokovými sazbami.

**Obrázek 13: Podíly složek státního dluhu na celkových akruálních úrocích v roce 2013**



Zdroj: MF

Výrazný příspěvek premií a diskontů z SDD vydaných na domácím trhu k disproporcii mezi hotovostními a akruálními úrokovými náklady je dán tím, že se promítají do hotovostních úroků v plné výši, zatímco vzhledem k dlouhé době splatnosti se pouze jejich malá část v daném roce projeví akruálně. Pokud v hotovostním pojetí převažují premie nad diskonty, jsou akruální úroky obvykle významně vyšší než hotovostní (v roce 2010 o více než 13 mld. Kč), zatímco při převaze hotovostních diskontů nad prémii tomu bývá naopak.

**Tabulka 4: Rozdíl mezi hotovostními diskonty a prémii a hotovostními a akruálními úroky SDD**

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

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

Poměr mezi akruálními a hotovostními úroky vykazuje u státních pokladničních poukázek poměrně výraznou volatilitu danou vysokými výkyvy ve vývoji jejich hodnoty v oběhu i výnosů do splatnosti. Zatímco převaha hotovostních úroků nad akruálními byla v roce 2008 způsobena výrazným růstem úrokových sazeb při relativní stagnaci hodnoty SPP v oběhu, v roce 2011 byla tato převaha zapříčiněna výrazným růstem hodnoty SPP v oběhu, který kompenzoval i dopad poklesu úrokových sazeb. V letech 2009, 2012 a 2013, kdy významně převažují akruální úroky nad hotovostními, dochází ve všech případech k poklesu výnosů do splatnosti. Zatímco v letech 2009 a 2012 je tento pokles výnosů kompenzován růstem hodnoty SPP v oběhu, v roce 2013 naopak dochází k zesílení diference v důsledku výrazného poklesu stavu SPP.

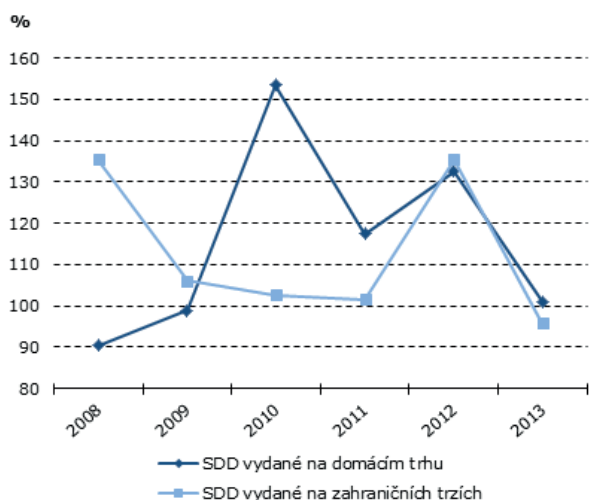
V případě SDD vydaných na zahraničním trhu, které se v roce 2013 podílí na celkových akruálních nákladech téměř jednou čtvrtinou, dochází od roku 2008 k stálému nárůstu jejich hodnoty v oběhu, což za jinak stejných podmínek vede k převaze akruálních úroků nad hotovostními ve všech letech s výjimkou roku 2013. Tato skutečnost pak v letech 2008 až 2010 kompenzuje i vliv diskontů

zaznamenaných v tomto období. Nejvíce převažují akruální úroky nad hotovostními v roce 2012, kdy dochází k souběhu výrazného růstu hodnoty těchto dluhopisů v oběhu a rovněž výrazné prémie.

Zatímco v roce 2011 dosahovaly hotovostní úroky ze spořicíh státních dluhopisů vyšších hodnot než akruální vlivem relativně vysokého diskontu diskontovaného SSD, v roce 2012 a zejména 2013 již výrazně převažují akruální úroky nad hotovostními. Je to dáno zejména způsobem aktualizace úroků u instrumentů s tzv. step-up kupónem (kupónový, reinvestiční a prémiový SSD), kdy pro účely aktualizace je vypočtena hodnota efektivní úrokové míry, která je používána po celou dobu trvání příslušného instrumentu a která je zpočátku výrazně vyšší než kupónová úroková míra. K převaze akruálních úroků nad hotovostními přispívá i relativně výrazný růst hodnoty vydaných SSD v oběhu.

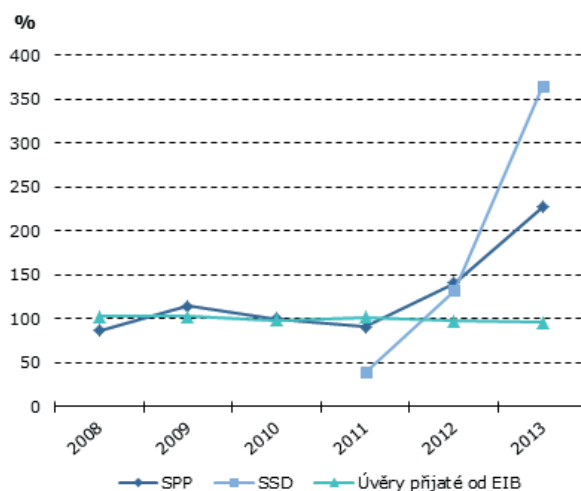
Vzhledem ke krátké době splatnosti přijatých a poskytnutých půjček nejsou rozdíly mezi hotovostními a akruálními úroky příliš významné. Totéž platí i pro krátkodobé přijaté půjčky a úvěry, včetně úvěrů od Evropské investiční banky.

**Obrázek 14: Vývoj podílu akruálních a hotovostních úroků SDD**



Zdroj: MF

**Obrázek 15: Vývoj podílu akruálních a hotovostních úroků dalších složek státního dluhu**



Zdroj: MF

## Finanční trhy

Klesající trend výnosů českých státních dluhopisů od počátku roku 2012 se v květnu roku 2013 vychýlil z důvodu vlivu nejistoty na evropském dluhopisovém trhu zejména v souvislosti s nejistotou ohledně pokračování politiky kvantitativního uvolňování americké centrální banky a s kyperskou bankovní krizí. Maximálních hodnot dosáhly výnosy

korunových SDD v červenci, poté začaly výnosy klesat. Zatímco u kratších segmentů splatnosti (3leté a 5leté dluhopisy) se jejich výnosy navrátily přibližně na stejnou úroveň jako na začátku roku 2013, u desetiletých korunových státních dluhopisů došlo v roce 2013 oproti konci roku 2012 k nárůstu výnosu o 0,41 p.b. I přes uvedené výkyvy výnosů

korunových SDD v uvedených splatnostních segmentech bylo dosaženo v roce 2013 průměrného výnosu fixně úročených korunových střednědobých

a dlouhodobých státních dluhopisů v domácích aukcích ve výši 1,73 %, což je zhruba o 0,69 p.b. méně než v roce 2012.

**Obrázek 16: Vývoj výnosů českých státních dluhopisů**

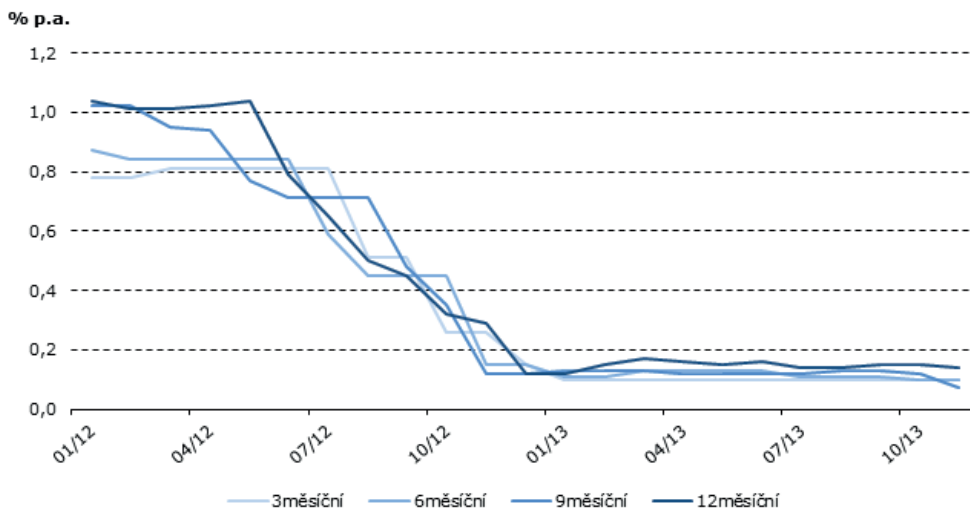


Zdroj: Thomson Reuters

V segmentech splatnosti do 1 roku se aukční výnosy státních pokladničních poukázek v roce 2013 pohybovaly pod úrovní 0,2 %. V průběhu roku 2013 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. Průměrný aukční výnos státních pokladničních poukázek v roce 2013 činil 0,13 % p.a., což je o 0,48 p.b. méně než v roce 2012.

**Obrázek 17: Vývoj výnosu aukcí státních pokladničních poukázek**



Zdroj: ČNB a MF

Rovněž vývoj rizikové premie měřené pomocí tzv. „asset swap spread“ naznačuje, až na mírnou korekci v polovině roku 2013, snížení averze k riziku související s postupným uklidňováním situace v eurozóně.

Vnímání České republiky na mezinárodním trhu jako důvěryhodného emitenta státních dluhopisů dokresluje situace na trzích swapů úvěrového

selhání, tzv. „credit default swap“ (CDS), kde zaujímá Česká republika srovnatelnou pozici s jádrovými zeměmi eurozóny.

Srovnání se zeměmi regionu střední a východní Evropy umísťuje Českou republiku z hlediska úvěrového selhání blíže než těmto zemím spíše blíže Německu nebo Rakousku.

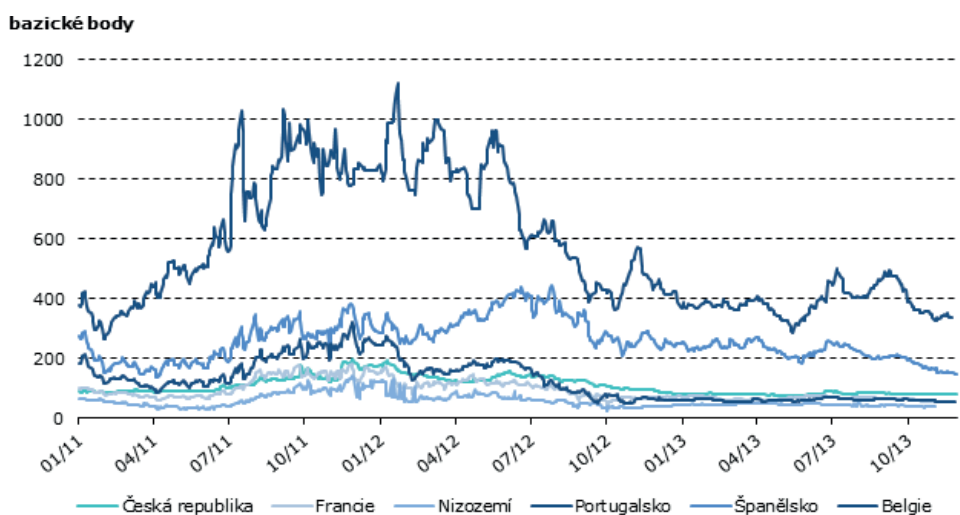


**Obrázek 18: Riziková prémie českých státních dluhopisů**



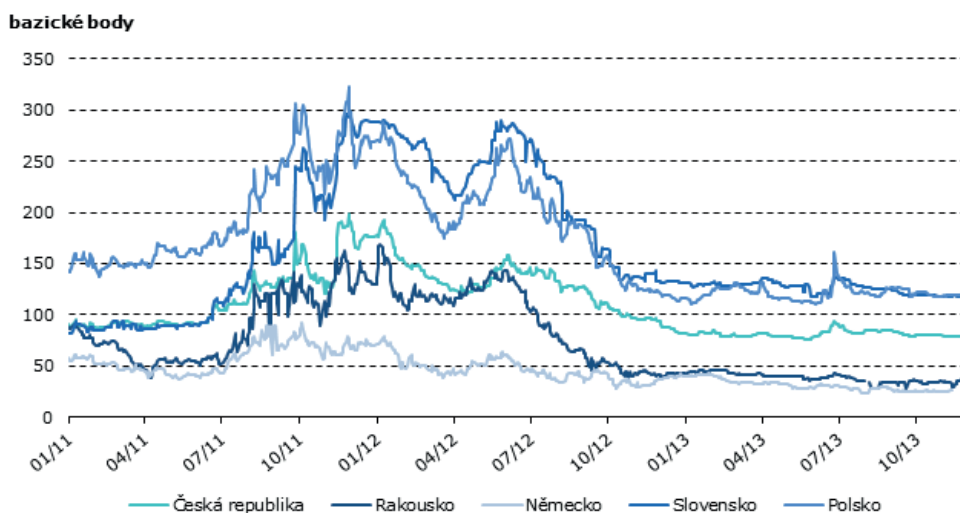
Zdroj: Thomson Reuters

**Obrázek 19: Prémie u swapů úvěrového selhání – vybrané země Eurozóny (10 let)**



Zdroj: Thomson Reuters

**Obrázek 20: Prémie u swapů úvěrového selhání – střední Evropa (10 let)**



Zdroj: Thomson Reuters

## Ratingové hodnocení závazků České republiky

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

poslední změny ze dne 24. srpna 2011, kdy agentura Standard & Poor's zvýšila rating České republiky o dva stupně, si Česká republika, zatímco u jiných zemí dochází ke snižování ratingu, udržuje své silné ratingové ohodnocení včetně stabilního výhledu.

**Tabulka 5: Ratingové hodnocení České republiky v roce 2013**

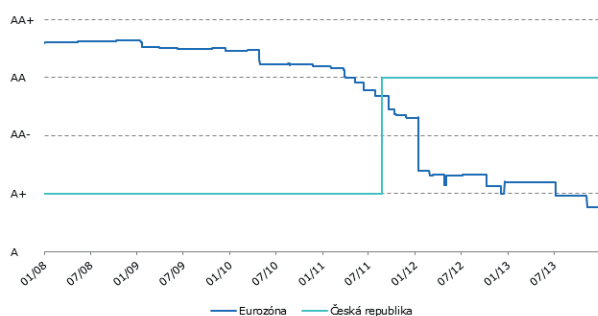
Ratingová agentura	Domácí dlouhodobé závazky	Výhled	Zahraněční dlouhodobé závazky	Výhled
<b>Moody's</b>	A1	Stabilní	A1	Stabilní
<b>Standard &amp; Poor's</b>	AA	Stabilní	AA-	Stabilní
<b>Fitch Ratings</b>	AA-	Stabilní	A+	Stabilní
<b>JCR</b>	A+	Stabilní	A	Stabilní
<b>R&amp;I</b>	AA-	Stabilní	A+	Stabilní

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

Vynikající pozici České republiky v oblasti ratingového hodnocení dokládají následující obrázky, na základě kterých se rating České republiky dle tří nejvýznamnějších ratingových agentur nachází nad průměrem ratingu zemí eurozóny váženého hrubým dluhem sektoru vládních institucí jednotlivých členských zemí. Lepší ratingové ohodnocení než Česká republika má v Evropě jen skupina zemí s elitním AAA (resp. Aaa) ratingem jako je Německo, Lucembursko, Finsko, Švédsko,

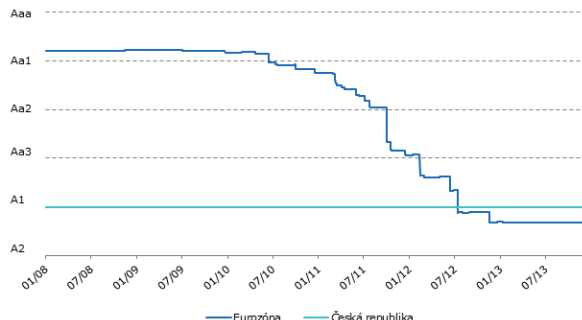
Velká Británie a několik dalších zemí, u kterých dochází v případě některých agentur ke snižování ratingu jako Francie či Nizozemí. Srovnatelnou úroveň ratingu jako Česká republika má Belgie. Česká republika má nejvyšší ratingové hodnocení ze všech zemí střední a východní Evropy a ze všech tzv. nových členských států EU. Česká republika se navíc řadí mezi menší část členských států EU, které nemají rating v režimu revize s negativním výhledem.

**Obrázek 21: Ratingové hodnocení eurozóny a České republiky agenturou Standard & Poor's**



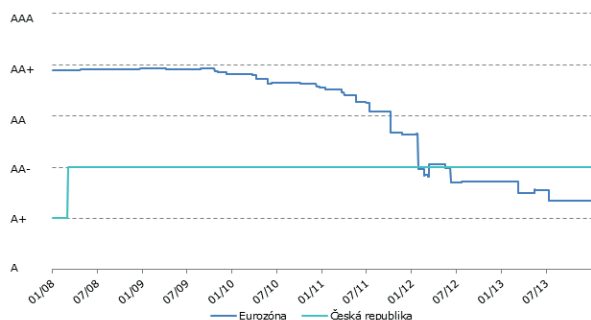
Zdroj: Standard & Poor's, Eurostat, Evropská komise, vlastní výpočty

**Obrázek 23: Hodnocení eurozóny a České republiky agenturou Moody's**



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

**Obrázek 22: Hodnocení eurozóny a České republiky agenturou Fitch Ratings**



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

### 3 - Výpůjční potřeba a vývoj státního dluhu do roku 2016

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 položkami, které je v daném roce nezbytné financovat, tj. rozpočtovaný hotovostní schodek státního rozpočtu, případně mimorozpočtová potřeba financování a veškeré splátky a předčasné splátky jmenovitých hodnot (jistin) státního dluhu, včetně souvisejících derivátů. Operace na straně státních finančních aktiv, včetně čistých změn rezervy peněžních prostředků, anebo poskytování a splácení mimorozpočtových půjček a úvěrů

ostatním státům a domácím právnickým osobám jsou potom zdrojem financování. Pro rok 2013 je uvažován rozpočtovaný hotovostní schodek státního rozpočtu ve výši 100,0 mld. Kč. Jakýkoli případný nižší než rozpočtovaný schodek se bezprostředně promítne do vyšší disponibilní rezervy peněžních prostředků ke konci roku 2013, která bude následně plně využita při krytí potřeby financování centrální vlády v roce 2014.

Tabulka 6: Potřeba a zdroje financování (mld. Kč)<sup>1</sup>

Potřeba financování	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	Skutečnost		Predikce	Plán (základní scénář)		
Primární saldo státního rozpočtu	97,6	59,6	48,9	53,6	55,2	49,0
Čisté výdaje na státní dluh	45,1	41,4	51,1	58,4	64,8	71,0
Mimorozpočtová potřeba	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Splátky SDD v daném roce	102,1	115,6	108,6	136,4	138,5	151,6
Zpětné odkupy a výměny SDD z předchozích let	0,0	-2,0	-8,1	-4,0	-23,5	-20,0
Zpětné odkupy a výměny SDD splatných v dalších letech <sup>2</sup>	2,0	8,1	7,5	20,0	20,0	20,0
Splátky a předčasné splátky SSD v daném roce	0,0	9,6	7,7	11,6	11,5	29,3
Splátky SPP bez revolvingu	113,3	162,6	189,1	120,9	120,9	120,9
Ostatní peněžní instrumenty	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Splátky úvěrů EIB	1,1	5,3	2,8	1,7	2,1	1,7
<b>Potřeba financování celkem</b>	<b>361,3</b>	<b>400,2</b>	<b>407,5</b>	<b>398,5</b>	<b>389,5</b>	<b>423,5</b>
Hrubá emise instrumentů peněžního trhu (bez revolvingu)	162,6	189,1	120,9	120,9	120,9	120,9
Hrubá emise SDD na domácím trhu	180,3	164,6	145,6	185,2	176,0	209,4
Hrubá emise SDD na zahraničních trzích	0,9	69,0	0,0	54,0	54,0	54,0
Hrubá emise retailových dluhopisů	20,4	45,4	39,1	40,0	40,0	40,0
Úvěry EIB	5,3	4,0	4,3	0,0	0,0	0,0
Čistá změna rezervy peněžních prostředků	-5,7	-69,4	97,9	0,0	0,0	0,0
Čistá změna pře-půjčování	0,0	0,0	1,7	0,0	0,0	0,0
Operace státních finančních aktiv	-2,5	-2,4	-1,9	-1,6	-1,4	-0,8
Refinancování ze státní pokladny	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Zdroje financování celkem</b>	<b>361,3</b>	<b>400,2</b>	<b>407,5</b>	<b>398,5</b>	<b>389,5</b>	<b>423,5</b>
Nedluhové zdroje financování	8,2	71,8	-97,7	1,6	1,4	0,8
<b>Hrubá výpůjční potřeba</b>	<b>369,5</b>	<b>472,0</b>	<b>309,9</b>	<b>400,1</b>	<b>390,9</b>	<b>424,3</b>

<sup>1</sup> Údaje se týkají základního scénáře, ve kterém se uvažuje nulová změna rezervy peněžních prostředků v roce 2014.

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

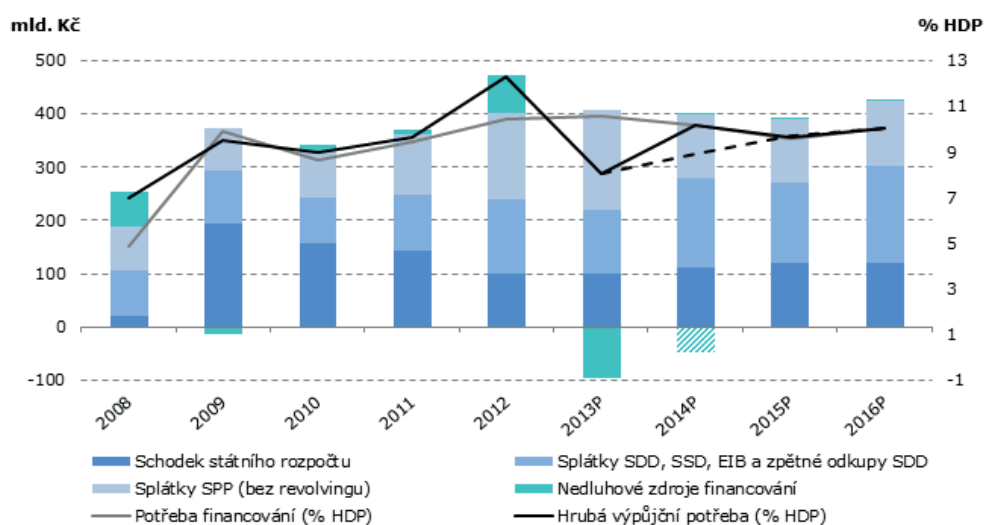
Zdroj: MF

Čistá změna finančních aktiv neovlivňuje tedy v této metodice celkovou potřebu financování, ale má klíčový vliv na výši hrubé výpůjční potřeby, kterou zvyšuje v případě akumulace aktiv a snižuje, pokud jsou naopak v minulých letech akumulovaná finanční aktiva zapojena jako zdroj financování v běžném roce. 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 24: Potřeba financování centrální vlády**



Poznámka: Nedluhové zdroje financování zahrnují čistou změnu rezervy peněžních prostředků včetně salda kapitoly OSFA a čisté změny pře-půjčování a čistou změnu případného refinancování ze státní pokladny. Alternativní scénář u HVP uvažuje pokles rezervy peněžních prostředků v roce 2014 do výše 50,0 mld. Kč, která by byla zapojena jako zdroj krytí potřeby financování centrální vlády v daném roce.  
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 půjček a úvěrů. Hrubá výpůjční potřeba může být nižší než roční potřeba financování v případě, že dochází k zapojení státních finančních aktiv anebo ke krátkodobému refinancování ze státní pokladny jako zdroje financování, a naopak může být i vyšší pokud dochází k akumulaci aktiv prostřednictvím výpůjčních operací například za účelem před-financování vlády a tvorby rezervy peněžních prostředků nebo za účelem poskytování mimorozpočtových půjček a úvěrů.

Financování hrubé výpůjční potřeby je realizováno různými finančními instrumenty. Hrubá emise státních pokladničních poukázek (bez revolvingu

instrumentů vydaných a zároveň splatných v rámci stejného období) se v letech 2014 až 2016 pohybuje ve výši 100,0 až 120,9 mld. Kč ročně s cílem dosáhnout relativní stabilizace výše těchto instrumentů v oběhu. Tento plán odpovídá zejména cíli v oblasti stabilizace míry refinančního rizika. Podíl těchto instrumentů je plánován tak, aby nebyla překročena limitní hranice pro podíl státního dluhu splatného do jednoho roku na celkovém státním dluhu, která je pro rok 2014 revidována na výši 20 %.

Hrubá emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím trhu se pohybuje v letech 2014 až 2016 mezi 112,0 mld. Kč až 304,0 mld. Kč. Ministerstvo však bude analyzovat podmínky na zahraničních finančních trzích s možností uskutečnění zahraniční emise.

Tyto emisní plány nezahrnují plánované prodeje spořicíh státních dluhopisů, které se již staly standardizovaným a významným zdrojem financování hrubé výpůjční potřeby centrální vlády. Hrubá emise spořicíh státních dluhopisů je v letech 2014 až 2016 plánována ve výši 10,0 až 50,0 mld. Kč ročně v závislosti na poptávce osob oprávněných k jejich úpisu. Výše plánovaných emisí vychází z realizované poptávky u doposud vydaných emisí spořicíh státních dluhopisů a ze snahy Ministerstva dosahovat rostoucího podílu retailového státního dluhu a jeho následné stabilizace v dlouhodobém horizontu.

Hrubá emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na zahraničních trzích je v letech 2014 až 2016 plánována v maximální výši 25 % celkové plánované roční hrubé výpůjční potřeby.

Přijímání úvěrů od Evropské investiční banky je úzce navázáno na realizaci příslušných investičních výdajových programů státního rozpočtu. S výjimkou úvěru na kofinancování projektů v rámci Operačního programu Doprava jsou všechny tyto úvěry již plně dočerpány. V roce 2014 se čerpání zmíněného úvěru nepředpokládá, nelze ho však plně vyloučit s ohledem na to, že úvěrová smlouva umožňuje žádat o peněžní prostředky z úvěru až do 31. prosince 2014. Co se týče výhledu ohledně přijímání nových úvěrů v letech 2014 až 2016, bude záležet zejména na hospodářském programu nově se ustavující politické vlády a z něho plynoucích investičních prioritách a případné předpokládané roli Evropské investiční banky, což by se mohlo projevit v revizi programu financování v této oblasti pravděpodobně počínaje přípravou státního rozpočtu na rok 2015.

**Tabulka 7: Financování hrubé výpůjční potřeby (mld. Kč)**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	Skutečnost		Predikce	Plán (základní scénář)		
<b>Hrubá výpůjční potřeba</b>	<b>369,5</b>	<b>472,0</b>	<b>309,9</b>	<b>400,1</b>	<b>390,9</b>	<b>424,3</b>
Hrubá emise SPP bez revolvingu	162,6	189,1	120,9	120,9	120,9	120,9
Ostatní peněžní instrumenty	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Přijatý kolaterál v peněžních prostředcích	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Hrubá emise SDD na domácím trhu do 5 let <sup>1</sup>	45,3	31,4	37,7	37,4	39,5	40,0
Hrubá emise SDD na domácím trhu od 5 do 10 let <sup>1</sup>	73,6	93,3	79,7	66,5	72,5	80,0
Hrubá emise SDD na domácím trhu nad 10 let <sup>1</sup>	61,4	39,9	28,3	81,3	64,0	89,4
Hrubá emise SDD na zahraničních trzích <sup>1</sup>	0,9	69,0	0,0	54,0	54,0	54,0
Hrubá emise retailových dluhopisů <sup>2</sup>	20,4	45,4	39,1	40,0	40,0	40,0
Úvěry EIB	5,3	4,0	4,3	0,0	0,0	0,0
Ostatní zdroje financování	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Financování hrubé výpůjční potřeby celkem</b>	<b>369,5</b>	<b>472,0</b>	<b>309,9</b>	<b>400,1</b>	<b>390,9</b>	<b>424,3</b>

<sup>1</sup> Jmenovitá hodnota; prémie a diskonty jsou zahrnuty v čistých nákladech na obsluhu státního dluhu, tj. vstupují do čisté výpůjční potřeby.

<sup>2</sup> Včetně reinvestice výnosu.

Zdroj: MF

## Čistá výpůjční potřeba a změna 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. Pokud zároveň není do zdrojů krytí potřeby financování zapojen refinanční mechanismus souhrnných účtů státní pokladny a nedošlo ke změně směnných kursů, odpovídá v současné národní metodice čistá výpůjční potřeba meziroční změně stavu hodnoty hrubého státního dluhu v domácí měně.

**Tabulka 8: Čistá výpůjční potřeba centrální vlády (mld. Kč)**

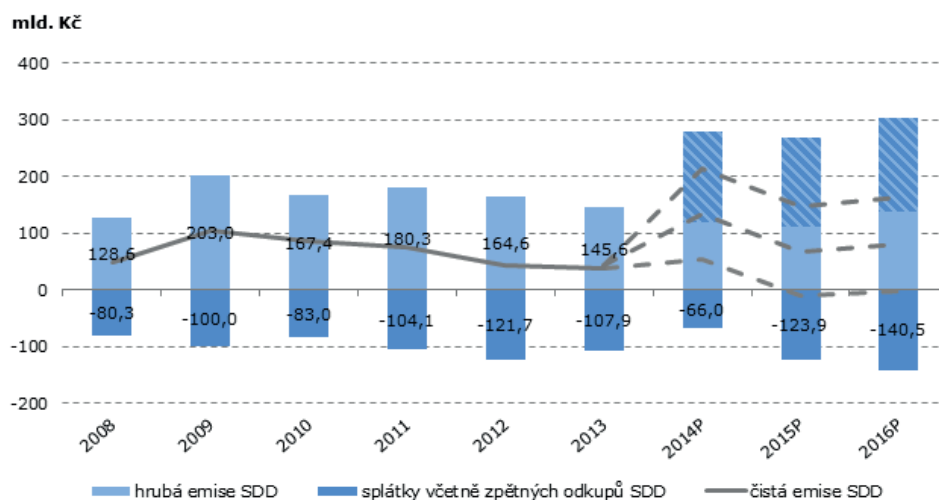
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	Skutečnost	Predikce		Plán (základní scénář)		
<b>Hrubá výpůjční potřeba</b>	<b>369,5</b>	<b>472,0</b>	<b>309,9</b>	<b>400,1</b>	<b>390,9</b>	<b>424,3</b>
Splátky SDD v daném roce	102,1	115,6	108,6	136,4	138,5	151,6
Zpětné odkupy a výměny SDD z předchozích let	0,0	-2,0	-8,1	-4,0	-23,5	-20,0
Zpětné odkupy a výměny SDD splatných v dalších letech <sup>1</sup>	2,0	8,1	7,5	20,0	20,0	20,0
Splátky a předčasné splátky SSD v daném roce	0,0	9,6	7,7	11,6	11,5	29,3
Splátky SPP bez revolvingu	113,3	162,6	189,1	120,9	120,9	120,9
Ostatní peněžní instrumenty	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Splátky úvěrů EIB	1,1	5,3	2,8	1,7	2,1	1,7
<b>Čistá výpůjční potřeba</b>	<b>151,0</b>	<b>172,8</b>	<b>2,3</b>	<b>113,6</b>	<b>121,4</b>	<b>120,8</b>

<sup>1</sup> Bez operací SDD splatnými v běžném rozpočtovém roce.  
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.

Čistá emise SDD na domácím trhu bude v letech 2014 až 2016 záviset na podmínkách pro financování pomocí emisí na domácím finančním trhu. Ministerstvo bude rovněž vyhodnocovat situaci na zahraničních trzích pro případnou realizaci emise SDD v zahraniční měně.

**Obrázek 25: Čistá emise SDD na domácím trhu**

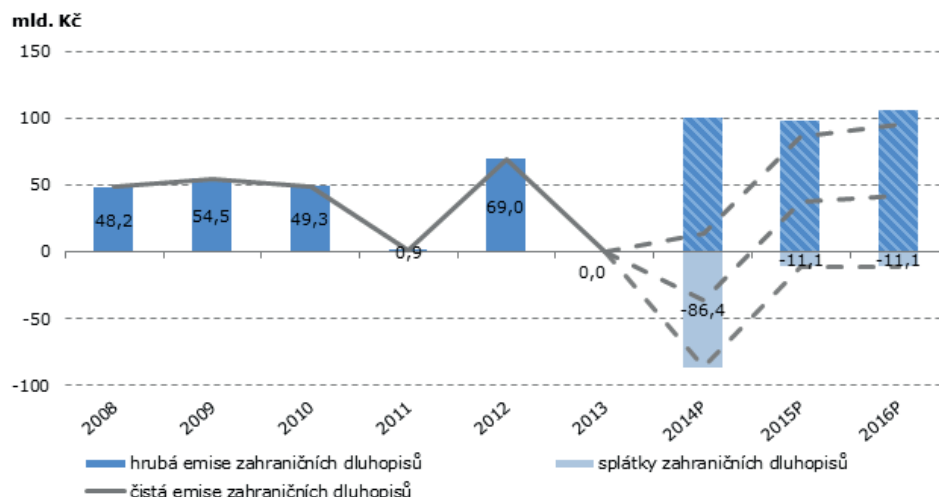


Poznámka: Splátky SDD jsou včetně realizovaných a plánovaných zpětných odkupů SDD.  
Zdroj: MF

V roce 2014 budou uskutečněny první splátky dvou státních dluhopisů vydaných podle zahraničního práva denominovaných v EUR v celkové jmenovité hodnotě 86,4 mld. Kč. Obě jistiny splatných

zahraničních emisí jsou měnově zajištěny pomocí měnových swapů, tudíž případné pokračování deprecie měnového kurzu nebude mít vliv na výši jejich splátek v korunovém vyjádření.

**Obrázek 26: Čistá emise zahraničních dluhopisů**

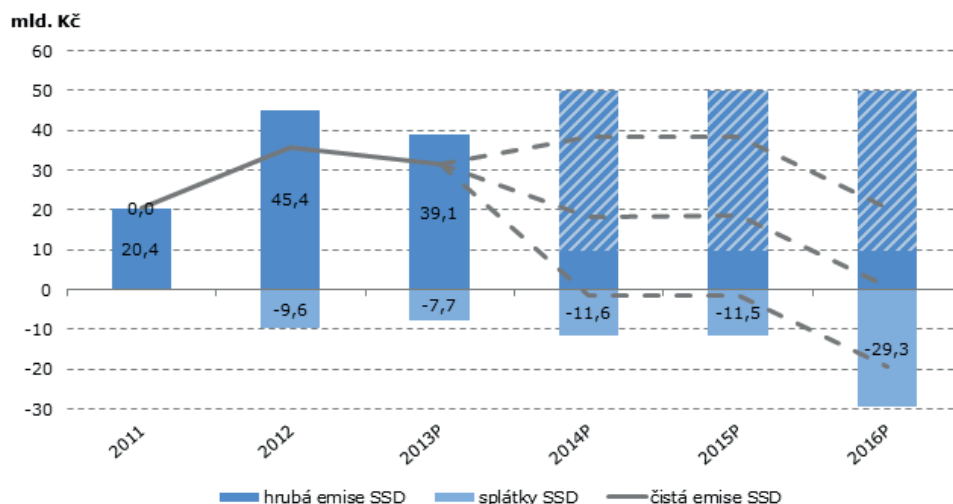


Zdroj: MF

Hrubá emise spořicíh státních dluhopisů je plánována v letech 2014 až 2016 v celkové jmenovité hodnotě v rozmezí od 10,0 do 50,0 mld.

Kč ročně, a tedy čistá emise SSD se bude pohybovat v rozmezí od -20,0 do 39,0 mld. Kč.

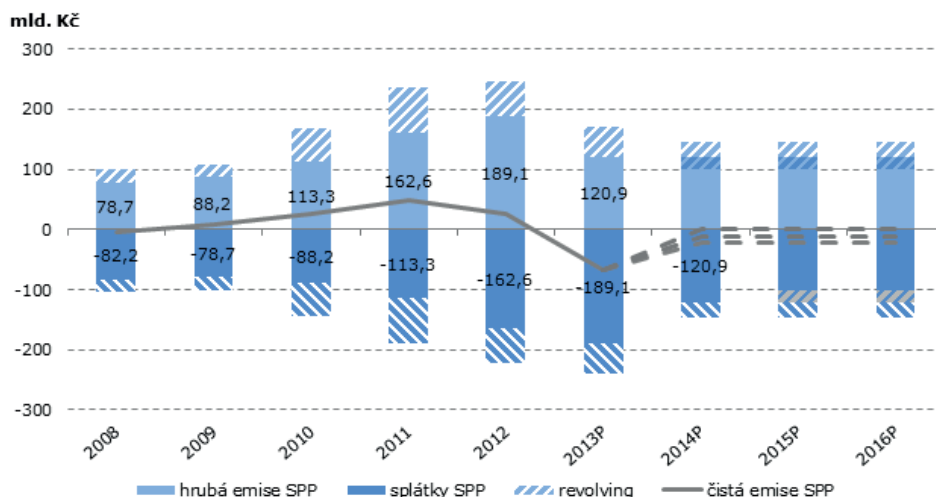
**Obrázek 27: Čistá emise spořicíh státních dluhopisů**



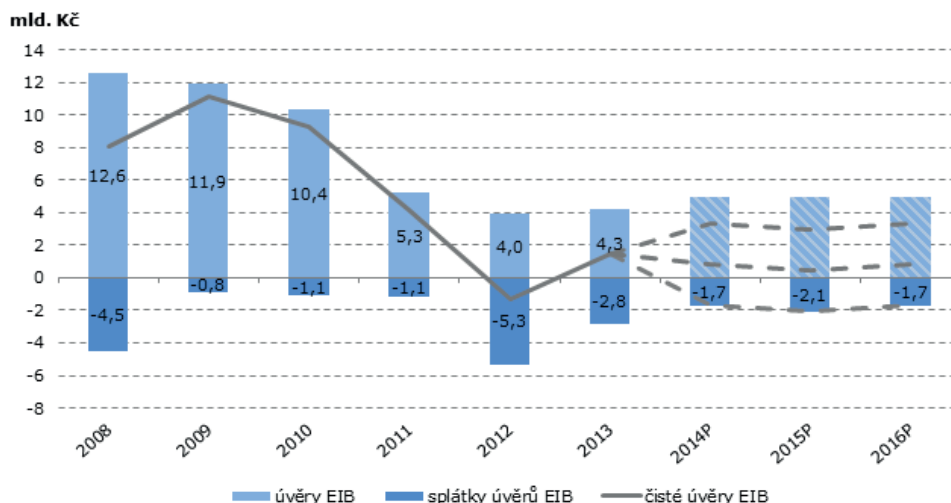
Poznámka: SSD jsou vydávány až od roku 2011  
Zdroj: MF

S ohledem na záměr Ministerstva zachovat stabilní stav instrumentů peněžního trhu (zejména státních pokladničních poukázek) v oběhu se ve střednědobém výhledu předpokládá refinancování SPP, které budou v oběhu ke konci roku 2013, novými emisemi SPP ve stejné jmenovité hodnotě a v obdobné časové struktuře tak, aby se čistá emise SPP ve vztahu k tržním držitelům pohybovala kolem nuly a byla zároveň udržena stávající tržní likvidita tohoto segmentu českého peněžního trhu.

V letech 2014 až 2016 Ministerstvo plánuje čerpání půjček a úvěrů od mezinárodních finančních institucí ve výši od 0,0 do 10,0 mld. Kč. Splátky úvěrů EIB se v těchto letech pohybují ve výši od 1,7 do 2,1 mld. Kč. I nadále bude Ministerstvo posuzovat možnosti re-fixace tranší úvěrů a získat výhodnější sazbu než aktuální výnos českých státních dluhopisů. V opačném případě je Ministerstvo připraveno provést předčasné splacení tranší úvěrů, a tedy by došlo k vyšší záporné čisté změně půjček a úvěrů v daných letech.

**Obrázek 28: Čistá emise státních pokladničních poukázek**

Zdroj: MF

**Obrázek 29: Čistá změna stavu půjček a úvěrů**

Zdroj: MF

Refinancování ze státní pokladny se může postupně stávat významnou položkou krytí potřeby financování, a to díky novele zákona č. 218/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech a o změně některých souvisejících zákonů (rozpočtová pravidla), což byla nutná legislativní podmínka pro zapojení prostředků účtů více organizací vládního sektoru do státní pokladny a do krátkodobého financování státu. V roce 2013 došlo na základě této legislativní změny k rozšíření počtu subjektů, jejichž účty jsou podřízeny státní pokladně, přičemž zůstatky těchto účtů se staly zdrojem dodatečné likvidity v rámci systému souhrnných účtů státní pokladny, což umožnilo snižování rezervy peněžních prostředků v průběhu roku. V souvislosti s rozvojem technického

mechanismu krátkodobého zapojení clientských prostředků státní pokladny do financování státu lze předpokládat další přínosy rozvoje systému řízení likvidity státní pokladny ve střednědobém horizontu, zejména v podobě úspor úrokových nákladů na obsluhu státního dluhu.

Pro rok 2013 je uvažován rozpočtovaný hotovostní schodek státního rozpočtu ve výši 100,0 mld. Kč. Jakýkoliv případný nižší než rozpočtovaný deficit se promítne do vyšší disponibilní rezervy peněžních prostředků ke konci roku 2013, která bude plně využita při krytí potřeby financování centrální vlády v roce 2014.



**Tabulka 9: Čistá výpůjční potřeba centrální vlády a změna státního dluhu (mld. Kč, % HDP)<sup>1</sup>**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	Skutečnost		Predikce	Plán (základní scénář)		
<b>Hrubý státní dluh k 1. 1.</b>	<b>1 344,1</b>	<b>1 499,4</b>	<b>1 667,6</b>	<b>1 681,1</b>	<b>1 794,7</b>	<b>1 916,1</b>
Primární saldo státního rozpočtu	97,6	59,6	48,9	53,6	55,2	49,0
Čisté výdaje na obsluhu státního dluhu <sup>2</sup>	45,1	41,4	51,1	58,4	64,8	71,0
Mimorozpočtová potřeba financování	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Čistá výpůjční potřeba bez operací aktiv</b>	<b>142,8</b>	<b>101,0</b>	<b>100,0</b>	<b>112,0</b>	<b>120,0</b>	<b>120,0</b>
Operace státních finančních aktiv <sup>3</sup>	2,5	2,4	1,9	1,6	1,4	0,8
Pře-půjčování nad 1 rok (čistá změna) <sup>4</sup>	0,0	0,0	-1,7	0,0	0,0	0,0
Rezerva peněžních prostředků (čistá změna) <sup>5</sup>	5,7	69,4	-97,9	0,0	0,0	0,0
Přebytek státního rozpočtu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Čistá výpůjční potřeba</b>	<b>151,0</b>	<b>172,8</b>	<b>2,3</b>	<b>113,6</b>	<b>121,4</b>	<b>120,8</b>
Čistá emise peněžních instrumentů	49,3	26,5	-68,2	0,0	0,0	0,0
Čistá emise SDD na domácím trhu	76,2	42,9	37,7	119,2	52,1	68,9
Čistá emise SDD na zahraničním trhu	0,9	69,0	0,0	-32,4	42,9	42,9
Čistá emise retailových dluhopisů	20,4	35,8	31,4	28,4	28,5	10,7
Čistá změna stavu poskytnutých půjček a úvěrů	4,1	-1,3	1,5	-1,7	-2,1	-1,7
<b>Financování čisté výpůjční potřeby</b>	<b>151,0</b>	<b>172,8</b>	<b>2,3</b>	<b>113,6</b>	<b>121,4</b>	<b>120,8</b>
Přecenění státního dluhu <sup>6</sup>	4,5	-4,4	11,1	0,0	0,0	0,0
Splátky směn <sup>7</sup>	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Změna hrubého státního dluhu</b>	<b>155,3</b>	<b>168,3</b>	<b>13,5</b>	<b>113,6</b>	<b>121,4</b>	<b>120,8</b>
<b>Hrubý státní dluh k 31. 12.</b>	<b>1 499,4</b>	<b>1 667,6</b>	<b>1 681,1</b>	<b>1 794,7</b>	<b>1 916,1</b>	<b>2 036,9</b>
<b>Podíl na HDP (%)</b>	<b>39,2</b>	<b>43,4</b>	<b>43,6</b>	<b>45,7</b>	<b>47,1</b>	<b>48,3</b>

<sup>1</sup> Údaje se týkají základního scénáře, ve kterém se uvažuje nulová změna rezervy peněžních prostředků v roce 2014.

<sup>2</sup> Saldo rozpočtové kapitoly 396 – Státní dluh.

<sup>3</sup> Saldo rozpočtové kapitoly 397 – Operace státních finančních aktiv, včetně rozpočtových opatření.

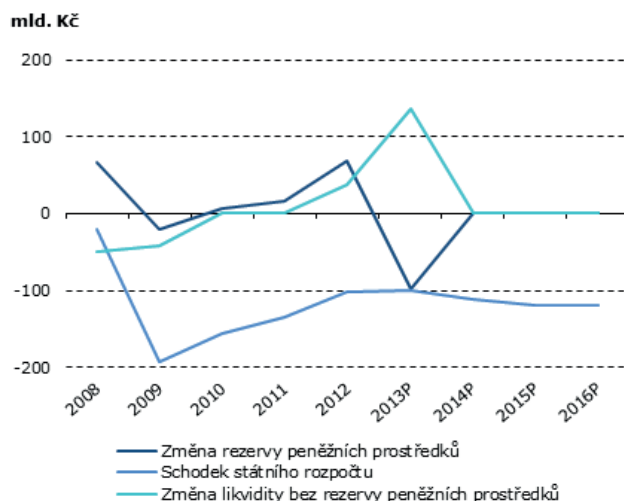
<sup>4</sup> Poskytnuté mimorozpočtové půjčky s původní dobou do splatnosti nad 1 rok ostatním státům a domácím právními osobám.

<sup>5</sup> Rezerva peněžních prostředků vytvářená dle § 35, odst. (4) zákona č. 218/2000 Sb. Změna bez přecenění cizoměnové části vlivem kurzových rozdílů.

<sup>6</sup> Kurzové rozdíly z přecenění dluhu denominovaného v cizích měnách.

<sup>7</sup> Směnky na krytí částí majetkové účasti České republiky u mezinárodních finančních institucí.

Zdroj: MF

**Obrázek 30: Tvorba a čerpání rezervy peněžních prostředků**


Zdroj: MF

Pro rok 2013 se očekává výsledná čistá výpůjční potřeba oproti plánu ze Strategie na rok 2013 nižší o 99,3 mld. Kč, což je dáno schválením novely zákona č. 218/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech a o změně některých souvisejících zákonů, čímž

došlo k přírůstku disponibilní likvidity státu. Na tuto změnu reagovalo Ministerstvo snížením rezervy peněžních prostředků prostřednictvím postupným omezováním emisí státních pokladničních poukázek. V minulých letech změna výše rezervy peněžních prostředků bezprostředně souvisela s vývojem hospodaření státního rozpočtu. Snížení schodku státního rozpočtu oproti původně očekávanému vývoji při zachování emisního plánu způsobilo navýšení rezervy peněžních prostředků bez ovlivnění plánované čisté výpůjční potřeby. Nejistota ohledně konečné výše schodku státního rozpočtu na konci roku 2013 by vedla ke změně výše rezervy peněžních prostředků.

Snížením emisního plánu u státních pokladničních poukázek současně Ministerstvo očekávalo stabilizaci nominální hodnoty hrubého státního dluhu ke konci 2013 oproti konci roku 2012. Vzhledem ke skutečnosti, že část státního dluhu je denominována v zahraničních měnách, je jeho změna ovlivněna také pohybem směnného kurzu české koruny vůči těmto měnám. Nominální hodnota hrubého státního dluhu je tak ovlivněna devizovými intervencemi na depreciaci měnového kurzu EURCZK na výši cca 27 EURCZK z titulu přecenění

hrubého státního dluhu. Ministerstvo očekává, že tímto krokem dojde ke zvýšení nominální hodnoty hrubého státního dluhu o 11,1 mld. Kč. V roce 2013

došlo na žádost protistrany k předčasnému splacení mimorozpočtové půjčky v celkové výši 1,7 mld. Kč.

## Čisté dluhové portfolio

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

Kalkulace čistého dluhového portfolia pro potřeby této Strategie je založena na praxi vyspělých zemí a proti hrubému dluhovému portfoliu staví

ta finanční aktiva, která úzce souvisí s finančními operacemi při řízení státního dluhu a rozpočtovými operacemi státních finančních aktiv. Finanční aktiva v tomto pojetí tedy nezahrnují ostatní finanční majetek státu jako akcie, ostatní majetkové účasti a pohledávky státu vůči zahraničí, z titulu poskytnutých návratných finančních výpomocí nebo realizovaných státních záruk.

**Tabulka 10: Stav a struktura čistého dluhového portfolia (mld. Kč)<sup>1</sup>**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	Skutečnost		Predikce	Plán (základní scénář)		
<b>Hrubý státní dluh</b>	<b>1 499,4</b>	<b>1 667,6</b>	<b>1 681,1</b>	<b>1 794,7</b>	<b>1 916,1</b>	<b>2 036,9</b>
Instrumenty peněžního trhu	162,6	189,1	120,9	120,9	120,9	120,9
Zápůjční facilita SDD	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Přijaté kolaterál v peněžních prostředcích	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SDD vydané na domácím trhu	999,1	1 042,0	1 079,7	1 198,9	1 251,0	1 319,9
SDD vydané na zahraničních trzích	245,9	310,3	321,4	289,1	332,0	374,9
Retailové dluhopisy	20,4	56,2	87,6	116,0	144,5	155,2
Úvěry EIB	71,3	70,0	71,5	69,8	67,8	66,1
Směnky <sup>2</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Likvidní státní finanční aktiva</b>	<b>121,4</b>	<b>193,2</b>	<b>98,3</b>	<b>99,8</b>	<b>101,0</b>	<b>101,7</b>
Investiční jaderné portfolio	16,6	18,5	20,7	22,4	23,9	25,4
Investiční důchodové portfolio	22,0	22,4	22,6	22,8	23,0	23,2
Účelové účty státních finančních aktiv	10,5	10,6	11,0	10,6	10,1	9,1
Pře-půjčování nad 1 rok <sup>3</sup>	1,7	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezerva peněžních prostředků <sup>4</sup>	70,6	139,9	44,0	44,0	44,0	44,0
Přebytek státního rozpočtu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Čisté dluhové portfolio</b>	<b>1 378,0</b>	<b>1 474,4</b>	<b>1 582,8</b>	<b>1 694,9</b>	<b>1 815,1</b>	<b>1 935,2</b>

<sup>1</sup> Údaje se týkají základního scénáře, ve kterém se uvažuje nulová změna rezervy peněžních prostředků v roce 2014.

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

<sup>3</sup> Poskytování mimorozpočtových půjček se splatností nad 1 rok ostatním státům a domácím právníckým osobám.

<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.

Zdroj: MF

Metodika čistého dluhového portfolia přináší reálnější pohled na finanční pozici státu a související rizikové parametry. Finanční aktiva a jejich struktura snižují refinanční, likviditní a úrokové riziko státního dluhu a jsou proto monitorována v rámci systému řízení rizik. Součástí těchto finančních aktiv jsou investiční portfolia, která jsou ve správě Ministerstva a svým charakterem představují portfolia s držbou do splatnosti.

Investování zůstatků jaderného účtu, jaderné portfolio, provádí Ministerstvo v rámci státních finančních aktiv na základě ustanovení § 27 zákona č. 18/1997 Sb., atomový zákon.

Zůstatek tohoto účtu je investován konzervativně výhradně do domácích státních dluhopisů prostřednictvím přímých nákupů, anebo prostřednictvím reverzních repo operací, kde kolaterálem jsou státní pokladniční poukázky nebo poukázky České národní banky. V roce 2013 byly rovněž střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy v jaderném portfoliu použity jako kolaterál v rámci zápůjční facility SDD na podporu likvidity sekundárního trhu. Výnosy z investování jsou příjmem rozpočtové kapitoly OSFA. Kumulované prostředky tohoto portfolia v budoucnu budou kryt část účelových výdajů státního rozpočtu na nákládání s radioaktivními odpady.

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

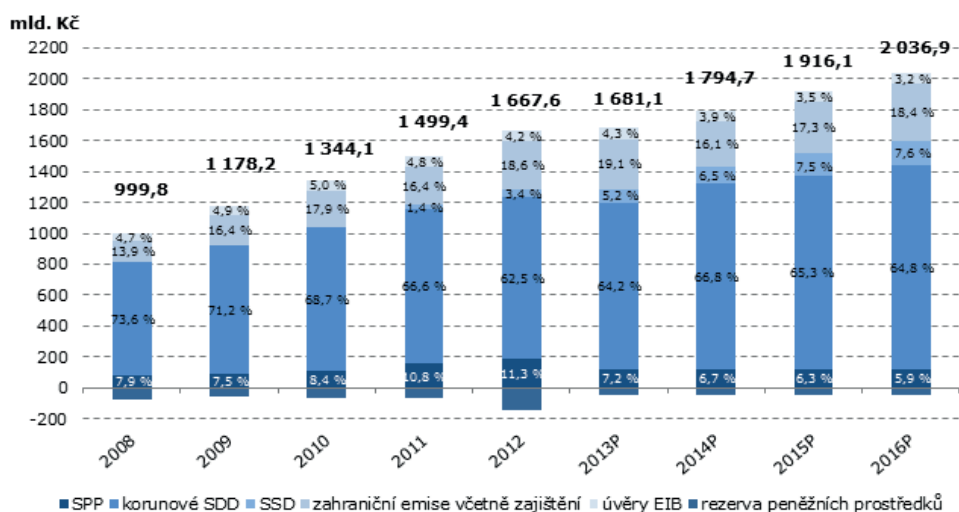
Ve střednědobém horizontu Ministerstvo očekává relativně stabilní podíl korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v oběhu na státním dluhu, který se v letech 2014 až 2016 bude pohybovat kolem 66 %. S ohledem na plánované hrubé emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na zahraničních trzích v dalších

letech očekává Ministerstvo rostoucí podíl zahraničních dluhopisů v oběhu (včetně zajištění) na celkovém státním dluhu.

Ministerstvo predikuje v letech 2014 až 2016 nárůst podílu spořicíh státních dluhopisů v oběhu na celkovém státním dluhu od 6,5 % do 7,6 %, a to za předpokladu dosahování kladné čisté emise SSD.

Díky plánované čisté emisi instrumentů peněžního trhu v letech 2014 až 2016, která by se měla pohybovat kolem nuly, se očekává klesající podíl těchto instrumentů v oběhu na celkovém státním dluhu v letech 2014 až 2016 až pod 6 % hrubého státního dluhu v roce 2016.

**Obrázek 31: Struktura dluhového portfolia**



Zdroj: MF

Za předpokladu, že v letech 2014 až 2016 nedojde k žádnému přijímání úvěrů od Evropské investiční banky, očekává Ministerstvo pokles podílu úvěrů od EIB na celkovém státním dluhu na 3,2 % v roce 2016.

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

Zůstatky na účelových účtech státních finančních aktiv nejsou aktivně přímo investovány na finančním trhu, ale mohou v budoucnu krýt také část účelových výdajů státního rozpočtu. Tyto zůstatky jsou však součástí souhrnného účtu státní pokladny a jsou krátkodobě zhodnocovány nepřímo operacemi na peněžním trhu. Ačkoliv jsou zůstatky těchto účtů finančním majetkem Ministerstva, z pohledu financování výpůjční potřeby se jedná o cizí zdroje, a tato část státních finančních aktiv tak vystupuje v roli kvazi-klienta státní pokladny. V případě

neočekávaného krizového vývoje však mohou být tyto zdroje aktivovány rozhodnutím Poslanecké sněmovny, proto je jejich postavení proti stávající hrubé dluhové pozici ekonomicky opodstatněné.

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

Centrální likviditní pozice státu je dále stabilizována krátkodobými cizími zdroji státní pokladny, které nejsou součástí státních finančních aktiv Ministerstva. Zůstatky těchto účtů jsou složkami souhrnných účtů státní pokladny, které vede ČNB, a mohou být krátkodobě zapojeny do krytí potřeby financování vlády nebo zrcadlově investovány na peněžním trhu, což přináší úsporu úrokových nákladů na obsluhu státního dluhu a přispívá ke snižování refinančního a likviditního rizika centrální vlády.

## 4 - 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 půjček a úvěrů.

### Plnění programu financování v roce 2013

V důsledku schválení novely zákona č. 218/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech a o změně některých souvisejících zákonů došlo k podstatnému rozšíření korunového souhrnného účtu státní pokladny a možnosti vést také souhrnné účty státní pokladny v cizích měnách, čímž došlo k přírůstku disponibilní likvidity státu. Ministerstvo na tuto situaci reagovalo

červencovou revizí programu financování na rok 2013, která se projevila zejména prostřednictvím snížení celkové jmenovité hodnoty hrubé emise instrumentů peněžního trhu a rozhodnutím nerealizovat v roce 2013 žádné výpůjční operace v cizích měnách na zahraničních trzích.

**Tabulka 11: Program financování v roce 2013 (mld. Kč)**

	Strategie 2013	Revize Strategie	Strategie 2014
<b>Hrubá výpůjční potřeba</b>	<b>419,8</b>	<b>279,8 až 309,8</b>	<b>309,9</b>
Hrubá výpůjční potřeba (původní metodika používaná do roku 2013)	230,7	90,7 až 120,7	120,7
<b>Hrubá emise státních dluhopisů</b>	<b>219,1 až 239,1</b>	<b>136,7 až 200,7</b>	<b>184,7</b>
Hrubá emise SDD na domácím trhu <sup>1</sup>	87,1 až 219,1	96,7 až 170,7	145,6
Hrubá emise SDD na zahraničních trzích	0,0 až 92,0	0,0 až 48,3	0,0
Hrubá emise retailových dluhopisů	20,0 až 40,0	30,0 až 40,0	39,1
<b>Úvěry od mezinárodních finančních institucí</b>	<b>1,6</b>	<b>0,0 až 4,0</b>	<b>4,3</b>
Úvěry přijaté od Evropské investiční bank	1,6	0,0 až 4,0	4,3
Ostatní mezinárodní finanční instituce	0,0	0,0	0,0
<b>Hrubá emise instrumentů peněžního trhu<sup>2</sup></b>	<b>179,1 až 199,1</b>	<b>109,1 až 139,1</b>	<b>120,9</b>
Hrubá emise státních pokladničních poukázek	179,1 až 199,1	109,1 až 139,1	120,9
Ostatní peněžní instrumenty	0,0	0,0	0,0
Přijatý kolaterál v peněžních prostředcích	0,0	0,0	0,0
Splátky peněžních instrumentů bez revolvingu	189,1	189,1	189,1
<b>Čistá emise instrumentů peněžního trhu</b>	<b>-10,0 až 10,0</b>	<b>-80,0 až -50,0</b>	<b>-68,2</b>

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

<sup>2</sup> Bez revolvingových operací v rámci daného roku.

Zdroj: MF

Prostřednictvím hrubé emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím trhu v celkové jmenovité hodnotě 145,6 mld. Kč bylo financováno 63,1 % původně plánované, respektive 120,6 % maximální revidované hrubé výpůjční potřeby centrální vlády v metodice vykazování platné do roku 2013. V metodice zavedené počínaje touto Strategií bylo tímto způsobem financováno 47,0 % skutečné hrubé výpůjční potřeby za rok 2013, respektive 34,7 % její původně plánované výše. Došlo tím k využití 85,3 % ročního maximálního emisního limitu tohoto

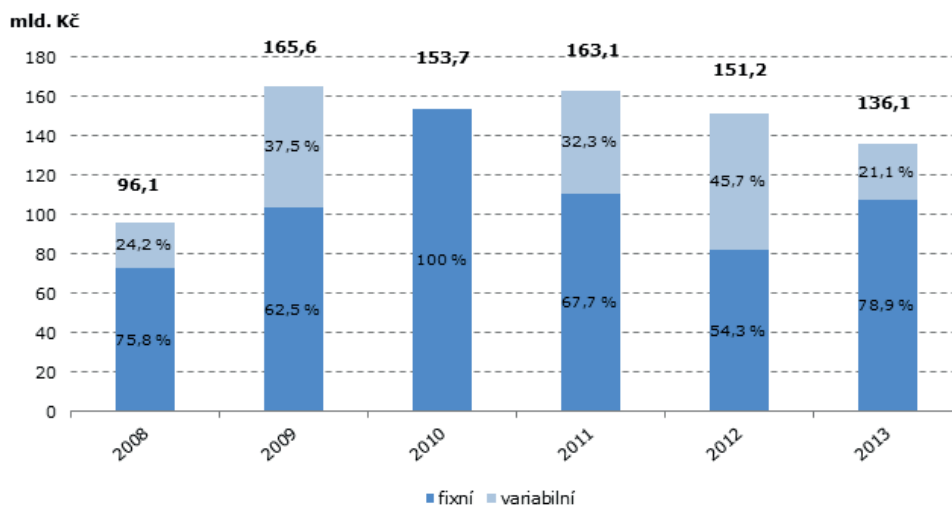
druhu financování v rámci revidovaného finančního programu pro rok 2013, což představuje 66,5 % maximální jmenovité hodnoty původně plánované hrubé emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím trhu.

Na domácím trhu střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů bylo v roce 2013 uskutečněno celkem 40 primárních aukcí. V jeden aukční den byly nabízeny vždy dva různé instrumenty. Prostřednictvím primárních aukcí byly prodány střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy

v celkové jmenovité hodnotě 136,1 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 2013 činí 79 % fixně úročených dluhopisů a 21 % variabilně úročených dluhopisů.

**Obrázek 32: Úroková struktura SDD prodaných v aukcích**

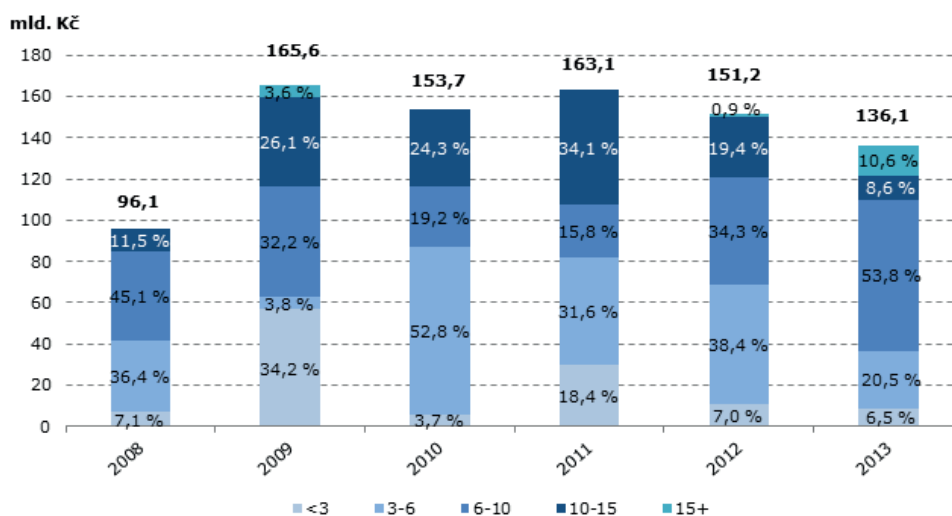


Zdroj: MF

V primárních aukcích SDD 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 tři nové benchmarkové emise fixně úročených státních dluhopisů se splatnostmi v letech 2016, 2019 a 2028. Podíl celkové jmenovité hodnoty prodaných státních dluhopisů v segmentu zbytkové doby do splatnosti 6 až 10 let na celkové jmenovité hodnotě všech státních dluhopisů

prodaných v primárních aukcích činí 53,8 %, což je největší podíl ve sledovaných segmentech zbytkové doby do splatnosti. Oproti konci roku 2012 došlo k nárůstu tohoto podílu o 19,5 p.b., kdy tento podíl činil 34,3 %. Oproti konci roku 2012 došlo také k výraznému nárůstu podílu celkové jmenovité hodnoty prodaných státních dluhopisů v segmentu zbytkové doby do splatnosti nad 15 let na celkové jmenovité hodnotě všech státních dluhopisů vydaných v primárních aukcích o 9,8 p.b.

**Obrázek 33: Splatnostní struktura SDD prodaných v aukcích**

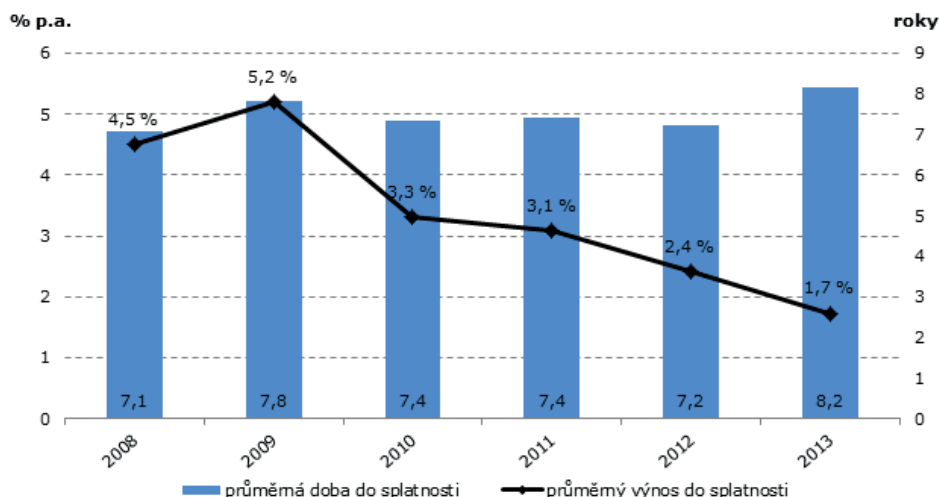


Zdroj: MF

Průměrný výnos fixně úročených SDD prodaných v primárních aukcích v roce 2013 činí 1,7 %, což představuje pokles oproti průměrnému výnosu dosaženému v primárních aukcích SDD v roce 2012

o 0,7 p.b. Pokračoval tak nadále klesající trend výnosů v primárních aukcích SDD. Průměrná doba do splatnosti SDD prodaných v primárních aukcích v roce 2013 naopak vzrostla o 1,0 roku oproti roku 2012 na 8,2 roku.

**Obrázek 34: Průměrný výnos a doba do splatnosti SDD v primárních aukcích**

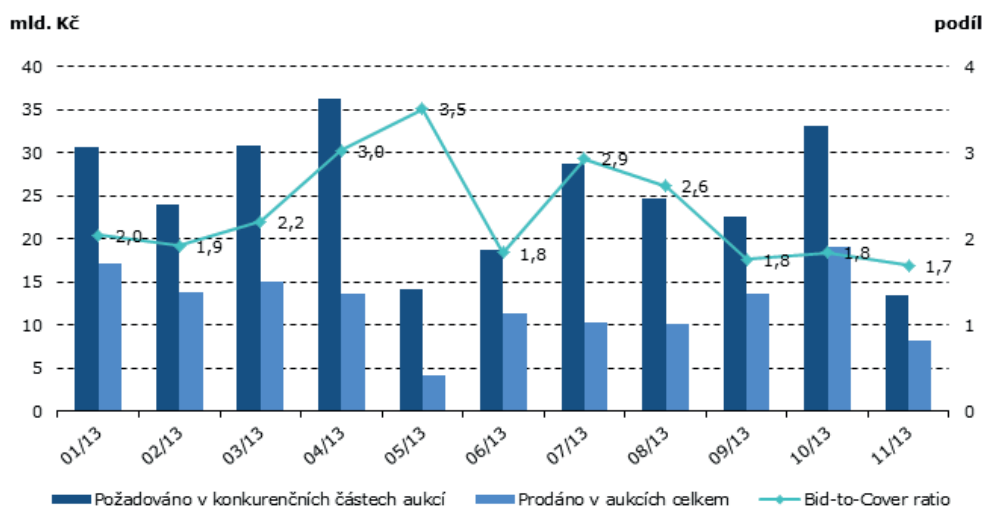


Poznámka: Průměrný výnos do splatnosti zahrnuje fixně úročené SDD.  
Zdroj: MF

I v roce 2013 pokračovala stabilní poptávka po korunových SDD, což dokresluje poměr celkové poptávky k uspokojené poptávce v konkurenční části aukce (tzv. „Bid-to-Cover Ratio“). Průměrné

„Bid-to-Cover Ratio“ na hodnotě 2,20 signalizuje velmi silnou poptávku v aukcích střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím trhu.

**Obrázek 35: Primární aukce SDD v roce 2013**



Zdroj: ČNB a MF

Prostřednictvím přímých prodejů střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na sekundárním trhu prostřednictvím elektronické platformy MTS Czech Republic byly prodány SDD v celkové jmenovité hodnotě 5,0 mld. Kč. V souladu s plánem ve Strategii 2013 nebyly provedeny žádné prodeje SDD do portfolia EIB. V roce 2013 byly uskutečněny prodeje dluhopisů v rámci investičních operací správy finančních aktiv na jaderném portfoliu v celkové jmenovité hodnotě 4,5 mld. Kč. Celková jmenovitá hodnota přímých prodejů SDD na sekundárním trhu tak v roce 2013 činí 9,5 mld. Kč. Ministerstvo v roce 2013 nerealizovalo s ohledem na vývoj podmínek financování na zahraničních trzích a přírůstku

disponibilní likvidity státu žádné operace v oblasti zahraniční emisní činnosti.

V roce 2013 primární dealeri českých státních dluhopisů pokračovali ve využívání zápůjční facility pro poskytování půjček SDD, která má za cíl zvýšit likviditu státních dluhopisů na sekundárním trhu. V roce 2013 byly z vlastního portfolia Ministerstva a investičního jaderného portfolia prostřednictvím zápůjční facility poskytnuty půjčky SDD v celkové nominální hodnotě 23,1 mld. Kč oproti přijatým peněžním prostředkům ve výši 27,5 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.

Prostřednictvím hrubé emise spořicích státních dluhopisů v celkové jmenovité hodnotě 39,1 mld. Kč (včetně 0,3 mld. Kč tranší emisí spořicích státních dluhopisů vydaných formou reinvestice výnosu) bylo financováno 12,6 % skutečné hrubé výpůjční potřeby centrální vlády pro rok 2013 a 9,3 % maximální původně plánované hrubé výpůjční potřeby podle nové metodiky vykazování používané počínaje touto Strategií. Došlo tak k využití 97,7 % ročního maximálního emisního limitu tohoto druhu financování v rámci revidovaného i původního finančního programu pro rok 2013. V rámci vánoční série emisí 2013 Ministerstvo představilo nový distribuční kanál pro spořicí státní dluhopisy v podobě elektronického přístupu ke správě majetkového účtu vedeného v samostatné evidenci státních dluhopisů. Ministerstvo očekává, že uvedením do provozu tohoto nového nástroje umožňujícího pořízení a správu

spořicích státních dluhopisů přispěje k podpoře prodeje těchto dluhopisů, a zároveň přepokládá výrazné snížení provozních nákladů na jejich distribuci a obsluhu na straně státu při současném zvýšení komfortu držitelů těchto dluhopisů.

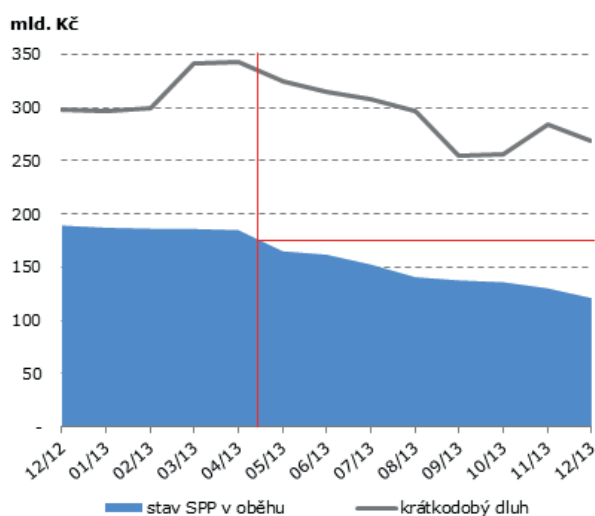
Emisní podmínky spořicích státních dluhopisů umožňují vlastníkům požádat o jejich splacení před stanoveným datem splatnosti. Samotný vývoj předčasného splacení v roce 2013 však ukazuje, že podíl předčasného splacení není nijak významný a vlastníci spořicích státních dluhopisů žádají o tuto službu pouze výjimečně. V roce 2013 bylo v rámci pěti období pro podávání žádostí o předčasné splacení požádáno o splacení dluhopisů v celkové jmenovité hodnotě 209,5 mil. Kč, což je 0,2 % z celkové jmenovité hodnoty SSD v oběhu ke konci roku 2013.

**Tabulka 12: Předčasné splacení spořicích státních dluhopisů**

	2011	2012	2013P
<b>SSD v oběhu (mld. Kč)</b>	20,4	56,2	87,6
<b>Jmenovitá hodnota předčasného splacení (mil. Kč)</b>	-	85,6	209,5
<b>Předčasné splacení (% SSD v oběhu)</b>	0,0%	0,2%	0,2%

Zdroj: MF

**Obrázek 36: Státní pokladniční poukázky v oběhu v roce 2013**



Zdroj: MF

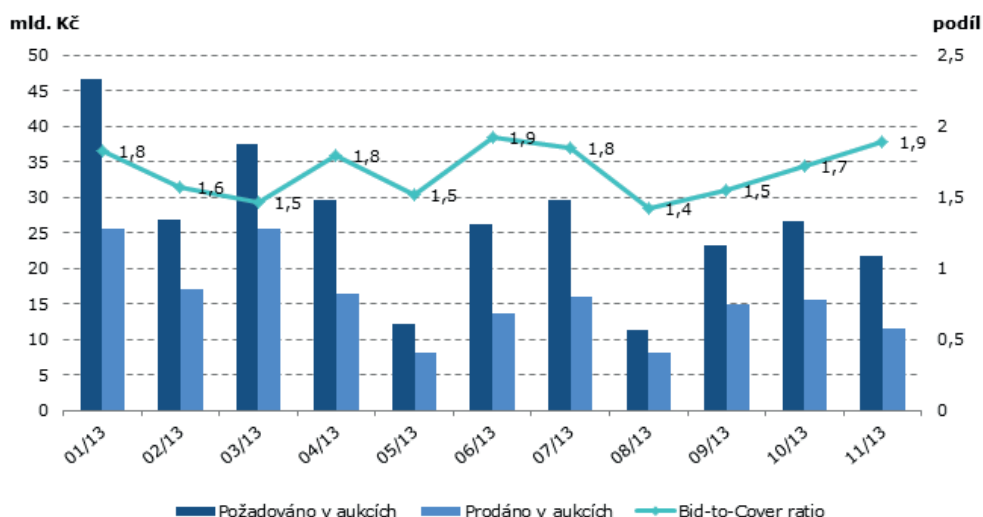
V roce 2013 byla celková jmenovitá hodnota hrubé emise státních pokladničních poukázek snížena z původně maximálně plánované celkové jmenovité hodnoty 199,1 mld. Kč o 78,2 mld. Kč ke konci roku 2013. Ministerstvo k tomuto kroku přistoupilo v návaznosti na novelu rozpočtových pravidel, která nabyla účinnosti 1. ledna 2013 a v jejímž důsledku došlo ke zvýšení likvidity státní pokladny. Celková jmenovitá hodnota hrubé emise státních pokladničních poukázek bez revolvingu v roce 2013 činí 120,9 mld. Kč (s revolvingem 172,2 mld. Kč).

Průměrný aukční výnos státních pokladničních poukázek v roce 2013 činil 0,13 %.

Jelikož do konce roku 2012 neexistovala jistota o schválení novely, nebylo možné její odhadované dopady promítnout do programu financování na rok 2013, a proto byla pro rok 2013 původně předpokládána nulová čistá emise instrumentů peněžního trhu. Vzhledem k rozšíření počtu subjektů, jejichž účty spadají pod souhrnné účty státní pokladny, získalo Ministerstvo dodatečné zdroje likvidity, a tedy přistoupilo k postupnému snižování rezervy peněžních prostředků a k významné revizi emisního plánu státních pokladničních poukázek. I v roce 2013 lze pozorovat poměrně stabilní poptávku po těchto instrumentech ze strany primárních dealerů českých státních dluhopisů, když průměrný podíl požadované a prodané jmenovité hodnoty SPP v aukcích v roce 2013 činil 1,7.

Z úvěrů od Evropské investiční banky byly v roce 2013 přijaty prostředky v celkové výši 4,3 mld. Kč. Navýšení oproti revidovanému plánu je zapříčiněno povoleným překročením výdajů v kapitole Ministerstva zemědělství. Čerpáním úvěrů EIB bylo financováno 3,5 % maximální revidované hrubé výpůjční potřeby centrální vlády pro rok 2013 a 1,9 % maximální původně plánované hrubé výpůjční potřeby v metodice vykazování platné do roku 2013. V metodice zavedené počínaje touto Strategií bylo tímto způsobem financováno 1,4 % skutečné hrubé výpůjční potřeby za rok 2013, respektive 1,0 % její původně plánované výše.

**Obrázek 37: Aukce státních pokladničních poukázek v roce 2013**



Zdroj: ČNB a MF

## Program financování a emisní činnost v roce 2014

Program financování na rok 2014 vychází z plánované hrubé výpůjční potřeby centrální vlády ve výši **350,1 až 400,1 mld. Kč**, přičemž její konečná výše bude záviset zejména na rozhodnutí o míře zapojení zbytkové rezervy peněžních prostředků jako zdroje krytí potřeby financování centrální vlády. Toto rozhodnutí bude záviset na

chování klientů nového systému státní pokladny v průběhu roku 2014 a také na konečném výsledku hospodaření státního rozpočtu v roce 2013. Jakýkoli případný nižší než rozpočtovaný deficit se promítne do vyšší disponibilní rezervy peněžních prostředků ke konci roku 2013, která bude moci být využita při financování v roce 2014.

**Tabulka 13: Program financování v roce 2014 (mld. Kč)**

	Základní scénář	Alternativní snížení rezervy do 50 mld. Kč
<b>Hrubá výpůjční potřeba</b>	<b>400,1</b>	<b>350,1</b>
Hrubá výpůjční potřeba (původní metodika používaná do roku 2013)	279,2	229,2
<b>Hrubá emise státních dluhopisů</b>	<b>269,2 až 300,1</b>	<b>219,2 až 250,1</b>
Hrubá emise SDD na domácím trhu <sup>1</sup>	119,2 až 280,1	119,2 až 230,1
Hrubá emise SDD na zahraničních trzích	0,0 až 100,0	0,0 až 80,0
Hrubá emise retailových dluhopisů	20,0 až 50,0	20,0 až 50,0
<b>Úvěry od mezinárodních finančních institucí</b>	<b>0,0 až 10,0</b>	<b>0,0 až 10,0</b>
Úvěry přijaté od Evropské investiční banky	0,0 až 10,0	0,0 až 10,0
Ostatní mezinárodní finanční instituce	0,0	0,0
<b>Hrubá emise instrumentů peněžního trhu<sup>2</sup></b>	<b>100,0 až 120,9</b>	<b>100,0 až 120,9</b>
Hrubá emise státních pokladničních poukázek	100,0 až 120,9	100,0 až 120,9
Ostatní peněžní instrumenty	0,0	0,0
Přijatý kolaterál v peněžních prostředcích	0,0	0,0
Splátky peněžních instrumentů bez revolvingu	120,9	120,9
<b>Čistá emise instrumentů peněžního trhu</b>	<b>-20,9 až 0,0</b>	<b>-20,9 až 0,0</b>

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

<sup>2</sup> Bez revolvingových operací v rámci daného roku.

Zdroj: MF



Také v roce 2014 bude financování hrubé výpůjční potřeby realizováno prostřednictvím veškerých dostupných instrumentů se zaměřením na maximální uspokojení poptávky na domácím dluhopisovém trhu a na pokračování rozvoje retailového dluhopisového programu.

### Hrubá emise korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů nepřekročí 281 mld. Kč.

Maximální jmenovitá hodnota emisí SDD vychází z teoretické varianty, ve které by nebyla realizována žádná zahraniční emise státních dluhopisů, byl výrazně redukován retailový dluhopisový program a byly sníženy státní pokladniční poukázky v oběhu při současném nulovém zapojení rezervy peněžních prostředků jako zdroje krytí potřeby financování.

Časové rozložení aukcí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím trhu se bude řídit indikativním plánem aukcí v takových splatnostních segmentech, aby bylo dodrženo cílové pásmo průměrné vážené doby do splatnosti dluhového portfolia 5,0 až 6,0 roku. Ministerstvo

může rovněž zvažovat zařazení instrumentů s dobou splatnosti vyšší než 15 let, pokud po takovýchto instrumentech bude na trhu poptávka.

I v roce 2014 budou emisní kalendáře střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů a konkrétní dluhopisy nabízené do jednotlivých aukcí zveřejňovány měsíčně vždy druhé nebo třetí pracovní pondělí měsíce předcházejícímu příslušnému měsíci, pokud Ministerstvo v odůvodněném případě nerozhodne a neoznámí jinak. Stejně tak nabízená celková jmenovitá hodnota se bude zveřejňovat pouze pro konkurenční část aukce v předem stanoveném rozpětí. Ministerstvo si však vyhrazuje právo konkrétní celkovou jmenovitou hodnotu nabízenou do konkurenční části aukce, resp. stanovené rozpětí dané aukce, změnit podle aktuální potřeby a situace na trhu. Druhé nebo třetí pracovní pondělí měsíce předcházejícímu počátku daného čtvrtletí bude Ministerstvo v emisním kalendáři střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů současně zveřejňovat i maximální očekávanou celkovou jmenovitou hodnotu prodaných státních dluhopisů v konkurenčních částech aukcí na nadcházející čtvrtletí.

**Tabulka 14: Indikativní plán aukcí SDD v roce 2014**

2014	Datum aukce	Datum emise	2014	Datum aukce	Datum emise
1. čtvrtletí	15.1.2014	20.1.2014	3. čtvrtletí	9.7.2014	14.7.2014
	22.1.2014	27.1.2014		23.7.2014	28.7.2014
	29.1.2014	3.2.2014		6.8.2014	11.8.2014
	12.2.2014	17.2.2014		13.8.2014	18.8.2014
	19.2.2014	24.2.2014		20.8.2014	25.8.2014
	26.2.2014	3.3.2014		3.9.2014	8.9.2014
	12.3.2014	17.3.2014		10.9.2014	15.9.2014
	26.3.2014	31.3.2014		17.9.2014	22.9.2014
2. čtvrtletí	2.4.2014	7.4.2014	24.9.2014	29.9.2014	
	9.4.2014	14.4.2014	4. čtvrtletí	1.10.2014	6.10.2014
	16.4.2014	22.4.2014		8.10.2014	13.10.2014
	23.4.2014	28.4.2013		15.10.2014	20.10.2014
	14.5.2014	19.5.2014		22.10.2014	27.10.2014
	21.5.2014	26.5.2014		29.10.2014	3.11.2014
	28.5.2014	2.6.2014		12.11.2014	18.11.2014
	4.6.2014	9.6.2014		19.11.2014	24.11.2014
	11.6.2014	16.6.2014		26.11.2014	1.12.2014
	18.6.2014	23.6.2014		3.12.2014	8.12.2014
25.6.2014	30.6.2014	10.12.2014		15.12.2014	

Pozn.: Aktuální plán aukcí SDD bude upřesněn vždy druhé nebo třetí pracovní pondělí měsíce předcházejícímu příslušnému měsíci.  
Zdroj: MF

### Ministerstvo bude nabízet více státních dluhopisů v jeden aukční den.

V rámci zvýšení flexibility financování státu a v důsledku pozitivní odezvy ze strany investorů se ustálila počínaje rokem 2012 aukční praxe nabízet k prodeji nejméně dva státní dluhopisy s různou

charakteristikou (např. fixní a variabilně úročený či střednědobý a dlouhodobý státní dluhopis) v jeden aukční den. Tento způsob aukční strategie umožňuje investorům výběr z nabízených instrumentů a možnost pružné reakce na měnící se tržní prostředí. Ministerstvo bude i v roce 2014 pokračovat ve způsobu zveřejňování nabízené celkové jmenovité hodnoty

do konkurenčních částí aukcí v předem stanoveném rozpětí a bude dodržovat i transparentní způsob informování primárních dealerů prostřednictvím emisních kalendářů na měsíční bázi. Do budoucna si však ponechává možnost odchýlit se od nabízené celkové jmenovité hodnoty, popřípadě zcela změnit instrument nabízený k prodeji, zejména v případě nestandardních podmínek na finančních trzích či za jiných mimořádných okolností. Ministerstvo také v případě dosažení dohody s primárními dealery

zváží možnost nabízet v jeden aukční den až tři střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy s cílem zejména podpořit pravidelnou nabídku dluhopisů s delší zbytkovou dobou do splatnosti, u kterých je vždy poptávka zatížena nejvyšší nejistotou. Tato inovace v aukční strategii by umožnila nastavit stabilní nabídku těchto státních dluhopisů v menších jmenovitých hodnotách bez negativního dopadu na kvantitativní plnění programu financování v průběhu roku.

**Tabulka 15: Rámcový emisní plán SDD na rok 2014 (mln. Kč)**

	Stav k 31.12.2013 <sup>1</sup>	Emisní limit <sup>2</sup>	Rámcový rozsah prodeje
<b>Aukce nových emisí na domácím trhu</b>			<b>60 až 130</b>
XX. emise, ČR, x,xx %, 18	0	50	20 až 30
XX. emise, ČR, VAR %, 20	0	50	10 až 30
XX. emise, ČR, x,xx %, 25 nebo 26	0	100	20 až 40
XX. emise, ČR, VAR %, 26 nebo 27	0	100	10 až 30
XX. emise, ČR, CPI %, 24 až 36	0	50	0 až 10
<b>Aukce znovuotevřených emisí na domácím trhu</b>			<b>50 až 130</b>
77. emise, ČR, 0,50 %, 16	20	80	2 až 10
76. emise, ČR, 1,50 %, 19	48	140	15 až 25
61. emise, ČR, 3,85 %, 21	66	120	10 až 20
52. emise, ČR, 4,70 %, 22	64	95	10 až 20
63. emise, ČR, VAR %, 23	77	100	0 až 15
78. emise, ČR, 2,50 %, 28	19	160	10 až 30
49. emise, ČR, 4,20 %, 36	26	80	2 až 10
<b>Přímé prodeje a výměny na domácím trhu</b>			<b>0 až 35</b>
77. emise, ČR, 0,50 %, 16	20	80	0 až 20 <sup>3</sup>
55. emise, ČR, VAR %, 16	79	80	0 až 1
67. emise, ČR, VAR %, 17	48	50	0 až 2
46. emise, ČR, 3,75 %, 20	72	75	0 až 2
63. emise, ČR, VAR %, 23	77	100	0 až 10
49. emise, ČR, 4,20 %, 36	26	80	0 až 10
53. emise, ČR, 4,85 %, 57	11	95	0 až 7
<b>Domácí retailový dluhopisový program</b>			<b>20 až 50</b>
Spořicí státní dluhopisy	-	-	10 až 50
Ostatní neobchodovatelné státní dluhopisy	-	-	0 až 10
<b>Emise na zahraničních trzích</b>			<b>0 až 100</b>
Veřejné syndikované emise 5 až 30 let	-	-	0 až 80
Privátní umístění 5 až 100 let	-	-	0 až 30

<sup>1</sup> Bez SDD držených v portfoliu Ministerstva

<sup>2</sup> V případě schválení novely zákona o dluhopisech a nabytí její účinnosti v roce 2014 před datem emise příslušné emise dluhopisů nebude již nutné v emisních podmínkách státních dluhopisů stanovovat předpokládanou celkovou jmenovitou hodnotu emise dluhopisů.

<sup>3</sup> Zahnuje eventuální výměnné operace SDD.

Zdroj: MF

### **Ministerstvo bude nabízet k prodeji na domácím trhu fixně i variabilně úročené dluhopisy a zváží emisi inflačně indexovaného dluhopisu.**

Ministerstvo plánuje v roce 2014 vydání dvou nových benchmarkových emisí fixně úročeného státního dluhopisu se splatností v roce 2018 a státního

dluhopisu se splatností v roce 2025 nebo 2026. Dále plánuje vydání dvou nových emisí variabilně úročeného státního dluhopisu se splatností v roce 2020 a státního dluhopisu se splatností v roce 2026 nebo 2027. Ministerstvo bude v roce 2014 analyzovat možnost uvedení pilotní emise inflačně indexovaného státního dluhopisu určeného primárně pro finanční

instituce v souladu s tržními standardy na zahraničních rozvinutých trzích těchto typů instrumentů. V případě, že bude v roce 2014 potvrzena poptávka ve výši alespoň 10 mld. Kč po takovémto dluhopisu ze strany primárních dealerů, Ministerstvo by touto pilotní emisí navázalo na zařazení proti-inflačního spořicího státního dluhopisu do nabídky v rámci retailového dluhopisového programu počínaje jarními emisemi v roce 2012. Rok splatnosti tohoto dluhopisu bude stanoven především na základě poptávky ze strany investorů ve vzájemné součinnosti primárních dealerů s Ministerstvem.

U znovuotevřených benchmarkových emisí bude Ministerstvo v primárních aukcích SDD nabízet všechny tři emise fixně úročených státních dluhopisů vydaných v roce 2013. Z fixně úročených státních dluhopisů bude dále nabízen státní dluhopis ČR, 3,85 %, 21; státní dluhopis ČR, 4,70 %, 22; a státní dluhopis ČR, 4,20 %, 36. Z variabilně úročených státních dluhopisů bude z již vydaných dluhopisů nabídnut v omezeném rozsahu pouze doprodej státního dluhopisu ČR, VAR %, 23.

Emise střednědobých a dlouhodobých dluhopisů na primárním trhu bude doplněna také prodejem dluhopisů z vlastního portfolia na sekundárním trhu. V rámci přímých prodejů státních dluhopisů na sekundárním trhu bude Ministerstvo nabízet zejména dluhopisy s delší dobou splatnosti, tj. státní dluhopis ČR, VAR %, 23; státní dluhopis ČR, 4,20 %, 36; a státní dluhopis ČR, 4,85 %, 57. Zbytkový drobný doprodej lze očekávat také u státního dluhopisu ČR, VAR, 16; státního dluhopisu ČR, VAR, 17 a státního dluhopisu ČR, 3,75 %, 20. Dluhopisy držené ve vlastním portfoliu i v investičním jaderném portfoliu budou i nadále používány rovněž jako kolaterál při provádění zápůjčních facilit SDD.

Ministerstvo může nabídku dluhopisů v průběhu roku 2014 přizpůsobovat v závislosti na vývoji na domácím a zahraničních finančních trzích. Z důvodu aktivního využívání zápůjčních facilit SDD ze strany primárních dealerů českých státních dluhopisů v průběhu celého roku 2013 Ministerstvo navýšilo stav SDD držených ve vlastním portfoliu oproti konci roku 2012 o 7,2 mld. Kč.

**Tabulka 16: Očekávaný stav SDD nabytých Ministerstvem k 31. 12. 2013 (mld. Kč)**

Emise	ISIN	Vlastní portfolio <sup>1</sup>	Investiční portfolia
62. emise, ČR, 2,75 %, 14	CZ0001002869	4,0 <sup>2</sup>	3,1
44. emise, ČR, 3,80 %, 15	CZ0001001143	3,5 <sup>2</sup>	4,9
60. emise, ČR, 3,40 %, 15	CZ0001002737	0,0	2,4
55. emise, ČR, VAR %, 16	CZ0001002331	1,0	0,0
77. emise, ČR, 0,50 %, 16	CZ0001003842	2,0	0,0
51. emise, ČR, 4,00 %, 17	CZ0001001903	1,0	3,6
67. emise, ČR, VAR %, 17	CZ0001003438	2,4	0,0
41. emise, ČR, 4,60 %, 18	CZ0001000822	1,0	0,0
56. emise, ČR, 5,00 %, 19	CZ0001002471	0,0	2,0
76. emise, ČR, 1,50 %, 19	CZ0001003834	3,0	0,0
46. emise, ČR, 3,75 %, 20	CZ0001001317	3,2	0,0
61. emise, ČR, 3,85 %, 21	CZ0001002851	1,0	0,0
52. emise, ČR, 4,70 %, 22	CZ0001001945	2,0	0,0
63. emise, ČR, VAR %, 23	CZ0001003123	4,0	0,9
58. emise, ČR, 5,70 %, 24	CZ0001002547	1,0	1,4
78. emise, ČR, 2,50 %, 28	CZ0001003859	3,0	0,0
49. emise, ČR, 4,20 %, 36	CZ0001001796	3,0	0,0
53. emise, ČR, 4,85 %, 57	CZ0001002059	7,0	0,0
<b>Celkem</b>		<b>41,9</b>	<b>18,3</b>

<sup>1</sup> SDD držené v portfoliu bez SDD v aktivních reverzních repo operacích a zápůjčních facilitách.

<sup>2</sup> SDD odkoupené do vlastního portfolia v rámci zpětných odkupů, které již nejsou určeny k prodeji.

Zdroj: MF

### Program zpětných odkupů a výměn SDD je stanoven ve výši 10 až 30 mld. Kč.

Ministerstvo předpokládá, že v roce 2014 nově doplní provádění standardních zpětných odkupů nabídkou výměnného programu, který nebyl doposud primárním dealerům k dispozici v rámci instrumentů aktivního řízení státního dluhu.

Tento program by umožnil například stahování nelikvidního státního dluhopisu ČR, 6,95 %, 16; výměnou za likvidnější benchmarkový státní dluhopis ČR, 0,50, 16, jehož další vydávání v primárních aukcích nad stanovený rámec by již jinak bylo v rozporu se stanovenými limity řízení refinančního rizika. V případě, že budou mít investoři o tyto výměny zájem, lze navyšovat automaticky

celkovou jmenovitou hodnotu této emise zrcadlově ke stahovanému státnímu dluhopisu.

Kromě výše popsané relativně duračně neutrální výměny SDD lze uvažovat také o dalších transakcích podobného charakteru v případě, že přispějí k plnění cílů v oblasti řízení finančních rizik státního dluhu a k podpoře likvidity sekundárního trhu státních dluhopisů. Konečná výše realizovaných výměn bude záviset na skutečném vývoji hrubé výpůjční potřeby, realizaci zpětných odkupů a poptávce primárních dealerů a investorů.

### Podíl financování na zahraničním trhu bude činit maximálně 25 % plánované roční hrubé výpůjční potřeby.

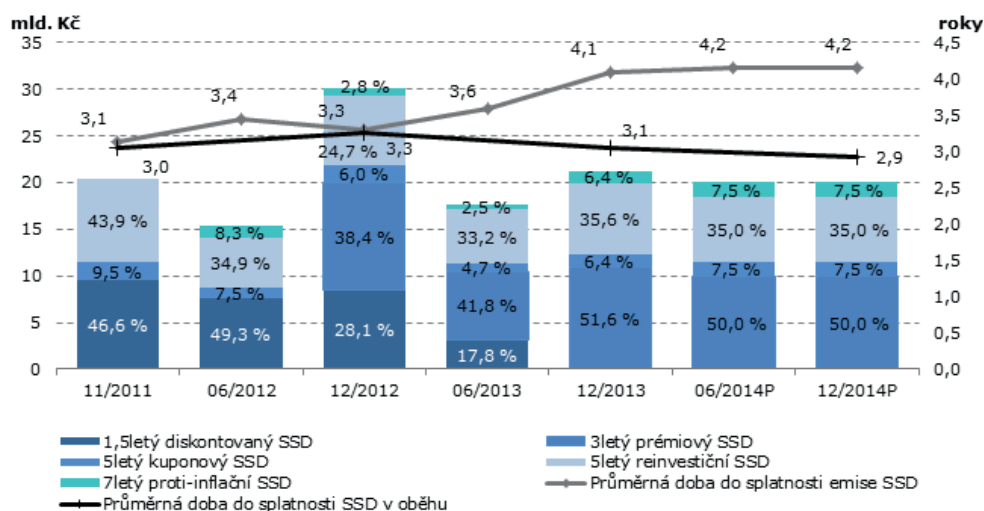
Financování hrubé výpůjční potřeby centrální vlády může být zajištěno také pomocí emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na zahraničních trzích, kdy Ministerstvo bude nadále vyhodnocovat aktuální vývoj podmínek. Záměrem Ministerstva je v roce 2014 vydat novou veřejnou syndikovanou emisi na zahraničním trhu pokud to podmínky na trhu umožní. Ministerstvo může rovněž vyhodnocovat možnosti financování pomocí privátního umístění v cizích měnách, pokud by takové emise přinesly státu úsporu úrokových nákladů a/nebo přispěly ke stabilizaci rizik dluhového portfolia, například dosažením delší průměrné doby do splatnosti státního dluhu nebo prokazatelným rozšířením okruhu investorů do českého státního dluhu. Podmínky případných emisí státních dluhopisů na zahraničních trzích budou záviset zejména na vývoji podmínek na finančních trzích v roce 2014.

### Retailový dluhopisový program v roce 2014 je stanoven v celkové výši 20 až 50 mld. Kč.

Ministerstvo plánuje v roce 2014 v rámci retailového dluhopisového programu navázat na velmi úspěšné série emisí spořicíh státních dluhopisů z předchozích let. Vzhledem k velmi silné poptávce budou opět nabídnuty v roce 2014 jedna až dvě velké série emisí těchto státních dluhopisů prostřednictvím smluvních distributorů. Zároveň bude Ministerstvo usilovat o další rozvoj a propagaci přímého elektronického distribučního kanálu mezi vlastníky spořicíh státních dluhopisů, který umožní nabízet tyto dluhopisy mnohem pružněji bez zprostředkovatelů a také častěji v průběhu kalendářního roku než doposud. V letech 2014 a 2015 bude probíhat pilotní provoz elektronického přístupu ke správě majetkového účtu, který byl již úspěšně otestován v listopadu letošního roku a zaměří se nejprve na zlepšování služeb pro stávající vlastníky spořicíh státních dluhopisů. Plánovaná celková jmenovitá hodnota emisí dluhopisů v rámci retailového programu činí 20,0 až 50,0 mld. Kč v souhrnu za celý rok 2014. Vedle spořicíh státních dluhopisů může Ministerstvo v rámci retailového dluhopisového programu nabídnout také další neobchodovatelné emise státních dluhopisů, například za účelem vypořádání části ročních splátek finanční náhrady v rámci majetkového vyrovnání státu s církvemi, tzv. církevní státní dluhopisy, případně jiné zvláštní účelové emise státních dluhopisů. Ministerstvo nepředpokládá, že by celková jmenovitá hodnota těchto zvláštních emisí, pokud budou realizovány, přesáhla v roce 2014 výši 10 mld. Kč.

V souvislosti s řízením refinančního rizika bude Ministerstvo pokračovat ve vydávání spořicíh státních dluhopisů s delší dobou do splatnosti. Tímto krokem Ministerstvo očekává zvýšení průměrné doby do splatnosti emise SSD k datu emise v roce 2014 na 4,2 roku.

**Obrázek 38: Struktura emisí a průměrná doba do splatnosti emisí a portfolia SSD**



Poznámka: Jmenovité hodnoty SSD jsou včetně reinvestice výnosu. V roce 2011 byl vydán 1letý diskontovaný SSD. Průměrná doba do splatnosti emise je k datu emise, průměrná doba do splatnosti portfolia SSD je ke konci daného roku. Zdroj: MF

## Stav státních pokladničních poukázek v oběhu bude udržován minimálně do výše 100 mld. Kč.

Na rok 2014 plánuje Ministerstvo zachování celkové jmenovité hodnoty státních pokladničních poukázek v oběhu, tj. předpokládá se nulová čistá emise peněžních instrumentů. V případě rozhodnutí

o zapojení části rezervy peněžních prostředků do financování v roce 2014 může být rozhodnuto o snížení hrubé emise státních pokladničních poukázek s tím, že celkové jmenovitá hodnota v oběhu nepoklesne pod 100 mld. Kč, tj. pod 5 až 6 % hrubého státního dluhu.

**Tabulka 17: Indikativní plán aukcí státních pokladničních poukázek v roce 2014**

2014	Datum aukce	Datum emise	2014	Datum aukce	Datum emise
<b>1. čtvrtletí</b>	16. 1. 2014	17. 1. 2014	<b>3. čtvrtletí</b>	10. 7. 2014	11. 7. 2014
	30. 1. 2014	31. 1. 2014		24. 7. 2014	25. 7. 2014
	13. 2. 2014	14. 2. 2014		7. 8. 2014	8. 8. 2014
	27. 2. 2014	28. 2. 2014		21. 8. 2014	22. 8. 2014
	13. 3. 2014	14. 3. 2014		4. 9. 2014	5. 9. 2014
	20. 3. 2014	21. 3. 2014		18. 9. 2014	19. 9. 2014
<b>2. čtvrtletí</b>	3. 4. 2014	4. 4. 2014	<b>4. čtvrtletí</b>	2. 10. 2014	3. 10. 2014
	17. 4. 2014	18. 4. 2014		16. 10. 2014	17. 10. 2014
	24. 4. 2014	25. 4. 2014		30. 10. 2014	31. 10. 2014
	15. 5. 2014	16. 5. 2014		13. 11. 2014	14. 11. 2014
	22. 5. 2014	23. 5. 2014			
	19. 6. 2014	20. 6. 2014			
26. 6. 2014	27. 6. 2014				

Zdroj: MF

V souladu s těmito předpoklady je nastaven i indikativní plán aukcí s tím, že budou zachovány standardizované splatnosti 3, 6, 9 a 12 měsíců.

Celková jmenovitá hodnota SPP v jednotlivých aukcích se bude pohybovat v obdobném rozmezí jako v roce 2013 tak, aby existoval prostor pro

zařazení dodatečných aukcí do emisního plánu v případě zvýšených požadavků na financování prostřednictvím instrumentů peněžního trhu. V případě nepříznivého tržního vývoje nebo neočekávaných výkyvů v rámci salda státní pokladny může Ministerstvo zavést i splatnost 1 měsíc.

**Tabulka 18: Plán emisí státních pokladničních poukázek v roce 2014 (mld. Kč)**

Emise	3měsíční	6měsíční	9měsíční	12měsíční	Celkem
<b>Splatnost v 2014</b>	0	9	16	0	25
<b>Splatnost v 2015</b>	0	8	47	66	121
<b>Hrubé emise v roce 2014</b>	0	17	63	66	146
<b>Splátky emisí z roku 2013</b>	0	20,6	34,6	65,7	120,9
<b>Čisté emise v roce 2014</b>	0	-12,6	12,4	0,3	0,1 <sup>1</sup>

<sup>1</sup> Plánovaný cíl čisté emise SPP v roce 2014

Zdroj: MF

**Tabulka 19: Alternativní plán emisí státních pokladničních poukázek v roce 2014 (mld. Kč)**

Emise	3měsíční	6měsíční	9měsíční	12měsíční	Celkem
<b>Splatnost v 2014</b>	0	7	15	0	22
<b>Splatnost v 2015</b>	0	6	38	56	100
<b>Hrubé emise v roce 2014</b>	0	13	53	56	122
<b>Splátky emisí z roku 2013</b>	0	20,6	34,6	65,7	120,9
<b>Čisté emise v roce 2014</b>	0	-14,6	3,4	-9,7	-20,9

Zdroj: MF

Plánovaná celková jmenovitá hodnota čisté emise státních pokladničních poukázek by měla být v roce 2014 poměrně rovnoměrně rozložena do jednotlivých čtvrtletí.

**Obrázek 39: Emise a splátky SPP, včetně revolvingu**



Zdroj: MF

## 5 - Řízení likvidity státní pokladny

Státní pokladna se v průběhu roku vypořádává s významnými výkyvy v denních příjmech i výdajích. Aby mohla být zajištěna plynulost při financování běžného chodu státu včetně bezproblémového a hladkého fungování dluhové služby, byl na základě § 33 rozpočtových pravidel umožněn

vznik souhrnných účtů státní pokladny vedených ČNB, které představují základní technický nástroj efektivnějšího řízení likvidity státu a financování salda státního rozpočtu v průběhu kalendářního roku.

### Institucionální a právní rámec řízení likvidity státní pokladny

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

Dne 1. ledna 2013 vstoupila v platnost klíčová novela rozpočtových pravidel, jež přinesla podstatné rozšíření korunového souhrnného účtu státní pokladny a možnost vést souhrnné účty státní pokladny také v cizích měnách, přičemž v letošním roce byl technicky zřízen ČNB k datu 2. dubna 2013 účet v jednotné evropské měně. Na základě novely rozpočtových pravidel lze prakticky rozlišit dva typy klientů, jejichž účty spadají pod souhrnné účty státní pokladny, a to dle možností, kterými tito klienti disponují při správě svých peněžních prostředků a svých platebních účtů vedených ČNB.

Tzv. „povinní klienti“ nejsou oprávněni vést účty v obchodních bankách a veškeré své peněžní prostředky musejí mít převedeny na účtech vedených ČNB, což zcela znemožňuje vyvádění

těchto peněžních prostředků mimo státní pokladnu, a tedy vytváří poměrně stabilní část zdrojů centrální likvidity státu, které mohou být zapojeny do zajištění financování státu. Druhou skupinu klientů představují tzv. „nepovinní klienti“, kteří v ČNB zřizují povinně platební účty určené pouze pro příjem peněžních prostředků ze státního rozpočtu, státních fondů nebo Národního fondu, přičemž nejsou omezeni, co se týče převádění takto získaných peněžních prostředků z účtů podřízených souhrnným účtům státní pokladny do libovolné obchodní banky.

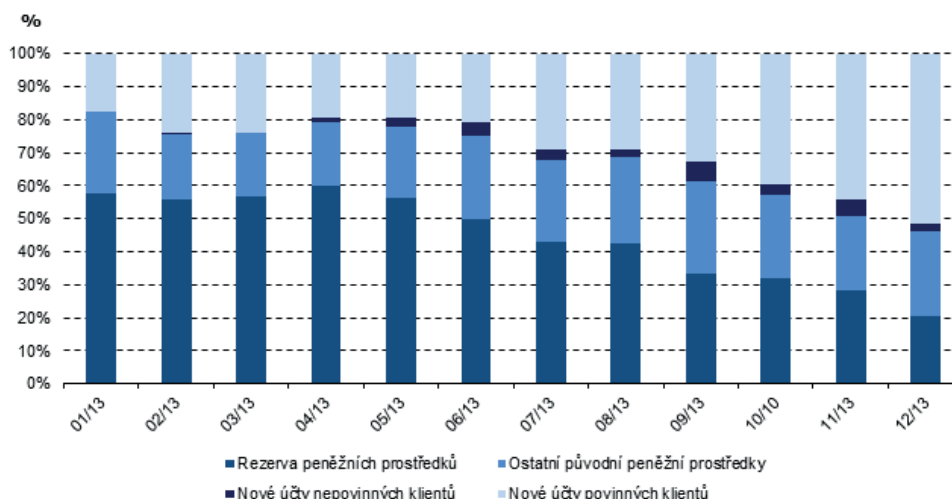
Souhrnné účty státní pokladny (dále také „SÚSP“) byly k datu 1. ledna 2013 rozšířeny o všechny peněžní prostředky na účtech povinných klientů, tj. státních fondů a Pozemkového fondu ČR, Národního fondu, státních příspěvkových organizací s přechodným pětiletým obdobím a cizích prostředků organizačních složek státu, a o peněžní prostředky na účtech nepovinných klientů určených pro příjem peněžních prostředků ze státního rozpočtu, státních fondů a Národního fondu u územně samosprávných celků a dobrovolných svazků obcí, regionálních rad regionů soudržnosti, veřejných výzkumných institucí, veřejných vysokých škol, Správy železniční dopravní cesty a dalších právnických osob vedených se souhlasem ministerstva.

### Rezerva peněžních prostředků v refinančním systému státní pokladny

Jelikož novela rozpočtových pravidel představovala zásadní inovaci v systému státní pokladny, nebylo možné vzhledem k jejímu schválení na konci roku 2012 uvést veškeré změny do praxe okamžitě po nabytí účinnosti novely, a proto byly zákonem stanoveny lhůty pro zřizování účtů klientů v ČNB, jakož i pro převádění zůstatků účtů povinných klientů z obchodních bank do centrální banky. Od druhého čtvrtletí 2013 je již patrný i podíl zůstatků na účtech nepovinných klientů státní pokladny, přičemž postupně během roku narůstal podíl zůstatků účtů nových povinných klientů, což souvisí rovněž se zařazením účtů Národního fondu vedených v jednotné evropské měně pod příslušný souhrnný účet státní pokladny, který byl technicky zřízen ČNB

a uveden do provozu 2. dubna 2013. Vzhledem k nárůstu podílu cizích zdrojů v rámci celkového salda státní pokladny docházelo k postupnému poklesu rezervy peněžních prostředků, v polovině roku pak Ministerstvo přistoupilo k revizi Strategie na rok 2013, na jejímž základě bylo rozhodnuto o snížení hrubé výpůjční potřeby pro rok 2013 a s tím souvisejícím snížením rezervy peněžních prostředků, a to zejména prostřednictvím záporné čisté emise instrumentů peněžního trhu. Rezerva peněžních prostředků ve srovnání s předchozími lety již nepředstavuje nejvýznamnější součást souhrnných účtů státní pokladny a její funkce byla pro účely řízení likvidity státní pokladny do jisté míry nahrazena cizími zdroji státní pokladny.

**Obrázek 40: Průměrné měsíční zůstatky na účtech klientů státní pokladny v roce 2013**



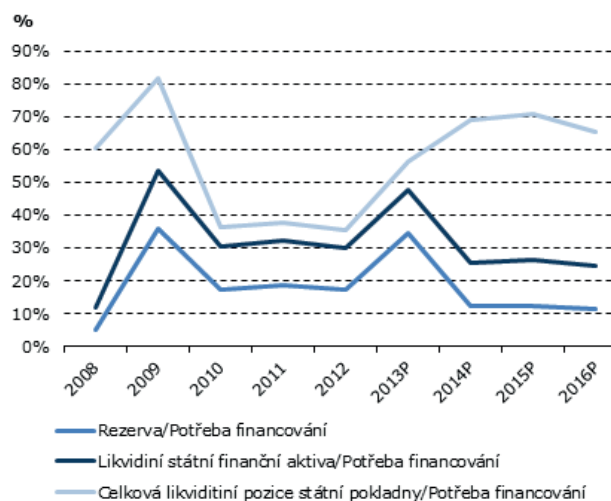
Zdroj: ČNB a MF

Ministerstvo kompenzovalo nárůst celkové disponibilní likvidity státní pokladny postupným snižováním rezervy peněžních prostředků. Saldo státní pokladny se ve druhém pololetí roku 2013 s několika výkyvy pohybovalo převážně v pásmu 230 až 270 mld. Kč. Ministerstvo dlouhodobě nepředpokládá úplné rozpuštění rezervy peněžních prostředků vzhledem k tomu, že zůstatky na účtech klientů státní pokladny nejsou naprosto stabilní po celý rok. Je nutné ponechat prostor pro aktivní ovlivňování salda státní pokladny prostřednictvím určitého podílu vlastních zdrojů Ministerstva, jejichž výše se váže k vývoji salda státního rozpočtu a k potřebě financování v průběhu roku. Ministerstvo průběžně vyhodnocuje strukturu státní pokladny a chování jednotlivých skupin klientů státní pokladny, nicméně jelikož k současnému datu nejsou k dispozici ani celoroční časové řady dokumentující vývoj zůstatků na účtech podřízených státní pokladně, nelze stanovovat plán podílu rezervy peněžních prostředků na celkovém saldu státní pokladny pro rok 2014. Výše rezervy peněžních prostředků se nadále bude řídit potřebou financování, přičemž s ohledem na příliv zcela nové likvidity do státní pokladny nemusí být do míry obvyklé z minulých let zohledněno likviditní riziko plynoucí z každodenních výkyvů celkového salda státní pokladny. Rezerva peněžních prostředků tak nemusí plnit natolik významnou roli likviditního polštáře k tlumení dopadů neočekávaného vývoje na finančních trzích a bude úžeji svázána se závazky splatnými v daném roce.

Ministerstvo sleduje podíl rezervy peněžních prostředků na celkových prostředcích, které musí vynaložit na pokrytí potřeby financování v následujícím roce. Hodnota tohoto podílu pro rok 2013 předpokládá dodržení rozpočtovaného salda státního rozpočtu ve výši -100 mld. Kč, přičemž činí 34,3 %. Nárůst podílu pro rok 2013 oproti předcházejícím letům je v souladu se zvýšením

rezervy peněžních prostředků v roce 2012. Původně plánovaná výše rezervy peněžních prostředků pro roky 2014 až 2015 byla přehodnocena po nabytí účinnosti novely rozpočtových pravidel, na jejímž základě přistoupilo Ministerstvo k revizi Strategie 2013. Ve střednědobém horizontu bude rezerva peněžních prostředků přizpůsobována tak, aby její výše na konci roku tvořila v průměru minimálně 10 % potřeby financování v roce následujícím. Poměr rezervy k potřebě financování mohl být tedy díky novým zdrojům disponibilní likvidity snížen, aniž by byla ovlivněna schopnost státu dostát veškerým svým závazkům splatným během roku. Snížení rezervy peněžních prostředků bylo realizováno v roce 2013 zejména snížením celkové jmenovité hodnoty instrumentů peněžního trhu v oběhu, přičemž Ministerstvo předpokládá pro následující roky nulovou změnu rezervy při dodržení letošního rozpočtovaného salda státního rozpočtu.

**Obrázek 41: Poměr zdrojů státní pokladny k potřebě financování**



Zdroj: MF



O výši refinančního rizika vypovídá podíl likvidních státních finančních aktiv na konci roku na potřebě financování pro následující rok, který převážně kopíruje průběh podílu rezervy na potřebě financování, přičemž ke stavu rezervy peněžních prostředků se přičítají stavy všech ostatních likvidních státních finančních aktiv, čímž dochází k navýšení podílu těchto zdrojů v průměru o 13 p.b. v průběhu let 2008 až 2016.

Celková likvidní pozice státní pokladny zahrnuje kromě všech likvidních státních finančních aktiv rovněž cizí zdroje státní pokladny. Podíl cizích zdrojů v rámci celkové likvidní pozice státní pokladny byl od roku 2010 poměrně stabilní. Novela rozpočtových pravidel, která vstoupila v platnost 1. ledna 2013, umožnila využít v rámci potřeby financování nové cizí zdroje disponibilní likvidity, což se projeví nárůstem poměru celkové

likvidní pozice státní pokladny na potřebě financování od roku 2014.

S přílivem dalších peněžních prostředků do státní pokladny došlo k posílení pozice státu na finančních trzích, čímž se otevírá další rozměr na cestě k modernizaci řízení vládních financí, dosahování rozpočtových úspor a snižování nákladů na obsluhu státního dluhu, a to zejména díky stabilním zůstatkům na účtech povinných klientů. Zařazením účtů nepovinných klientů pod souhrnné účty státní pokladny bylo dosaženo zejména zpomalení odlivu peněžních prostředků ze státní pokladny, což vedlo k vyhlazení některých významných výkyvů salda státní pokladny. Rovnoměrnější rozložení odlivu peněžních prostředků v čase, díky němuž došlo ke zmenšení odchylek v denních zůstatcích státní pokladny, přispívá ke zlepšení plynulosti peněžních toků v rámci řízení likvidity státní pokladny.

**Obrázek 42: Rezerva peněžních prostředků a ostatní likvidita v roce 2013**



Zdroj: ČNB a MF

V rámci řízení likvidity státní pokladny v jednotné evropské měně došlo zřízením příslušného souhrnného účtu k rozšíření investičních příležitostí Ministerstva, neboť tímto bylo umožněno do investování zahrnout rovněž prostředky Národního fondu, které momentálně tvoří největší část eurových zdrojů státní pokladny. Vzhledem k neznalosti peněžních toků bylo nutné během roku zachovávat obezřetný přístup, a proto k technickému rozvoji možností řízení eurové likvidity přistoupí Ministerstvo v plnohodnotném provozu až v roce 2014. Ke konci roku 2013 již bude připraveno zahájení aktivního využívání dostupných služeb zahraničních centrálních depozitářů, jejichž prostřednictvím bude možné diversifikovat investiční strategie disponibilní eurové likvidity ve státní pokladně a provádět i velice krátkodobé investování.

**Obrázek 43: Poměr rezervy peněžních prostředků k celkovým zdrojům státní pokladny v roce 2013**



Zdroj: MF

V průběhu prvního pololetí letošního roku tvořila rezerva peněžních prostředků s několika výkyvy přibližně 50 až 60 % z celkových zdrojů státní pokladny, přičemž denní průměr za toto období činil 54 %. V rámci revize Strategie z července letošního roku přistoupilo Ministerstvo v souvislosti s novelou rozpočtových pravidel k postupnému snižování rezervy peněžních prostředků. Podíl vlastních zdrojů na celkových zdrojích státní

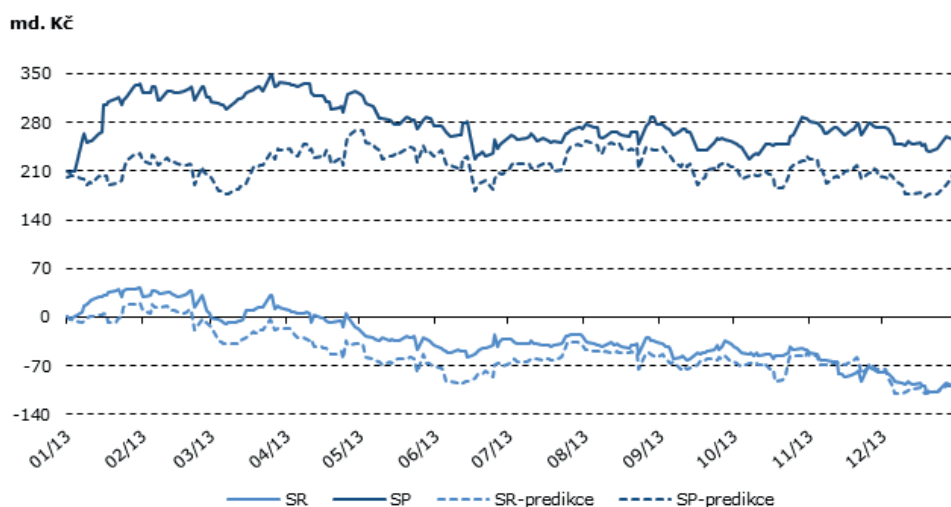
pokladny lze díky stabilním zůstatkům na účtech zejména povinných klientů státní pokladny snížit, aniž by došlo ke zvýšení likviditního rizika, což vede k úsporám nákladů spojených s financováním státního dluhu. Ve druhém pololetí podíl rezervy peněžních prostředků na celkových zdrojích státní pokladny klesá a pohybuje se převážně v pásmu 20 až 40 %, přičemž denní průměr činí 33 %. Celoroční průměr činí pak 44 %.

## Vývoj salda státní pokladny a státního rozpočtu v letech 2013 a 2014

V roce 2013 bylo možné pozorovat odchylky skutečného a predikovaného vývoje salda státní pokladny způsobené zejména dopady novely rozpočtových pravidel, díky níž byly pod souhrnné účty státní pokladny postupně zařazovány účty nových povinných i nepovinných klientů, což zvýšilo disponibilní likviditu státní pokladny nad predikovanou úroveň. K výrazné odchylce v průběhu prvních čtyř měsíců roku přispěl rovněž mnohem lepší vývoj salda státního rozpočtu.

Nesoulad skutečného vývoje s predikcí souvisí zejména s časovým posunem v rozložení některých výdajů a též s čerpáním evropských dotací z Národního fondu, což ovlivní zejména poslední měsíce letošního roku ve srovnání s predikcí, která vycházela z odhadů opírajících se o peněžní toky v předchozích letech. Vývoj salda státního rozpočtu a státní pokladny v průběhu prosince vychází z predikcí.

**Obrázek 44: Vývoj státní pokladny a salda státního rozpočtu v roce 2013**



Poznámka: Predikce zveřejněné ve Strategii 2012.  
Zdroj: ČNB a MF

V prosinci 2013 disponuje státní pokladna likviditou v domácí a v jednotné evropské měně v celkové korunové hodnotě ve výši 250,3 mld. Kč, což představuje navýšení o 41,0 mld. Kč oproti konci loňského roku. Likvidita státní pokladny bez zahrnutí rezervy peněžních prostředků, která již byla Ministerstvem aktivně snížena o 95,9 mld. Kč, resp. 97,9 mld. Kč, pokud uvažujeme čistou změnu rezervy peněžních prostředků bez vlivu přecenění cizoměnové části, v průběhu roku vzrostla o 136,9 mld. Kč, což představuje čistý příliv zcela nových likvidních prostředků, které jsou Ministerstvu k dispozici ke krytí neočekávané výpůjční potřeby v průběhu kalendářního roku.

Průměrný denní zůstatek na souhrnných účtech státní pokladny se do prosince 2013 zvýšil o 100,0 mld. Kč na 278,7 mld. Kč oproti stejnému období předchozího roku. Významné navýšení celkové dodatečné disponibilní likvidity státní pokladny v průběhu následujících let se v současné době nepředpokládá, ačkoli k určitým mírným posunům může docházet s tím, jak budou příslušné subjekty postupně převádět v zákonem stanovených lhůtách své prostředky na účty podřízené souhrnným účtům státní pokladny.

**Tabulka 20: Porovnání zůstatků účtů státní pokladny (mld. Kč)**

Státní pokladna		31. 12. 2011	31. 12. 2012	30. 6. 2013	31. 12. 2013
Původní účty	Rezerva peněžních prostředků	70,6	139,9	114,3	44,0
	Ostatní peněžní prostředky	31,4	69,4	69,0	70,2
Nové účty	Povinní klienti	-	-	53,4	129,6
	Nepovinní klienti	-	-	13,7	6,5
<b>Likvidita bez rezervy</b>		<b>31,4</b>	<b>69,4</b>	<b>136,1</b>	<b>206,3</b>
<b>Disponibilní likvidita celkem</b>		<b>102,0</b>	<b>209,3</b>	<b>250,4</b>	<b>250,3</b>

Zdroj: ČNB a MF

**Tabulka 21: Porovnání průměrného denního zůstatku účtů státní pokladny (mld. Kč)**

	31. 12. 2011	31. 12. 2012	30. 6. 2013	31. 12. 2013
<b>Průměrný denní zůstatek</b>	79,5	178,7	298,1	278,7
<b>z toho CZK</b>	59,5	156,2	242,5	215,4
<b>z toho EUR</b>	20,0	22,5	55,6	63,3

Zdroj: ČNB a MF

**Obrázek 45: Saldo státní pokladny a rezerva peněžních prostředků**

Zdroj: ČNB a MF

Ze srovnání letošního roku s rokem 2012 je patrné určité rozvolnění souvislosti vývoje salda státní pokladny s vývojem rezervy peněžních prostředků. Zapojování účtů nových klientů do státní pokladny se projevilo v jejím celkovém saldu hlavně z počátku roku 2013, kdy tento faktor převážil nad vývojem rezervy peněžních prostředků. Značnou roli během prvního čtvrtletí letošního roku rovněž hrál přebytek státního rozpočtu, který nespádá do rezervy peněžních prostředků, nicméně je zahrnut v celkovém saldu státní pokladny. Druhá polovina roku již nebyla do takové míry ovlivněna jednorázovými výkyvy na straně nových klientů státní pokladny, a proto se vývoj rezervy peněžních prostředků promítá do celkového salda státní pokladny výrazněji, ačkoli nepředstavuje většinovou součást státní pokladny a nárůst ostatní disponibilní likvidity státní pokladny je z rozdílu denních stavů rezervy peněžních prostředků a celkového salda státní pokladny jasně patrný.

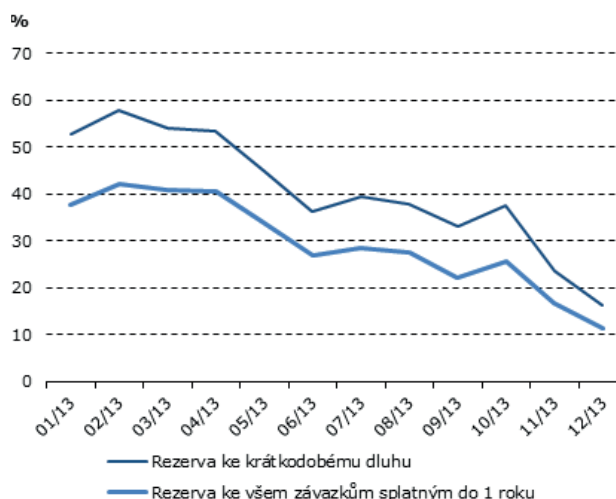
Zajištěnost proti likviditnímu riziku státní pokladny lze ilustrovat na poměru rezervy peněžních prostředků v jednotlivých měsících letošního roku a jejího poměru ke krátkodobému státnímu dluhu splatnému do 1 roku. Rezerva peněžních prostředků se v první polovině roku pohybuje převážně v pásmu 40 až 55 % krátkodobého státního dluhu, ve druhé polovině roku Ministerstvo přistoupilo k revizi Strategie 2013 a snižování rezervy peněžních prostředků v souvislosti se zvýšením disponibilní likvidity státní pokladny díky novele rozpočtových pravidel, a proto se poměr rezervy peněžních prostředků ke krátkodobému státnímu dluhu splatnému do 1 roku snížil do pásma 20 až 40 %. Oproti minulému roku tedy došlo ke snížení tohoto poměru, který v roce 2012 činil 33 až 55%. Ani při snížení rezervy peněžních prostředků nebyla narušena snaha o nízkou míru závislosti na aktuálním vývoji na finančních trzích v rámci snižování nákladů na řízení státního dluhu. Díky

zůstatkům na účtech nových klientů státní pokladny lze emisní činnost omezit či rozšířit dle aktuálního vývoje výnosů státních dluhopisů na primárním i sekundárním trhu, aniž by byla ohrožena schopnost státu dostát včas veškerým závazkům a s tím související důvěryhodnost na finančních trzích, a to i při snížení rezervy peněžních prostředků téměř o 100 mld. Kč.

Ve srovnání s předcházejícími roky docházelo v letošním roce k plynulému snižování rezervy peněžních prostředků, a to zhruba od dubna, kdy se projevil dopad novely rozpočtových pravidel a kdy již bylo zřejmé, jak velké navýšení disponibilní likvidity státní pokladny lze přibližně očekávat. Z tohoto důvodu v letošním roce dosáhla rezerva výše nutné k pokrytí všech závazků do konce roku až v říjnu. Ve srovnání s loňským rokem, kdy pokrytí všech závazků nastalo již v září, se projevilo snižování poměru vlastních zdrojů k celkovým zdrojům státní pokladny z titulu poklesu likviditního rizika díky přílivu zcela nových cizích zdrojů do státní pokladny, pročež bylo možné upustit od kumulace rezervy během roku, což bylo v roce 2012 nutnou praxí k zabezpečení flexibility při financování a oproštění se od naprosté závislosti na aktuálním vývoji na finančních trzích. Díky zůstatkům na účtech klientů, jejichž účty jsou podřízeny souhrnným účtům

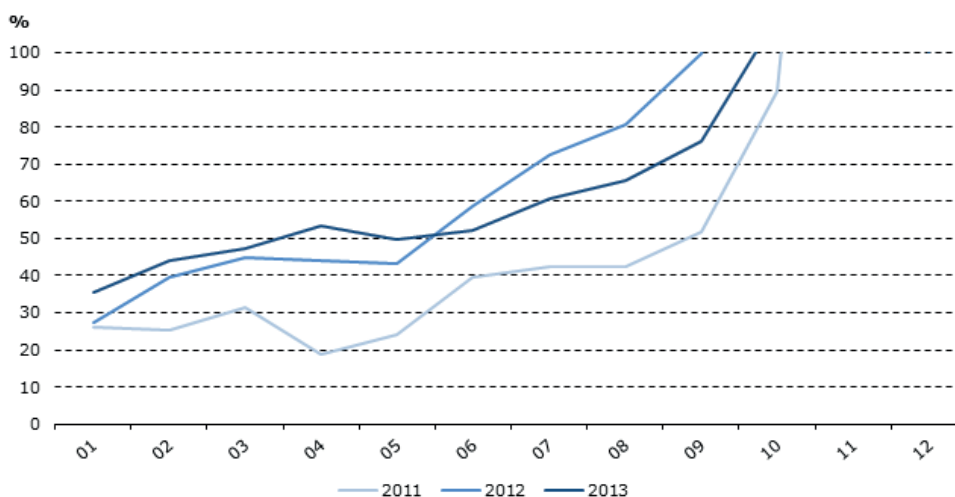
státní pokladny, je dokonce krátkodobě možné při použití těchto cizích zdrojů zajistit plynulé financování i bez rezervy peněžních prostředků, což vede k dalšímu zefektivnění financování státu a k možnosti operativního přizpůsobování emisní činnosti a dalších aktivit případným změnám na finančních trzích.

**Obrázek 46: Poměr rezervy peněžních prostředků k závazkům splatným do jednoho roku**



Zdroj: MF

**Obrázek 47: Poměr rezervy peněžních prostředků k závazkům splatným do konce roku**

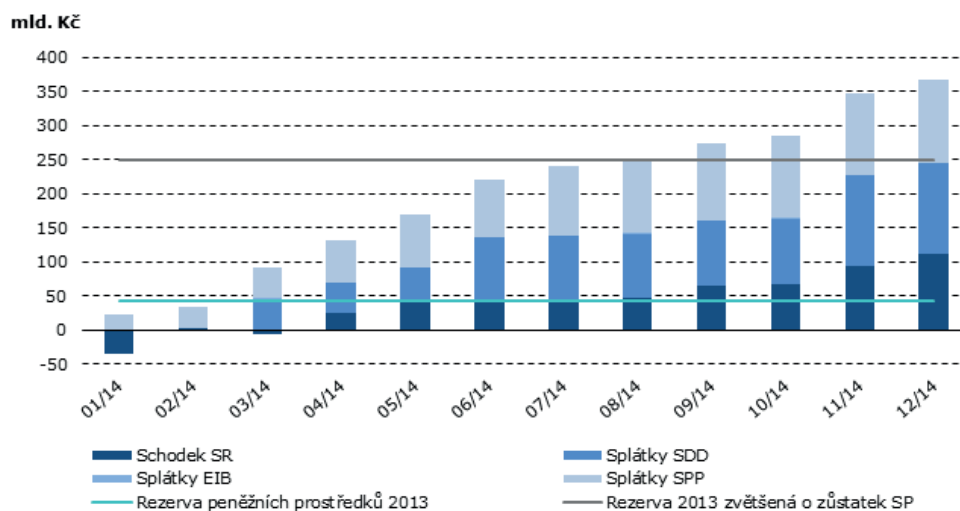


Poznámka: Poměr je definován jako podíl rezervy peněžních prostředků na součtu veškerých splatných závazků a operací státních finančních aktiv do konce roku.  
Zdroj: MF

Výše rezervy peněžních prostředků na konci roku 2013 dosáhne 44,0 mld. Kč. Jestliže by bylo nutné spoléhat pouze na tyto vlastní zdroje v případě naprosto extrémní situace na finančním trhu, je zřejmé, že splátky dluhopisů a schodek státního rozpočtu rezervu peněžních prostředků pohltí již během března následujícího roku. Pakliže uvážíme veškeré zdroje státní pokladny, bude zajištěno financování státu do konce srpna 2014. Snížení

rezervy peněžních prostředků v porovnání s rokem 2012 bylo umožněno přílivem nových zdrojů disponibilní likvidity státní pokladny. Možnost využití cizích zdrojů při financování snižuje bezpečnou výši rezervy peněžních prostředků, nicméně Ministerstvo nepředpokládá dlouhodobé snížení rezervy peněžních prostředků na nulu, neboť cizí zdroje státní pokladny podléhají rovněž během roku výkyvům, a proto na ně nelze spoléhat plně.

**Obrázek 48: Peněžní prostředky ke konci roku 2013 a kumulovaná potřeba financování v roce 2014**

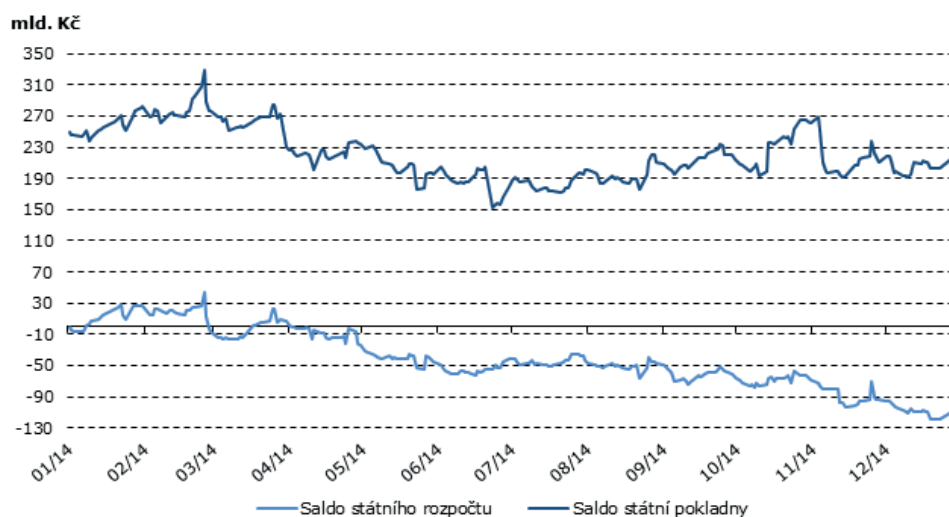


Poznámka: Bez revolingu SPP během roku a za předpokladu schodku státního rozpočtu 100 mld. Kč v roce 2013.  
Zdroj: MF

Na základě současně dostupných dat byla vytvořena predikce vývoje salda státní pokladny a salda státního rozpočtu na rok 2014. Provázanost vývoje salda státní pokladny se saldem státního rozpočtu lze pozorovat na denní bázi, jelikož rozpočtové příjmy i výdaje tvoří jednu z nejvýznamnějších, a zároveň nejvolatilnějších složek souhrnného účtu státní pokladny. K predikci složek státní pokladny, jejichž chování je díky několikaleté historii, kterou

má Ministerstvo k dispozici, přibližně předvídatelné, bylo nutné pro rok 2014 přičíst rovněž odhady zůstatků na účtech nových klientů státní pokladny, jejichž chování lze predikovat pouze obtížně. Z tohoto titulu bude patrně predikce pro příští rok zatížena značnou mírou nepřesnosti, nicméně předpokládá se, že hlavní trendy tak, jak byly zachyceny v roce 2013, budou zachovány i v roce 2014.

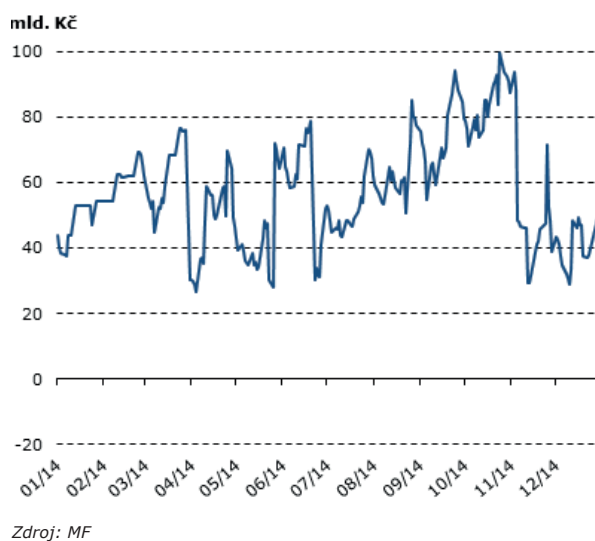
**Obrázek 49: Denní predikce salda státní pokladny a státního rozpočtu pro rok 2014**



Zdroj: MF

Denní vývoj výše korunové rezervy peněžních prostředků je nutné sledovat zejména pro účely plánování emisní činnosti. Nicméně v současné době, kdy státní pokladna disponuje celkovou likviditou průměrně okolo 278,7 mld. Kč, není nutné emisní činnost soustředit do období, kde se prohlubuje schodek státního rozpočtu, nýbrž lze ji rozprostřít rovnoměrně v rámci celého roku bez ohledu na výkyvy ve vývoji salda státního rozpočtu. Tato strategie umožňuje pružně reagovat na změnu situace na finančních trzích, a proto se pro následující roky předpokládá zachování výše rezervy peněžních prostředků dosažené v roce 2013 při rozpočtovaném schodku 100 mld. Kč. Ministerstvo se bude moci v budoucnu dokonce krátkodobě obejít bez vlastních zdrojů, a to právě díky zůstatkům na účtech povinných a nepovinných klientů státní pokladny, které lze krátkodobě zahrnout do financování na základě novely rozpočtových pravidel, která vstoupila v platnost v roce 2013.

**Obrázek 50: Denní predikce rezervy peněžních prostředků pro rok 2014**



## 6 - Řízení rizik a strategie portfolia

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

jsou rizika refinanční, úrokové a měnové. Všechny níže stanovené cíle a limitní hranice jsou uplatňovány na portfolio státního dluhu jako celku, včetně derivátových operací. Počínaje rokem 2011 Ministerstvo sleduje a z hlediska tržních rizik také řídí portfolio souvisejících státních finančních aktiv, která jsou zahrnuta do kompozice čistého dluhového portfolia. Ministerstvo nastavuje všechny limity v souladu s mezinárodní praxí a respektuje odhadovanou absorpční kapacitu domácího trhu.

### 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, přičemž zaměření pozornosti pouze na jediný z nich je nebezpečné. Například portfolio obsahující pouze stejný díl padesátiletého dluhopisu a tříměsíční poukázky má poměrně vysokou průměrnou splatnost, zatímco ostatní indikátory vykazují pravděpodobně zvýšené riziko. Podobně portfolio s nízkým podílem krátkodobého dluhu nevypovídá nic o refinančním riziku v druhém nebo pozdějším roce.

Během roku 2013 došlo k významnému snížení refinančního rizika v souvislosti s nárůstem disponibilní likvidity na souhrnných účtech státní pokladny. Průměrný denní zůstatek souhrnných účtů státní pokladny vzrostl v roce 2013 oproti roku 2012 o 100,0 mld. Kč na 278,7 mld. Kč, přičemž více než 95 % těchto prostředků je investováno do krátkodobých instrumentů peněžního trhu. V krátkodobém horizontu je při výpadku financování možné využití prostředků celé státní pokladny, ve střednědobém a dlouhodobém horizontu je možné zapojení pouze rezervy peněžních prostředků.

**Podíl krátkodobého státního dluhu** (tj. podíl dluhu splatného do jednoho roku na celkovém dluhu) je klíčovým ukazatelem refinančního rizika v krátkodobém horizontu. Ministerstvo se na řízení krátkodobého refinančního rizika zaměřuje od roku 2004 a od roku 2006 uplatňuje limitní hranice, které nebyly překročeny v žádném roce jejich existence. V letech 2006 až 2012 byla nastavena limitní hranice pro tento ukazatel na úrovni 20,0 %. Pro rok 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. Systém limitů na podíl krátkodobého a střednědobého státního dluhu umožňuje rozložit refinanční riziko dluhového portfolia do krátkodobého a střednědobého horizontu.

Pro rok 2014 Ministerstvo snižuje limitní hranici pro podíl krátkodobého státního dluhu o 5 p.b. na úroveň **20,0 %** celkového hrubého státního dluhu. K tomuto kroku přistoupilo Ministerstvo v důsledku navýšení disponibilní likvidity souhrnných účtů státní pokladny a v důsledku následného snížení rezervy peněžních prostředků, která je tvořena výhradně instrumenty peněžního trhu. Pokles limitní hranice je konzistentní s poklesem stavu státních pokladničních poukázek v oběhu, ke kterému docházelo rovnoměrně během roku 2013.

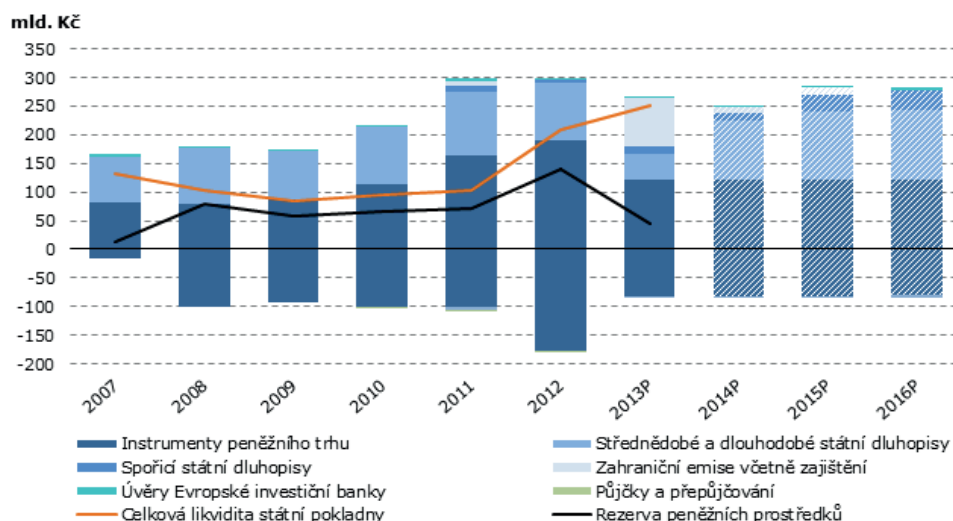
Předpokládaný podíl krátkodobého státního dluhu ke konci roku 2013 činí 15,9 % celkového státního dluhu. Oproti konci roku 2012 poklesla hodnota podílu krátkodobého státního dluhu o 2,0 p.b., což je způsobeno především zápornou čistou emisí státních pokladničních poukázek v roce 2013 ve výši -68,2 mld. Kč.

Pro posouzení celkového refinančního rizika dluhového portfolia je důležité zohlednit i stav aktiv k dispozici do jednoho roku. Předpokládaný podíl státních finančních aktiv k dispozici do jednoho roku na hrubém státním dluhu ke konci roku 2013 činí 5,0 %, když jeho hodnota poklesla a o 5,7 p.b. oproti konci roku 2012. Tento pokles byl způsoben především snížením rezervy peněžních prostředků v roce 2013. Od roku 2011 jsou volné prostředky důchodového účtu ponechány ve stejném režimu jako peněžní prostředky uložené na účelových účtech státních finančních aktiv. Tyto likvidní prostředky jsou v tomto případě součástí souhrnného účtu státní pokladny s pozitivním dopadem na okamžitou likviditu a státní dluh. Prostředky jsou v rámci souhrnného účtu státní pokladny investovány do krátkodobých instrumentů peněžního trhu se splatností v řádu dnů (repo operace) a mohou tak být zapojeny krátkodobě do financování. Očekávané stavy peněžních prostředků na důchodovém účtu a na účtech účelových státních finančních aktiv ke konci roku 2013 činí 22,6 mld. Kč a 11,0 mld. Kč. I přes

poměrně výrazný pokles stavu finančních aktiv k dispozici do jednoho roku pokrývá celková

disponibilní likvidita státní pokladny ke konci roku 2013 téměř celý státní dluh splatný v roce 2014.

**Obrázek 51: Struktura krátkodobého státního dluhu a státních finančních aktiv do 1 roku**



Poznámka: Ke konci jednotlivých let. Na kladné ose je zobrazena struktura krátkodobého dluhového portfolia, celková disponibilní likvidita státní pokladny a rezerva peněžních prostředků. Na záporné ose je zobrazena struktura státních finančních aktiv k dispozici do jednoho roku. Předpovědi pro roky 2014, 2015 a 2016 vycházejí ze základního scénáře programu financování pro tyto roky.

Zdroj: MF

V roce 2013 se taktéž změnila struktura krátkodobého státního dluhu, když poprvé od roku 2008 převažují v této kategorii střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy vydané na domácím i zahraničních trzích nad instrumenty peněžního trhu. Předpokládaný podíl instrumentů peněžního trhu na krátkodobém státním dluhu ke konci roku 2013 činí 45,3 % a poklesl o 18,1 p.b. oproti konci roku 2012. Předpokládaný podíl instrumentů peněžního trhu na celém státním dluhu činí 7,2 % a poklesl o 4,2 p.b. oproti konci roku 2012. V následujících letech Ministerstvo neočekává výrazné navýšení podílu instrumentů peněžního trhu na krátkodobém státním dluhu. Naopak, jako reálná se jeví situace, kdy bude narůstat podíl střednědobých a dlouhodobých dluhopisů na krátkodobém dluhu. Za situace, kdy se výnosy dvouletých až tříletých státních dluhopisů pohybují poblíž výnosů dvanáctiměsíčních státních pokladničních poukázek,

upřednostňuje Ministerstvo vzhledem k nižšímu refinančnímu riziku vydávání dluhopisů s kratší dobou do splatnosti oproti státním pokladničním poukázkám. Pokud nenastane výrazný růst diference mezi výnosy dluhopisů do tří let a výnosy dvanáctiměsíčních státních pokladničních poukázek, plánuje Ministerstvo v roce 2014 nulovou, nebo zápornou čistou změnu instrumentů peněžního trhu v oběhu, což refinanční riziko a podíl instrumentů peněžního trhu na krátkodobém státním dluhu dále sníží. V případě udržování politiky nulové čisté emise instrumentů peněžního trhu v následujících letech by podíl instrumentů peněžního trhu na krátkodobém státním dluhu ke konci roku 2014 oproti konci roku 2013 nepatrně vzrostl z důvodu nižší výše krátkodobého státního dluhu, poté se však plně projeví vliv této politiky na nárůst podílu střednědobých a dlouhodobých dluhopisů na krátkodobém státním dluhu.

**Tabulka 22: Struktura krátkodobého státního dluhu (%)**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013P
Střednědobé a dlouhodobé korunové státní dluhopisy	48,0	55,2	48,1	47,1	39,0	33,7	17,3
Spořicí státní dluhopisy	0,0	0,0	0,0	0,0	3,3	2,5	4,3
Zahraniční emise včetně zajištění	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	32,4
<b>Dluhopisy celkem</b>	<b>48,0</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>
Instrumenty peněžního trhu	49,3	44,3	51,3	52,4	55,9	63,4	45,3
Úvěry EIB	2,7	0,5	0,6	0,5	1,8	0,4	0,6
<b>Krátkodobý dluh na HDP</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>5,7</b>	<b>7,8</b>	<b>7,8</b>	<b>6,9</b>

Poznámka: Ke konci jednotlivých let. Zdrojem dat HDP pro roky 2007 až 2012 je ČSU, pro rok 2013 Fiskální výhled MF – listopad 2013.

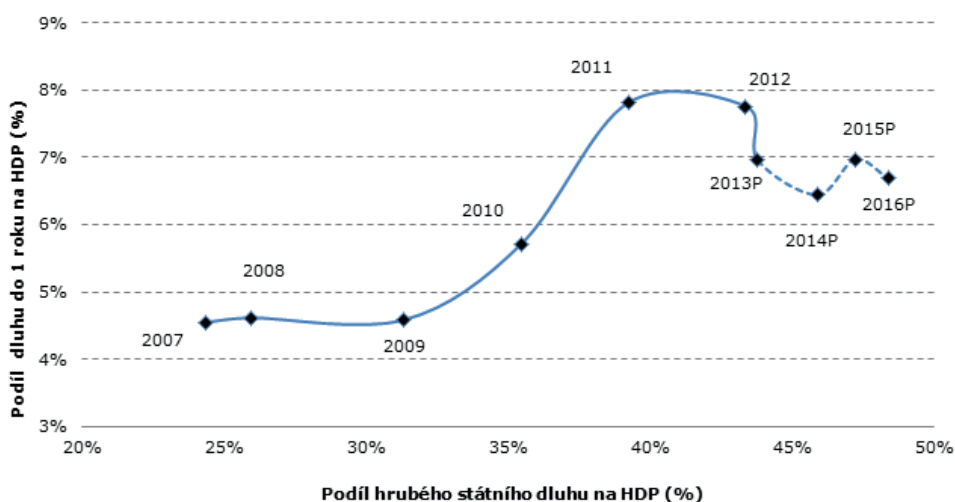
Zdroj: ČSÚ, MF



V roce 2013 se podařilo snížit krátkodobý státní dluh i přes rostoucí hodnotu hrubého státního dluhu. V roce 2013 se taktéž podařilo potvrdit a zvýraznit trend nastartovaný v roce 2012, kdy podíl krátkodobého státního dluhu na HDP klesá, zatímco podíl celkového státního dluhu na HDP roste. Předpokládaný podíl krátkodobého dluhu na HDP ke konci roku 2013 poklesne o 0,8 p.b. oproti

stejnému podílu ke konci roku 2012 a nachází se tak zhruba na úrovni mezi roky 2010 a 2011, ačkoliv očekávaný podíl státního dluhu na HDP je vyšší o cca 6,5 p.b. oproti této úrovni. V roce 2013 se taktéž výrazným způsobem podařilo snížit růst podílu hrubého státního dluhu na HDP ve srovnání s lety 2007 až 2012, kdy tento podíl rostl průměrně o 4,4 p.b. ročně.

**Obrázek 52: Hrubý státní dluh a státní dluh se splatností do 1 roku**

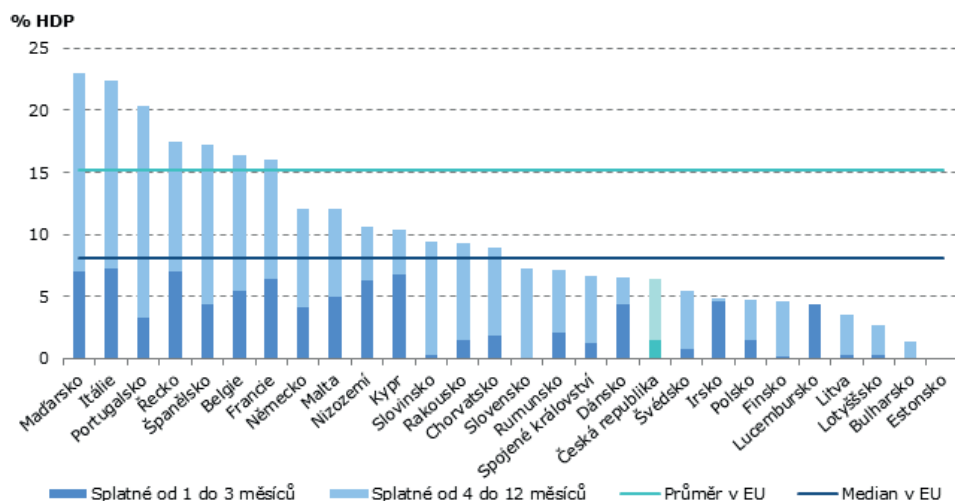


Poznámka: Ke konci jednotlivých let. Zdrojem dat HDP pro roky 2007 až 2012 je ČSÚ, pro roky 2013 až 2016 Fiskální výhled MF – listopad 2013. Předpovědi pro roky 2014, 2015 a 2016 vycházejí ze základního scénáře programu financování pro tyto roky.  
Zdroj: ČSÚ, MF

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

HDP leží hluboko pod průměrem stejně tak jako pod mediánem EU na úrovni Dánska a Spojeného království.

**Obrázek 53: Krátkodobý státní dluh v zemích EU**



Poznámka: Ke konci října 2013. Nezahrnuje neobchodovatelný státní dluh, zahrnuje retailový státní dluh. Predikce hrubého domácího produktu jednotlivých ekonomik vychází z předpovědi Evropské komise.  
Zdroj: ESRB Risk Dashboard

V souvislosti s refinančním rizikem je nutné zmínit i předčasné splacení spořicíh státních dluhopisů, jehož výše zatím není signifikantní, když celková jmenovitá hodnota předčasně splacených spořicíh státních dluhopisů v roce 2013 činí

0,2 mld. Kč. Ministerstvo monitoruje situaci a v případě potřeby je připraveno signifikantní nárůst celkové jmenovité hodnoty předčasně splacených SSD kompenzovat snížením výše zpětných odkupů střednědobých a dlouhodobých

státních dluhopisů tak, aby hrubá výpůjční potřeba zůstala nezměněna.

I v roce 2013 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. Celková jmenovitá hodnota dluhopisů, splatných v roce 2014 a později, odkoupených v průběhu roku 2013 činí 7,5 mld. Kč. S ohledem na situaci na sekundárním dluhopisovém trhu a na vývoj výše předčasného splacení SSD se plánuje realizace zpětných odkupů a výměn korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů splatných v roce 2015 a později také v roce 2014 a to až do výše 10,0 až 30,0 mld. Kč.

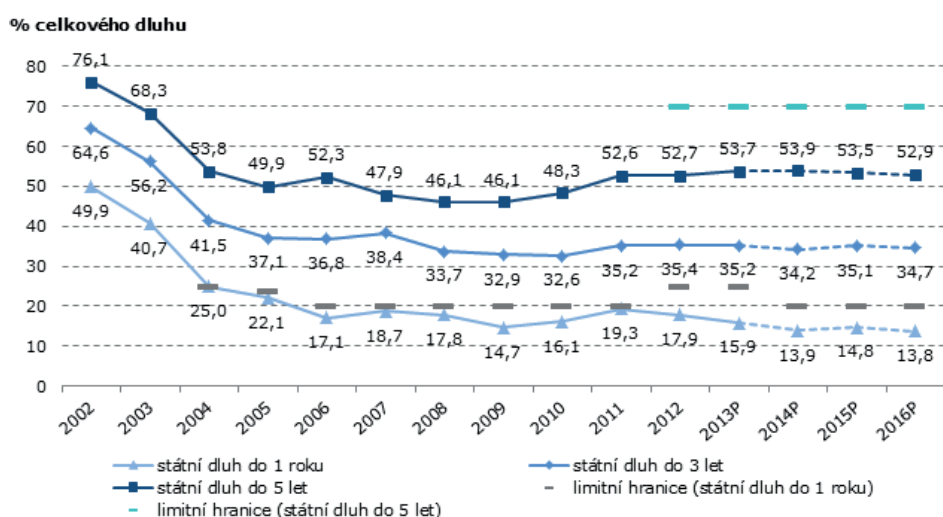
I v roce 2013 využívalo Ministerstvo novou facilitu ve formě zápujčnicích repo operací, v nichž kolaterál představují střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy. Jedná se o technické operace, které byly uskutečněny za účelem podpory likvidity trhu státních dluhopisů, nikoliv pro získání peněžních prostředků. Tyto operace ovlivňují výši státního dluhu stejně jako rizikové ukazatele dluhového portfolia. Celková nominální hodnota repo operací provedených během roku 2013 činí 20,7 mld. Kč. Ke konci roku budou všechny repo operace v rámci zápujčnicí facility splaceny. Protože je pro

Ministerstvo likvidita sekundárního trhu státních dluhopisů důležitá, plánuje Ministerstvo zachovat zápujčnicí facilitu i v roce 2014. Pokud by celková nominální hodnota repo operací uzavřených v rámci této facility byla k jednomu okamžiku významným způsobem navýšena, bylo by vhodné očistit rizikové ukazatele státního dluhu o tuto složku.

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 od roku 2012 explicitní limitní hranici. Pro rok 2012 i 2013 byla nastavena tato limitní hranice na úrovni 70,0 %.

Pro rok 2014 Ministerstvo ponechává limitní hranici pro podíl střednědobého dluhu na celkovém dluhu na úrovni **70,0 %**. Nastavení této limitní hranice souvisí s dlouhodobější strategií Ministerstva, a proto je její posun nepravděpodobný i v následujících letech. Předpokládaná hodnota podílu střednědobého státního dluhu na celkovém státním dluhu ke konci roku 2013 se pohybuje na úrovni 53,7 %. Oproti konci roku 2012 se podíl střednědobého dluhu na celkovém státním dluhu zvýšil o 1,0 p.b. Předpokládaný podíl státního dluhu splatného do tří let dosahuje ke konci roku 2013 hodnoty 35,2 %, když se hodnota tohoto ukazatele oproti roku 2012 snížila o 0,2 p.b.

**Obrázek 54: Státní dluh dle splatnostních košů**



Poznámka: Ke konci jednotlivých let. Předpovědi pro roky 2014, 2015 a 2016 vycházejí ze základního scénáře programu financování pro tyto roky.  
Zdroj: MF

Dalším ukazatelem používaným při řízení refinančního rizika je **průměrná doba do splatnosti** státního dluhu. Poprvé byl cíl pro tento ukazatel explicitně vyhlášen rok 2005. Rozpětí cílového pásma bylo v letech 2005 až 2008 1 rok, přičemž v roce 2005 činilo 5,5 až 6,5 let a pro roky

2006 až 2008 bylo toto cílové pásmo posunuto směrem nahoru o 0,5 roku na 6,0 až 7,0 roku. Pro roky 2009 a 2010 Ministerstvo rozšířilo cílové pásmo o 0,5 roku a posunulo ho směrem dolů na 5,5 až 7,0 roku. Pro rok 2011 Ministerstvo zúžilo cílové pásmo a posunulo ho směrem dolů na 5,25

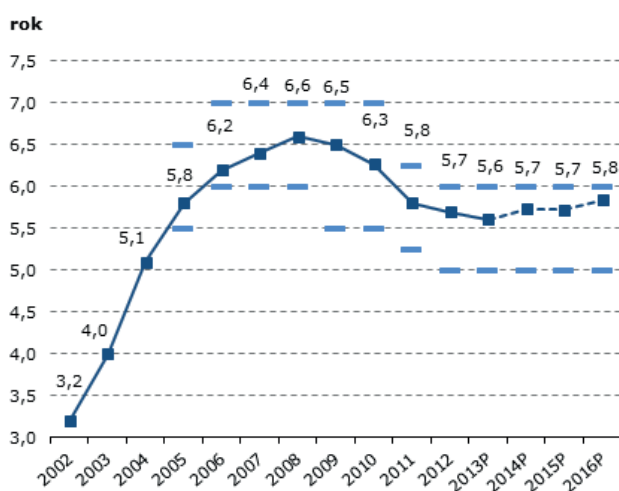
až 6,25 roku. Pro rok 2012 a 2013 se cílové pásmo posunulo směrem dolů o 0,25 roku na 5,0 až 6,0 roku. Vyhlášené cíle byly splněny ve všech letech. Posun cílového pásma v posledních letech směrem dolů souvisí především s dlouhodobější nejistotou ohledně vývoje v eurozóně a z ní pramenící preference investorů nakupovat státní dluhopisy s kratší dobou do splatnosti.

Pro rok 2014 ponechává Ministerstvo cílové pásmo pro průměrnou dobu do splatnosti státního dluhu na úrovni **5,0 až 6,0 roku** s výhledem jejího udržování v horní části tohoto intervalu. 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 EIB. Předpokládaná průměrná doba do splatnosti státního dluhu ke konci roku 2013 dosahuje 5,6 roku. Hodnota tohoto ukazatele poklesla o 0,1 roku oproti konci roku 2012 a je stabilizována v horní polovině cílového pásma.

V roce 2013 se podařilo prodloužit průměrnou dobu do splatnosti střednědobých a dlouhodobých korunových dluhopisů prodaných na primárním a sekundárním trhu o jeden rok a jeden měsíc oproti roku 2012 na 7 let a 9 měsíců (vztaženo ke konci roku 2013), čímž bylo dosaženo nejvyšší hodnoty tohoto ukazatele od roku 2007. Přes toto prodloužení a přes poměrně signifikantní zápornou výši celkové jmenovité hodnoty čisté emise instrumentů peněžního trhu průměrná doba do splatnosti celého

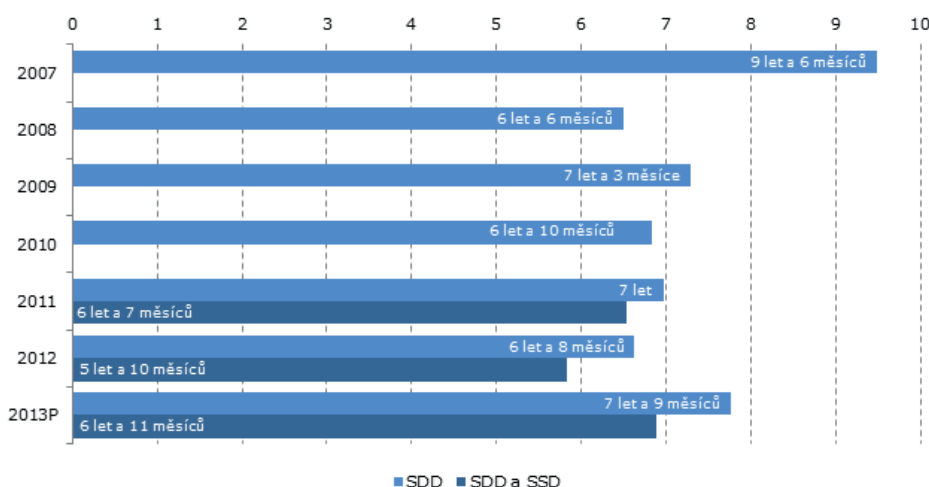
dluhového portfolia neroste, nýbrž klesá. Důvodem je zejména struktura dluhového portfolia, kdy pro udržení stabilní doby do splatnosti musí být zestárnutí dluhového portfolia v celkové nominální hodnotě cca 1500 mld. Kč o 1 rok kompenzováno hrubou emisí státních dluhopisů v celkové jmenovité hodnotě cca 180 mld. Kč, tj. cca osminou nominální hodnoty státního dluhu. Dalším důvodem jsou, mimo jiné, emise spořicíh státních dluhopisů vydané v roce 2013, které i přes historicky nejvyšší průměrnou dobu do splatnosti nově vydaných emisí snižují průměrnou dobu do splatnosti nově vydaných střednědobých a dlouhodobých dluhopisů v roce 2013 na úroveň 6 let a 11 měsíců.

**Obrázek 55: Průměrná splatnost státního dluhu a vyhlášené cíle**



Poznámka: Ke konci jednotlivých let. Předpovědi pro roky 2014, 2015 a 2016 vycházejí ze základního scénáře programu financování pro tyto roky.  
Zdroj: MF

**Obrázek 56: 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 stanovena 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. Ani v roce 2014 Ministerstvo

neočekává výraznou změnu této hodnoty. Předpokládaná průměrná doba do splatnosti zahraničních emisí ke konci roku 2013 poklesla o 1,0 roku oproti konci roku 2012 z důvodu neuskutečnění zahraniční emise v roce 2013. Předpokládaná průměrná doba do splatnosti korunových SDD ke konci roku 2013 poklesla o 0,1 roku 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. Předpokládaná průměrná doba do splatnosti SSD ke konci roku 2013 poklesla o 0,2 roku oproti konci roku 2012 i přes splacení jedno a půl letého diskontovaného SSD, nevydání nového

diskontovaného SSD ve vánoční sérii emisí 2013 a dosažení historicky nejvyšší doby do splatnosti SSD vydaných v roce 2013. Důvodem je zejména výše popsaná diskrepance mezi celkovou jmenovitou hodnotou již existujícího portfolia SSD a celkovou jmenovitou hodnotou nově prodaných SSD a vyšší podíl hrubé emise tříletého reinvestičního SSD oproti koši pětiletých a delších emisí SSD vydaných v roce 2013.

Ke konci roku 2013 nabývá předpokládaná průměrná doba do splatnosti SPP hodnoty 0,4 roku, u korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů včetně spořicíh 5,9 roku a zahraničních dluhopisů včetně zajištění 5,1 roku a u neobchodovatelného státního dluhu 11,4 roku.

**Tabulka 23: Průměrná doba do splatnosti složek státního dluhu (roky)**

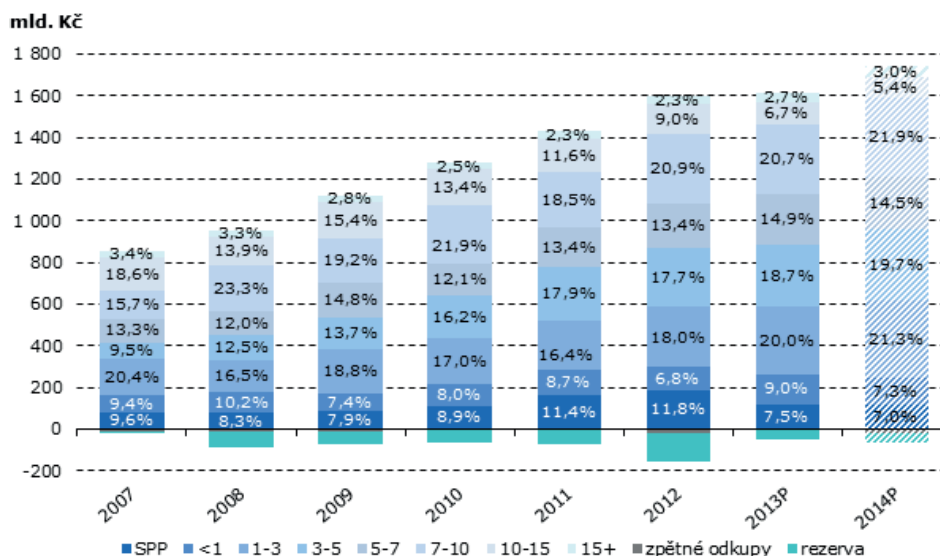
Ukazatel	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013P
<b>Korunové SDD</b>	5,7	6,3	6,6	6,5	6,6	6,3	6,2	6,3	6,2
<b>SSD</b>	-	-	-	-	-	-	3,0	3,3	3,1
<b>Zahraniční dluhopisy, vč. zajištění</b>	10,6	10,7	9,6	9,2	7,3	7,1	6,2	6,1	5,1
<b>Instrumenty peněžního trhu</b>	0,4	0,4	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>Neobchodovatelný státní dluh</b>	10,3	9,7	9,3	12	12,2	12,5	11,5	11,8	11,4

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 dán z části taktéž poklesem celkové jmenovité hodnoty státních dluhopisů v segmentu se zbytkovou dobou do splatnosti 10 až 15 let trvajícím od roku 2009. Ke konci roku 2013 činí předpokládaný podíl státních dluhopisů v segmentu zbytkové doby do splatnosti 10 až 15 let na celkové jmenovité hodnotě všech státních dluhopisů hodnoty 6,7 % a poklesl tak

o dalších 2,3 p.b. oproti konci roku 2012, kdy činil 9,0 %. Oproti konci roku 2012 naopak vzrostl podíl dluhopisů v segmentech zbytkové doby do splatnosti 5 až 7 let, 3 až 5 let, 1 až 3 roky a taktéž v segmentu zbytkové doby do splatnosti do jednoho roku. V segmentu 1 až 3 roky pokračuje nárůst podílu dluhopisů od roku 2011. Naopak segmenty zbytkové doby do splatnosti 7 až 10 let a nad 15 let jsou poměrně stabilní.

**Obrázek 57: Struktura státních dluhopisů dle doby do splatnosti**

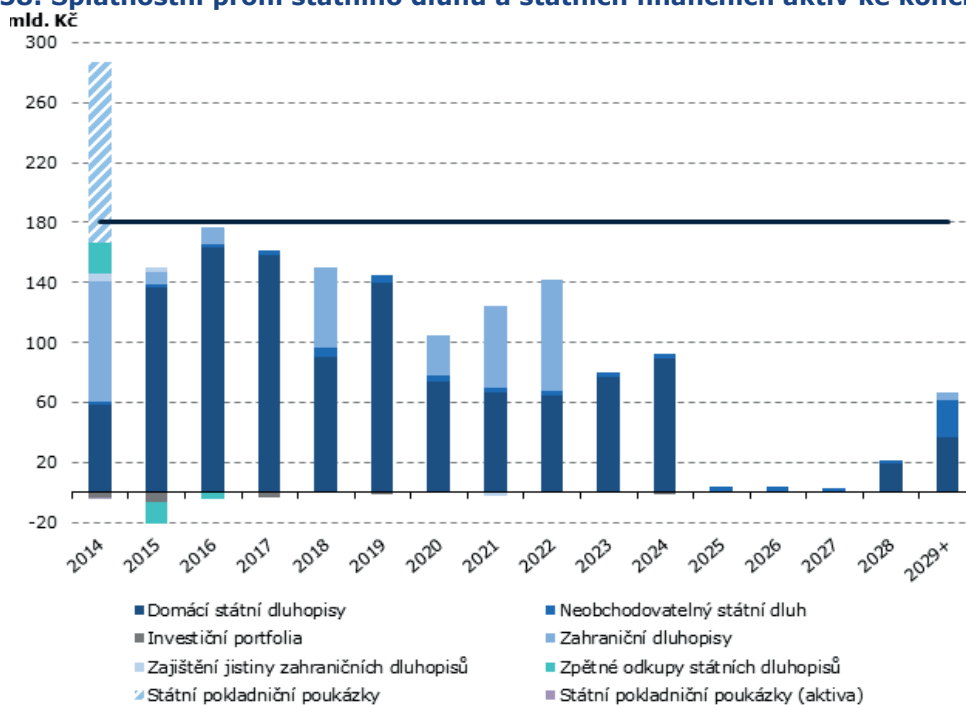


Poznámka: Ke konci jednotlivých let. Na kladné ose zahrnuje korunové SDD, zahraniční emise, SSD a SPP. Na záporné ose jsou zpětné odkupy a rezerva peněžních prostředků. Předpověď pro rok 2014 vychází ze základního scénáře programu financování pro tento rok.  
Zdroj: MF

Emisní kalendáře státních dluhopisů, prodeje státních dluhopisů na sekundárním trhu, případné zahraniční emise a čerpání dlouhodobých úvěrů od EIB budou i nadále řízeny v souladu s plněním dalšího klíčového cíle v podobě stabilizace a vyhlazování splatnostního profilu státního dluhu v čase. Ve střednědobém výhledu se pohybují maximální roční splátky současného dluhového

portfolia po zohlednění vlivu zpětných odkupů a neuvažování splátek instrumentů peněžního trhu na úrovni 180 mld. Kč. Z tohoto důvodu nabídne Ministerstvo pouze jednu aukci Státního dluhopisu České republiky, 2013–2016, 0,50 % a další prodeje tohoto dluhopisu budou záviset na míře stažení dluhopisu České republiky, 2001 - 2016, 6,95 % z oběhu patrně formou výměny dluhopisů.

**Obrázek 58: Splatnostní profil státního dluhu a státních finančních aktiv ke konci roku 2013**

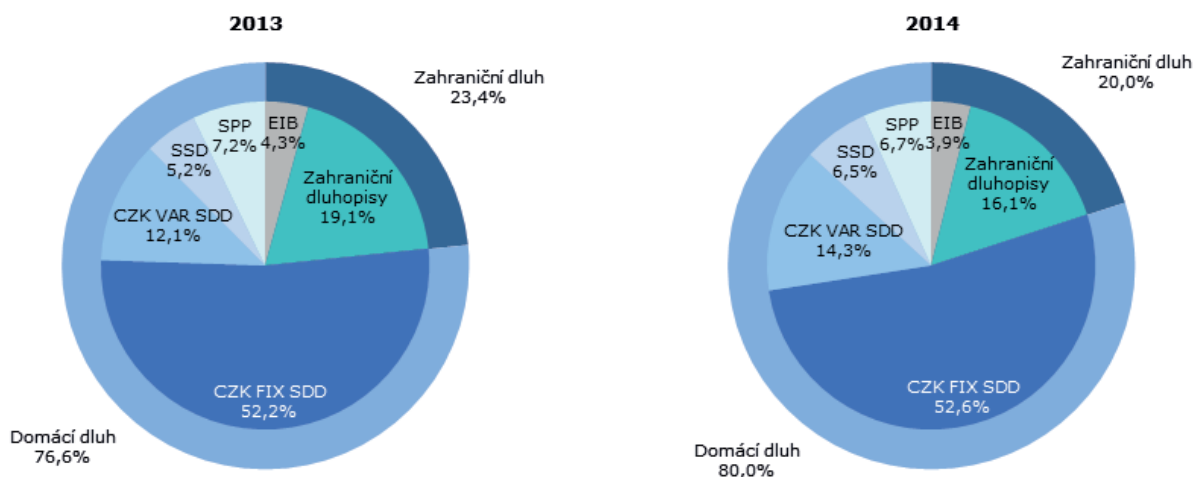


Poznámka: Jedná se o předpoklad splatnostního profilu ke konci roku 2013. Na kladné vodorovné ose jsou zobrazena pasiva a plánované zpětné odkupy SDD splatných v roce 2015 a v následujících letech, na záporné vodorovné ose státní finanční aktiva a zpětné odkupy SDD provedené v roce 2014. Domácí státní dluhopisy zahrnují SSD. Instrumenty peněžního trhu neuvažují revolving v rámci roku.  
Zdroj: MF

Ministerstvo sleduje s ohledem na refinanční riziko strukturu dluhového portfolia dle jednotlivých instrumentů. Dlouhodobě zaujímají největší podíl fixně úročené korunové střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy, jejichž předpokládaný podíl ke konci roku 2013 činí 52,2 % celkového státního dluhu, což představuje nárůst o 0,1 p.b. oproti konci roku 2012. Ke konci roku 2014 činí predikce podílu fixně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na celkovém státním dluhu 52,6 %. Předpokládaný podíl variabilně úročených korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na státním dluhu dosahuje ke konci roku 2013 výše 12,1 %, což představuje nárůst o 0,7 p.b. oproti konci roku 2012. Během roku 2014 je predikován další nárůst tohoto podílu o 2,2 p.b. na úroveň 14,3 %. Předpokládaný podíl celkové jmenovité hodnoty zahraničních emisí na celkovém státním dluhu dosahuje ke konci roku 2013 hodnoty 19,1 %, což představuje nárůst o 0,5 p.b. oproti konci roku 2012. Tento nárůst

byl převážně způsoben devizovými intervencemi ČNB, kdy měnový kurz koruny skokově deprecioval až na úroveň vyšší než 27,0 EUR/CZK. Vzhledem ke splátkám dvou zahraničních emisí v celkové jmenovité hodnotě 3 mld. EUR v roce 2014 očekává Ministerstvo pokles podílu zahraničních emisí na celkovém státním dluhu ke konci roku 2014 a to i v případě uskutečnění zahraniční emise. Předpokládaný podíl instrumentů peněžního trhu na celkovém státním dluhu ke konci roku 2013 činí 7,2 % celkového státního dluhu, což představuje pokles o 4,1 p.b. oproti konci roku 2012. V případě nulové čisté emise v roce 2014 signalizuje predikce tohoto podílu ke konci roku 2014 další pokles na úroveň 6,7 %. Předpokládaný podíl spořicíh státních dluhopisů na celkovém dluhu ke konci roku 2013 činí 5,2 %, což představuje nárůst o 1,8 p.b. oproti konci roku 2012. Ke konci roku 2014 Ministerstvo predikuje další nárůst tohoto podílu o 1,3 p.b. na úroveň 6,5 % celkového státního dluhu.

**Obrázek 59: Struktura státního dluhu podle instrumentů ke konci let 2013 a 2014**



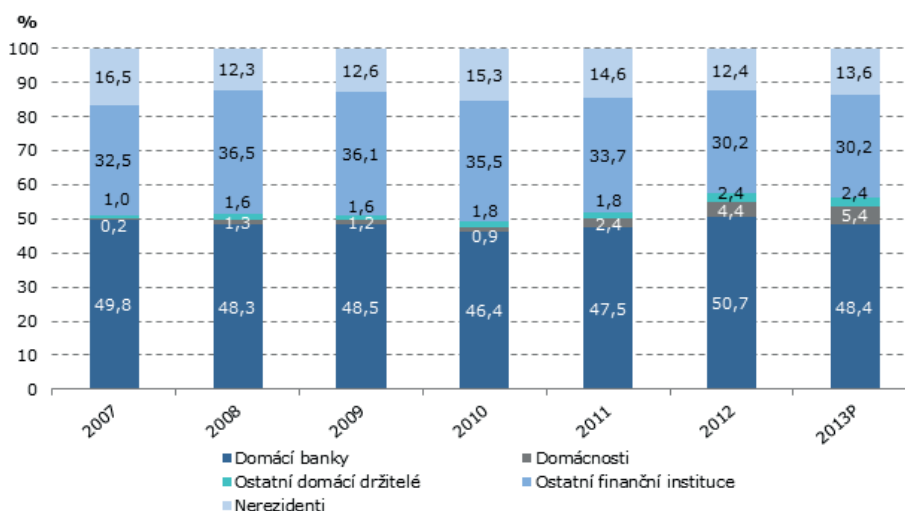
Zdroj: MF

Poznámka: Předpověď pro rok 2014 vychází ze základního scénáře programu financování pro tento rok.  
Zdroj: MF

Od roku 2011 je zřejmý nárůst podílu domácností na držbě domácích SDD, zejména z důvodu zavedení spořicíh státních dluhopisů v roce 2011, které jsou určeny právě pro občany a vybrané právnické osoby

jako alternativa k spořicíh a termínovaným účtům. Ke konci roku 2013 je očekáván podíl domácností na držbě korunových SDD ve výši cca 6,2 %.

**Obrázek 60: Struktura domácích dluhopisů dle typu držitele**



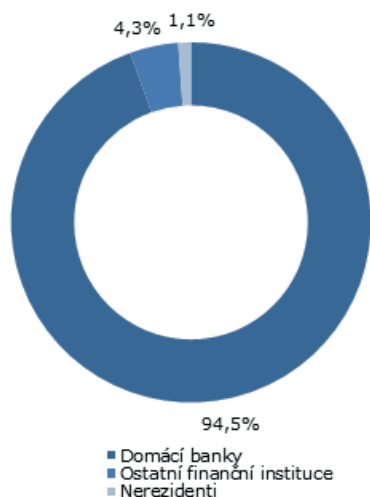
Poznámka: Ke konci jednotlivých let. Rok 2013 vychází z dat dostupných k 31. 10. 2013.  
Zdroj: MF, CDCP

Struktura držitelů domácích státních dluhopisů se v posledních letech dramaticky nemění. Od roku 2011 je však zřejmý nárůst podílu domácností na držbě domácích státních dluhopisů, což je způsobeno zejména emisemi spořicíh státních dluhopisů, které byly vydané poprvé právě v tomto roce. Ke konci roku 2013 činí předpokládaný podíl domácností na držbě domácích státních dluhopisů cca 6,2 %, když ke konci října 2013 nabývá tento podíl hodnoty 5,4 %. Nárůst tohoto podílu je způsoben zejména vydáním vánoční série emisí SSD k datu 12. prosince 2013. 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). Ke konci října 2013 činí tento podíl 13,6 %. Podíl domácích bank na držbě domácích státních dluhopisů se stabilizoval v rozmezí 46,4 % (konec roku 2010) až 50,7 % (konec roku 2012). Ke konci října 2013 nabývá podíl domácích bank na držbě domácích státních dluhopisů hodnoty 48,4 %. Sestupný trend vykazuje podíl nefinančních institucí na držbě domácích státních dluhopisů, když od roku 2010 poklesl o 5,3 p.b. a je tak téměř plně kompenzován nárůstem podílu domácností na držbě domácích státních dluhopisů.

Z pohledu geografické struktury nerezidentů držících domácí státní dluhopisy dominují nerezidenti z Lucemburska a ze Spojeného království. Podíl nerezidentů z těchto dvou států na držbě domácích státních dluhopisů představuje více než 50 % všech dluhopisů držených nerezidenty. Podíl německých investorů na držbě domácích státních dluhopisů držených nerezidenty je poměrně nízký, když činí 1,1 %.

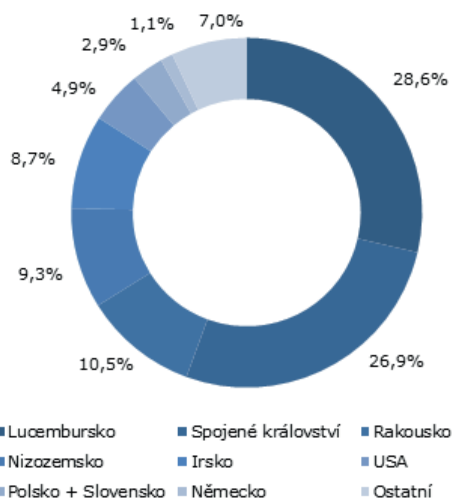
**Obrázek 61: Struktura držitelů státních pokladničních poukazek**



Poznámka: Stav k 31. 10. 2013.  
Zdroj: MF, CDCP

Domácnosti drží nejvíce dluhopisy s dobou do splatnosti 0-4 roky a 4-8 let. V těchto splatnostech jsou od roku 2011 vydávány všechny spořicí státní dluhopisy. Dále je patrné, že SPP jsou kupovány v převážné většině domácími bankami, když tvoří 94,5 % všech držitelů SPP. S přibývajícím původní dobou do splatnosti dluhopisu se zvyšuje podíl držby zejména u ostatních finančních institucí, podíl domácích bank zůstává přibližně stejný.

**Obrázek 62: Struktura nerezidentů držících domácí SDD**



Poznámka: Stav k 31. 10. 2013.  
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 nastavilo Ministerstvo explicitní cíl pro tento ukazatel na hodnotu v intervalu 4,0 až 5,0 roku. Cíl byl stanoven v souladu s mezinárodní praxí s ohledem na optimalizaci nákladů státního dluhu a rizika plynoucího z refixace úrokových sazeb.

Cíl pro průměrnou dobu do refixace státního dluhu v intervalu **4,0 až 5,0 roku** zůstává zachován v souladu s dlouhodobější strategií řízení úrokového rizika i pro rok 2014. Primárním nástrojem pro splnění tohoto cíle bude i v roce 2014 emisní činnost fixně a variabilně úročených státních dluhopisů a čerpání úvěrů od Evropské investiční banky. Ministerstvo předpokládá, že se cílového pásma podaří dosáhnout pouze pomocí primárního nástroje. Ministerstvo však nadále sleduje vývoj dluhové krize v eurozóně s neklidem a v případě posunu zájmu investorů

k instrumentům úročeným na kratším konci výnosové křivky zváží splnění cílového pásma pomocí derivátových operací.

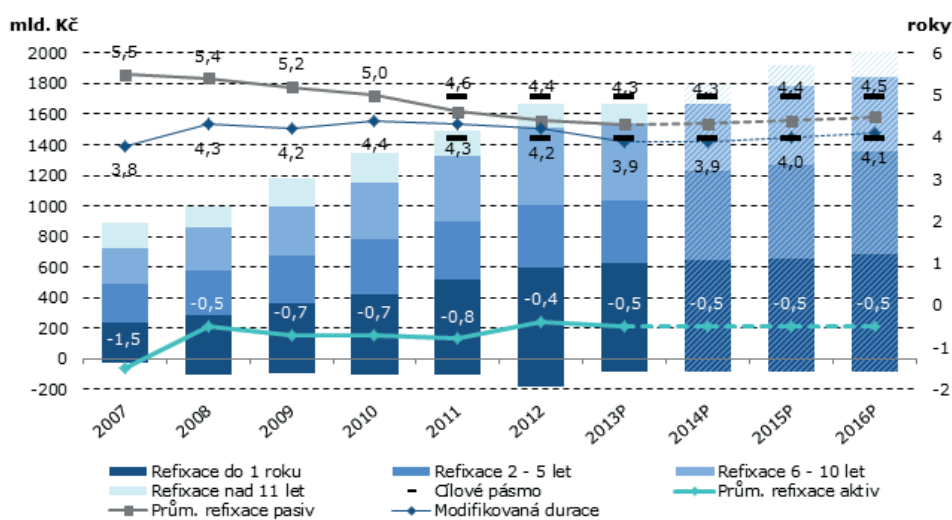
Předpokládaná hodnota průměrné doby do refixace státního dluhu ke konci roku 2013 se pohybuje na úrovni 4,3 roku a nachází se tak v cílovém intervalu. Oproti konci roku 2012 dochází k poklesu průměrné doby do refixace státního dluhu o 0,1 roku. Pokles průměrné doby do refixace je v souladu s poklesem průměrné doby do splatnosti dluhového portfolia během roku 2013. V segmentu instrumentů úročených na krátkém konci výnosové křivky byly na primárním i sekundárním trhu v roce 2013 vydány variabilně úročené střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 30,4 mld. Kč, což činí 20,9 % celkové hrubé emise korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2013. Předpokládaný podíl nově vydaných variabilně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na hrubé emisi SDD v roce 2013 poklesl o 21,6 p.b. oproti roku

2012, kdy tento podíl činil 42,5 %. Předpokládaný podíl státních pokladničních poukázek v oběhu na celkovém státním dluhu ke konci roku 2013 činí 7,2 % a poklesl tak oproti konci roku 2012 o 4,1 p.b. z 11,3 %.

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. Benchmarkový model Ministerstva porovnává aktuální úrokové náklady generované dluhopisy prodanými v aukcích střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů s benchmarkovým portfoliem obsahujícím fixně

úročené dluhopisy vydávané vždy v den aukce ve stejné jmenovité hodnotě jako reálný dluhopis a s dobou do splatnosti zajišťující dosažení průměrné doby do splatnosti syntetického benchmarkového a dluhového portfolia, která odpovídá průměrné době do splatnosti reálného portfolia ke konci roku 2013. Benchmarkový model ukazuje, že z titulu emisní činnosti na primárním trhu SDD a v důsledku vhodně nastavené struktury emisních kalendářů mixu variabilně a fixně úročených SDD snížení průměrné doby do refixace generuje úsporu ve výši 0,2 mld. Kč. Podrobné informace o tomto benchmarkovém portfoliu lze nalézt v části Benchmarkové portfolio.

**Obrazek 63: Úroková refixace státního dluhu a státních finančních aktiv**



Poznámka: Ke konci jednotlivých let. Na kladné svahy je zobrazeno dluhové portfolio, na záporné svahy jsou zobrazena státní finanční aktiva. Předpovědi pro roky 2014, 2015 a 2016 vycházejí ze základního scénáře programu financování pro tyto roky. Předpověď modifikované doby vychází ze současné úrovně úrokových sazeb.  
Zdroj: MF

Dalším ukazatelem, který Ministerstvo sleduje v souvislosti s řízením úrokového rizika a pro který Ministerstvo každoročně stanovuje strategický cíl již od roku 2006, je **úroková refixace dluhového portfolia do jednoho roku**, což je podíl dluhu, který je citlivý na fluktuace úrokových sazeb na finančním trhu v následujícím roce. Pro rok 2014 ponechává Ministerstvo cílové pásmo na úrovni **30,0 až 40,0 % celkového státního dluhu** s výhledem v blízkosti středu tohoto intervalu. Tento cíl je v souladu s cílem průměrné doby do refixace státního dluhu v pásmu 4,0 až 5,0 let. Cílového pásma bylo poprvé dosaženo v roce 2009. Od roku 2006 do roku 2012 vykazovala hodnota ukazatele refixace rostoucí trend hodnoty v průměru 2 p.b. ročně, což bylo zapříčiněno mimo jiné převážně navyšováním SPP v oběhu v letech 2009 až 2012 a každoroční nezápornou čistou emisí variabilně úročených dluhopisů od roku 2008. Ke konci roku 2013 činí předpokládaný pokles tohoto ukazatele 2,1 p.b. oproti konci roku 2012, když se předpokládaný podíl úrokové refixace do

jednoho roku na celkovém státním dluhu pohybuje na úrovni 35,4 % a drží se tak uprostřed cílového pásma platného pro rok 2013 i přes výrazné snížení instrumentů peněžního trhu v oběhu a snížení podílu vydávaných variabilně úročených státních dluhopisů na celkové hrubé emisí v roce 2013. Vývoj úrokové refixace do jednoho roku se tedy vyvíjí stejně jako průměrná doba do refixace, když oba ukazatele během roku 2013 poklesly. Na úrokové riziko však mají tyto ukazatele rozdílný dopad.

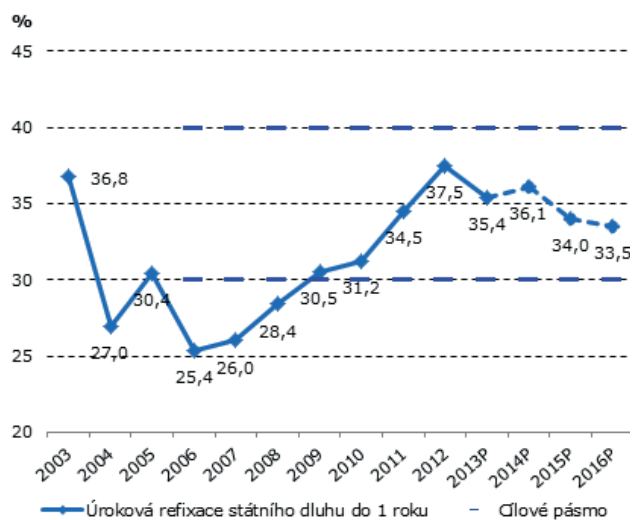
Struktura úrokové refixace do jednoho roku je důležitá nejenom pro vyjádření krátkodobého úrokového rizika, ale ovlivňuje i dlouhodobější úrokové riziko vyjádřené ukazatelem průměrná doba do refixace. Dluhové portfolio, které je citlivé na fluktuace úrokových sazeb na finančním trhu v následujícím roce, tvoří převážně korunové variabilně úročené střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy (34,2 %), státní dluhopisy vydané na zahraničních trzích (24,0 %) a státní pokladniční poukázky (20,3 %).



Úvěry od EIB tvoří 11,2 % a korunové fixně úročené střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy tvoří 7,7 % tohoto portfolia. Oproti roku 2012 došlo k změně struktury úrokové refixace státního dluhu, a to zejména u zahraničních dluhopisů, kde se podíl zvýšil o 13,6 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 poklesu o 9,0 p.b. z důvodu splátky jedné korunové fixně

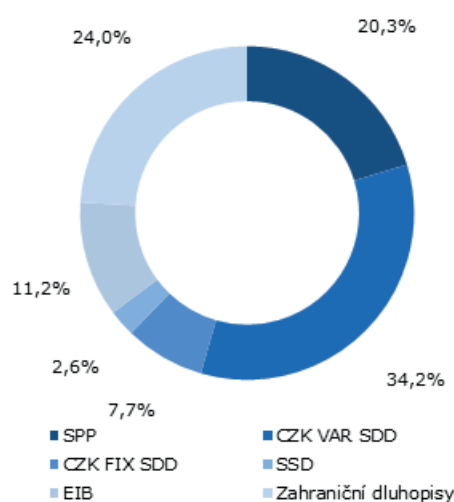
úročené emise v roce 2014 ve výši 46,0 mld. Kč oproti splátce dvou fixně úročených emisí v celkové jmenovité hodnotě 100,5 mld. Kč v roce 2013. Splátky fixně úročených emisí dále zapříčinily nárůst podílu variabilně úročených státních dluhopisů na úrokové refixaci státního dluhu do 1 roku o 5,4 p.b. Pokles podílu státních pokladničních poukázek na úrokové refixaci státního dluhu do 1 roku je plně konzistentní s poklesem jejich jmenovité hodnoty v oběhu v roce 2013 a činí 11,2 p.b. oproti konci roku 2012.

**Obrázek 64: Úroková refixace státního dluhu do 1 roku**



Poznámka: Ke konci jednotlivých let. Předpovědi pro roky 2014, 2015 a 2016 vycházejí ze základního scénáře programu financování pro tyto roky.  
Zdroj: MF

**Obrázek 65: Struktura úrokové refixace státního dluhu do 1 roku (% celkového dluhu)**



Poznámka: Předpokládaný stav ke konci roku.  
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 2013 mají tyto dluhopisy průměrnou kuponovou sazbu ve výši 3,39 %. Dluhopis splatný v roce 2014 má kuponovou sazbu 2,75 %, ve struktuře 2 až 4leté původní splatnosti mají dluhopisy průměrnou kuponovou sazbu ve výši 2,07 % a v 8 až 10leté původní splatnosti mají průměrnou kuponovou sazbu ve výši 2,43 %. Diskont ze státních

pokladničních poukázek a diskontovaných spořicíh dluhopisů je nákladem státního rozpočtu v momentě prodeje dluhopisu, a proto neovlivňuje úrokové náklady na obsluhu státního dluhu v následujících letech. V roce 2013 otevřelo Ministerstvo tři nové benchmarkové emise fixně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů, jejichž hrubá emise tvořila cca 60 % celkové hrubé emise korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na primárním i sekundárním trhu v roce 2013. Vzhledem k nízkým výnosům do splatnosti korunových státních dluhopisů v době stanovení jejich kuponových sazeb poklesl ukazatel průměrné kuponové sazby pro splatnost v roce 2016 o 0,57 p.b. a v roce 2019 o 1,12 p.b.

**Tabulka 24: Průměrné kuponové sazby a nákladovost korunových SDD dle roku splatnosti (%)**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024+	průměr
<b>Průměrná kuponová sazba<sup>1</sup></b>	2,75	3,34	2,08	3,02	3,89	3,78	3,75	3,85	4,70	1,41	4,95	3,39
<b>Průměrná nákladovost<sup>2</sup></b>	1,98	3,11	3,77	4,01	3,96	3,71	3,93	3,25	4,72	-	4,19	3,72

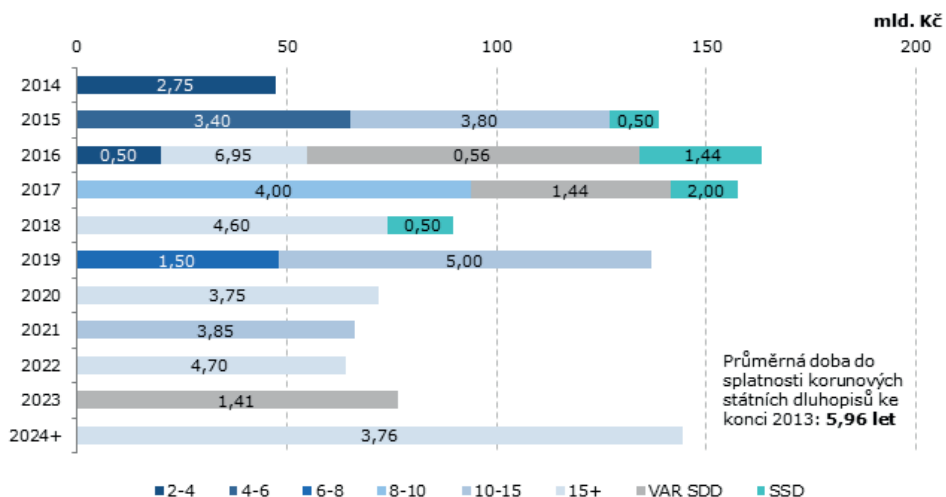
<sup>1</sup> Obsahuje fixně úročené střednědobé a dlouhodobé korunové dluhopisy

<sup>2</sup> Zahrnuje pouze fixně úročené SDD, nezahrnuje diskontované SSD, proti-inflační SSD a SPP

Poznámka: Předpokládaný stav ke konci roku 2013.

Zdroj: MF

**Obrázek 66: Splatnostní profil korunových SDD dle doby do splatnosti a kuponové sazby (% p.a.)**

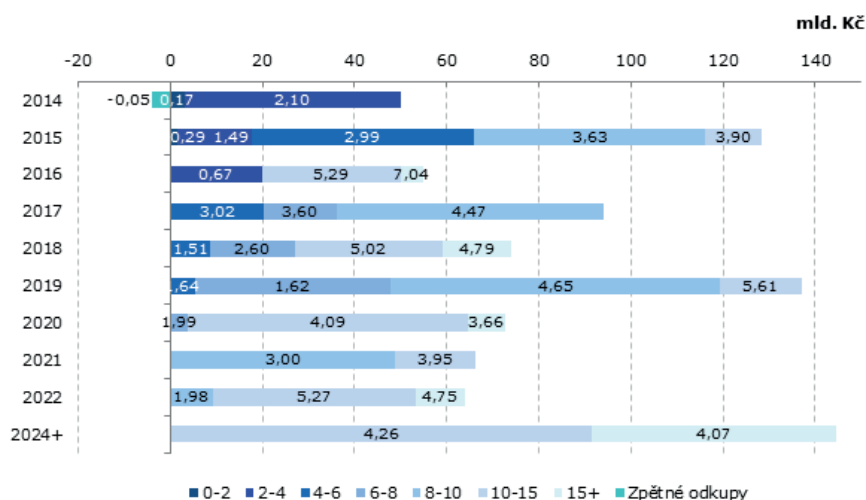


Poznámka: Předpokládaný splatnostní profil ke konci roku 2013. Údaje v jednotlivých segmentech představují průměrnou kuponovou sazbu v %. Bez zahrnutí diskontovaných a proti-inflačních SSD.  
Zdroj: MF

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 2013 dosahuje průměrná roční nákladovost korunových fixně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů výše 3,72 %. Zpětné odkupy dluhopisů s datem splatnosti v roce 2014 provedené v roce 2013 dosáhly průměrného výnosu do splatnosti 0,05%. V roce 2014 maturují dluhopisy s průměrnou

roční nákladovostí 1,98 % v následující struktuře: dluhopisy prodané jako 0 až 2leté s průměrnou roční nákladovostí 0,17 %, dluhopisy prodané jako 2 až 4leté s průměrnou roční nákladovostí 2,10 %. Nižší dosažené výnosy v aukcích střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů napříč splatnostním profilem zapříčinily pokles průměrné roční nákladovosti ve všech segmentech splatností oproti průměrné roční nákladovosti stanovené ke konci roku 2012. Nejvíce poklesla průměrná roční nákladovost střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů splatných v roce 2016 (pokles o 1,77 p.b.) a 2019 (pokles o 1,13 p.b.), a to z důvodu relativně nízkých výnosů do splatnosti a vydávání relativně vysokého podílu nových benchmarkových emisí na hrubé emisi SDD v roce 2013.

**Obrázek 67: Splatnostní profil korunových fixně úročených SDD dle doby do splatnosti v okamžik prodeje a dosaženého výnosu do splatnosti (% p.a.)**



Poznámka: Předpokládaný splatnostní profil ke konci roku 2013. Údaje v jednotlivých segmentech představují průměrný výnos do splatnosti dosažený v okamžik prodeje SDD v %. Bez zahrnutí SSD.  
Zdroj: MF

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

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

**Tabulka 25: Rizikové parametry a výnosnost investičních portfolií**

Parametr	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013P
<b>Průměrná výnosnost (%)</b>	3,8	2,9	2,1	1,9	2,1	1,5	1,3
<b>Průměrná splatnost (roky)</b>	5,1	2,0	1,9	2,0	2,2	1,7	1,4
<b>Modifikovaná durace (roky)</b>	4,2	1,8	1,7	1,8	2,1	1,0	1,1

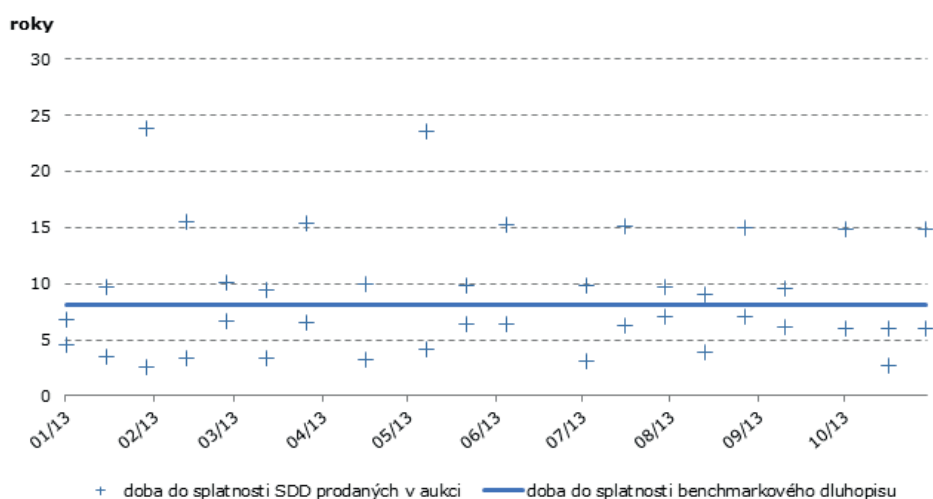
Poznámka: Ke konci jednotlivých let.  
Zdroj: MF

## Benchmarkové portfolio

Pro posouzení nastavení struktury emisních kalendářů a schopnosti profitovat na vývoji výnosů státních dluhopisů během roku a na poklesu průměrné doby do refixace státního dluhu vytvořilo Ministerstvo tzv. syntetické benchmarkové portfolio skládající se pouze z fixně úročených korunových dluhopisů. Dluhopisy obsažené v benchmarkovém portfoliu jsou vydávány vždy v den aukce ve stejné jmenovité hodnotě jako skutečně vydávané dluhopisy. Všechny dluhopisy benchmarkového portfolia jsou vydávány se stejnou dobou do splatnosti, přičemž tato doba do splatnosti zaručuje

stejnou průměrnou dobu do splatnosti syntetického portfolia státního dluhu obsahujícího benchmarkové portfolio, jako činí průměrná doba do splatnosti skutečného portfolia ke konci roku. Předpokládaná průměrná doba do splatnosti státního dluhu ke konci roku 2013 činí 5,6 roku. Pokud jsou skutečné emise korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů nahrazeny fixně úročenými dluhopisy benchmarkového portfolia se splatností 8,2 roku v době aukce, bude činit požadovaná průměrná splatnost syntetického portfolia státního dluhu 5,6 roku ke konci roku 2013.

**Obrázek 68: Doba do splatnosti SDD prodaných v aukcích v roce 2013 a benchmarkového dluhopisu**



Zdroj: MF

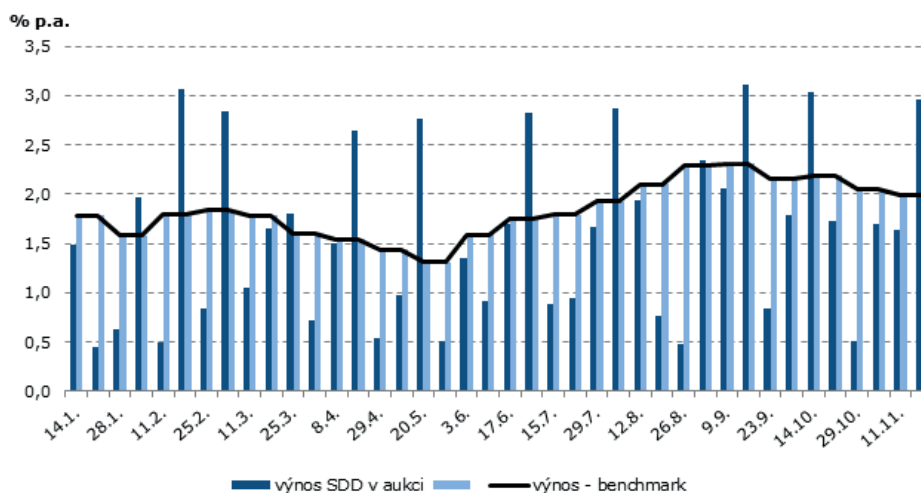
Průměrný vážený výnos portfolia korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů skutečně prodaných v aukcích během roku 2013 činil 1,53 % p.a. Průměrný vážený výnos dluhopisů benchmarkového portfolia dosažený v roce 2013 činí 1,85 % p.a., tj. je vyšší o 32 bazických bodů než

výnos skutečného portfolia. Pro posouzení skutečně dosažené úspory v roce 2013 je potřeba vyjádřit akruální úrokový náklad z každého vydaného dluhopisu ve skutečném i benchmarkovém portfoliu, a poté tyto celkové akruální náklady v jednotlivých portfoliích porovnat. Celkový akruální úrokový

náklad za rok 2013 ze všech skutečně prodaných korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v aukcích během roku 2013 činí 1,1 mld. Kč. Celkový aktuální úrokový náklad za rok 2013 generovaný v benchmarkovém portfoliu činí 1,3 mld. Kč. Dosažená úspora na úrokových nákladech státního dluhu ve výši 0,2 mld. Kč

dokládá jednak, že emisní kalendáře správně reagovaly na vývoj výnosů státních dluhopisů v průběhu roku 2013 a že pokles průměrné doby do refinace portfolia státního dluhu taktéž přispěl k dosažení úspory v důsledku emisní činnosti na primárním trhu SDD.

**Obrázek 69: Výnosy korunových SDD v aukcích a výnos benchmarkového dluhopisu v roce 2013**



Zdroj: MF

Je nutné upozornit, že dosažená úspora ve výši 0,2 mld. Kč dosažená v roce 2013 a vyjádřená na aktuální bázi je generována pouze nastavením emisního kalendáře. Dále je nutné upozornit, že snížení průměrné doby do splatnosti dluhového portfolia automaticky neznamená úsporu na úrokových nákladech státního dluhu v každém roce. Cenou za možnost generovat tuto úsporu je zvýšené riziko vzrůstu úrokových sazeb a výnosů, což může znamenat i negativní úsporu v následujících letech.

V průběhu roku 2013 bylo na primárním trhu státních dluhopisů uskutečněno 31 aukcí fixně úročených korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v celkové jmenovité hodnotě 107,3 mld. Kč a 9 aukcí variabilně úročených korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v celkové jmenovité hodnotě 28,8 mld. Kč. Průměrná vážená doba do splatnosti všech korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů prodaných v aukcích na primárním trhu průběhu roku 2013 dosahuje 8,2 roku a je totožná s dobou do splatnosti Benchmarkového dluhopisu.

### Cost-at-Risk státního dluhu

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

Primární cíl modelu spočívá ve stanovení maximálních nákladů státního dluhu, které nebudou

s danou 95, resp. 99% pravděpodobností překročeny (CaR 95 % a CaR 99 %). Sekundární cíl modelu spočívá v odhadu skutečných úrokových nákladů státního dluhu. Simulační rámec pracuje odděleně s úrokovými náklady a úrokovými příjmy. Výsledkem agregace úrokových nákladů a úrokových příjmů jsou čisté úrokové náklady státního dluhu. Hrubé úrokové náklady ve srovnání s hrubými výdaji na obsluhu státního dluhu nezahrnují poplatky spojené s obsluhou státního dluhu, které jsou deterministické povahy.

Následující obrázek zobrazuje porovnání čistých úrokových nákladů v riziku, očekávaných a rozpočtovaných čistých úrokových nákladů s čistými úrokovými náklady skutečně realizovanými.

Ve všech letech aplikace metodologie CaR model splnil primární cíl, když predikované maximální

náklady nebyly překročeny v žádném z těchto roků.

**Tabulka 26: Čisté úrokové náklady a náklady v riziku (mld. Kč)**

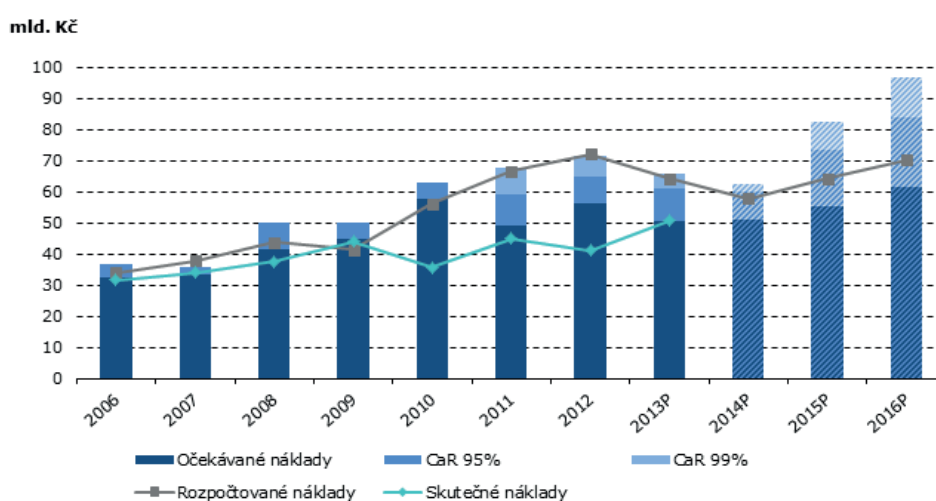
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
<b>Rozpočtované náklady<sup>1</sup></b>	33,9	37,8	43,7	41,3	56,1	66,7	72,1	63,6	57,8	64,1	70,3
<b>Skutečné náklady<sup>2</sup></b>	31,5	34,0	37,5	44,1	35,6	45,0	41,1	50,6	-	-	-
<b>Očekávané náklady</b>	32,4	33,3	41,7	44,9	57,5	49,1	56,4	50,6	50,9	55,2	61,7
<b>CaR 95 %</b>	36,6	35,8	50,2	49,9	62,9	59,2	64,9	61,3	60,0	73,6	83,8
<b>CaR 99 %</b>	-	-	-	-	-	67,8	71,5	65,9	62,3	82,3	97,0

<sup>1</sup> V roce 2014 se jedná o rozpočtované čisté úrokové náklady po prvním čtení vládního návrhu zákona o státním rozpočtu v Rozpočtovém výboru PSP ČR, v letech 2015 a 2016 o Střednědobý výhled státního rozpočtu. Stav k 13.12.2013.

<sup>2</sup> V roce 2013 se jedná o předpokládané čisté úrokové náklady.

Zdroj: MF

**Obrázek 70: Čisté úrokové náklady a náklady v riziku**



Poznámka: V roce 2009 původně rozpočtované náklady. V roce 2013 předpoklad skutečných nákladů ke konci roku. Předpovědi pro roky 2014, 2015 a 2016 vycházejí ze základního scénáře programu financování pro tyto roky.

Zdroj: MF

Rozpočtované čisté úrokové náklady na obsluhu státního dluhu pro rok 2014 se nalézají na 84% kvantilu ukazatele CaR, nebudou tedy s 84% pravděpodobností překročeny. Ve střednědobém výhledu rozpočtu ČR pro roky 2015 a 2016 se výdajové rámce kapitoly 396 - Státní dluh pohybují nad očekávanými úrokovými náklady na obsluhu státního dluhu a nedosahují v současné chvíli hodnot ukazatele CaR 99 % ani CaR 95 %, což je způsobeno především volatilitou úrokových sazeb, která roste se zvyšujícím se horizontem predikce. Z tohoto důvodu činí rozdíl mezi 99 % kvantilem a očekáváním v roce 2015 cca 27,1 mld. Kč a v roce 2016 cca 36,3 mld. Kč, zatímco tento rozdíl v roce 2014 činí 11,4 mld. Kč. Vzhledem k tomu, že státní rozpočet je sestavován vždy pouze na následující rok, bude horizont předpovědi úrokových nákladů při sestavování rozpočtu na následující rok kratší a tím pádem, pokud se tržní podmínky nezmění, díky nižší volatilitě predikce úrokových sazeb poklesne rozdíl mezi očekávanými náklady a hodnotou ukazatele CaR 99 %.

V roce 2013 jsou předpokládány hrubé úrokové náklady státního dluhu ve výši cca 57,5 mld. Kč, očekávané hrubé úrokové náklady v roce 2013 predikované modelem se nacházejí na úrovni 58,7 mld. Kč. Předpokládané úrokové příjmy státního dluhu v roce 2013 činí 6,9 mld. Kč, zatímco modelem predikované úrokové příjmy ve stejném období činí 8,1 mld. Kč. Předpokládané čisté úrokové náklady státního dluhu v roce 2013 činí 50,6 a nacházejí se na úrovni predikované modelem.

Předpokládané čisté úrokové náklady tak zůstanou i v roce 2013 pod hranicí CaR 95 % i CaR 99 %, které byly stanoveny na 61,3 mld. Kč, respektive na 65,9 mld. Kč. Primární cíl modelu byl tedy splněn, když skutečné úrokové náklady státního dluhu zůstaly pod hranicí CaR 99 % a nebylo ohroženo dodržení salda státního rozpočtu na rok 2013 schváleného Poslaneckou sněmovnou Parlamentu ČR z titulu kapitoly 396 - Státní dluh. Očekávané hrubé náklady predikované modelem jsou o 1,2 mld. Kč vyšší oproti předpokládané skutečnosti a predikce očekávaných čistých úrokových nákladů odpovídá předpokládané

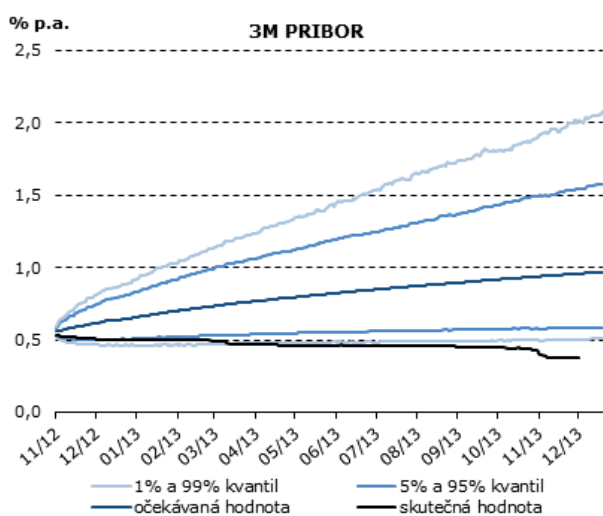
skutečnosti. Predikce očekávaných úrokových příjmů je oproti předpokládané skutečnosti vyšší o 1,2 mld. Kč.

Diference očekávaných hrubých úrokových nákladů je dána především nižší celkovou emisí SPP v souladu s Revizí Strategie a vlivem nižších než modelem predikovaných aukčních výnosů SPP. Celková hrubá emise SPP se v roce 2013 snížila z původně plánovaných cca 267,0 mld. Kč na 172,2 mld. Kč. Modelem predikovaný vážený výnos dosažených v aukcích SPP činil 0,52 %, v aukcích bylo dosaženo díky poklesu výnosové křivky státních dluhopisů na jejím krátkém konci váženého výnosu 0,13 %. Celkový vliv na hrubé úrokové náklady v případě diskontů SPP tak činil cca 0,9 mld. Kč. Vlivem pokračujícího poklesu referenčních sazeb PRIBOR jsou z titulu nákladů na variabilně úročené instrumenty státního dluhu předpokládané náklady cca o 0,2 mld. Kč nižší. Vlivem změny emisních kalendářů SDD, které pružně reagovaly na situaci na finančním trhu, došlo k úspoře hrubých úrokových nákladů v celkové výši cca 0,1 mld. Kč. V případě úrokových příjmů je predikce očekávaných úrokových příjmů oproti předpokládané skutečnosti vyšší o 1,2 mld. Kč. Diference je způsobena

především změnami v emisním plánu SDD, kdy docházelo v menším než plánovaném rozsahu ke znovuotevření emisí s relativně vysokými kupony, což mělo za následek nižší příjmy v podobě aukčních premií a alikvótního úrokového výnosu. Celkový pokles příjmů způsobený změnami struktury emisního plánu činil cca 1,1 mld. Kč.

V roce 2013 byly predikce učiněné modelem relativně přesné. Je však potřeba upozornit, že model je určen k predikci pravděpodobnostního rozdělení úrokových nákladů dluhového portfolia, tj. přiřazení pravděpodobností k jednotlivým možným scénářům vývoje úrokových nákladů státního dluhu. Očekávaná hodnota je pak váženým průměrem možných výsledků a z vlastností spojitěho rozdělení úrokových nákladů plyne, že pravděpodobnost toho, že budou skutečné náklady rovny očekávání, je nulová. Mimořádnou přesnost modelu v roce 2013 dokumentuje i predikce desetiletých korunových swapových sazeb učiněná k 13. listopadu 2012 a zobrazená na následujícím obrázku. Sazby peněžního trhu vyjádřené sazbou tříměsíční PRIBOR se v roce 2013 dostaly mimo rámec simulací daný 1% a 99% kvantilem především díky vysoké nelikvidnosti těchto sazeb.

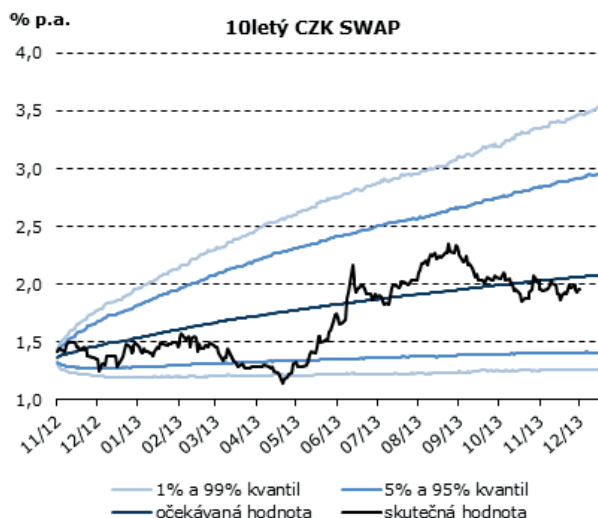
**Obrázek 71: Simulace a skutečný vývoj korunových úrokových sazeb v roce 2013**



Poznámka: Simulace provedné dne 13. 11. 2012.  
Zdroj: MF

Z hlediska výsledků aukcí fixně úročených korunových SDD došlo v roce 2013 k opětovnému poklesu průměrného váženého výnosu, když tento výnos činil 1,7 p.b při průměrné splatnosti 8,1 roku. Oproti roku 2012 tak při zvýšení průměrné doby do splatnosti o 1,2 roku poklesl vážený výnos o 0,7 p.b.

Předpokládané čisté úrokové náklady na obsluhu státního dluhu dosáhnou v roce 2013 v akruální vyjádření výše 51,9 mld. Kč, z čehož činí čisté úrokové náklady na státní dluh vydaný v roce 2013 1,6 mld. Kč. Předpokládaná celková jmenovitá hodnota státního dluhu vydaného v roce 2013 činí 360,9 mld. Kč



Poznámka: Simulace provedné dne 13. 11. 2012.  
Zdroj: MF

včetně revolvingu instrumentů peněžního trhu a bez reinvestice výnosu SSD, které akruální náklady na nový dluh neovlivňují. Z důvodu časové nesourodosti jednotlivých výpůjčních operací v rámci roku 2013 vzrostou akruální náklady na tento dluh v roce 2014 na 3,3 mld. Kč, což je maximální hodnota akruálních nákladů na státní dluh vydaný v roce 2013. Po roce 2014 již budou akruální náklady na tento dluh pouze klesat s tím, jak budou spláceny jednotlivé instrumenty, které jsou součástí státního dluhu vydaného v roce 2013. Konkrétně pak tyto náklady poklesnou na 3,2 mld. Kč v roce 2015 a 3,1 mld. Kč v roce 2016.

**Tabulka 27: Úrokové náklady na nově vydaný státní dluh (mld. Kč)**

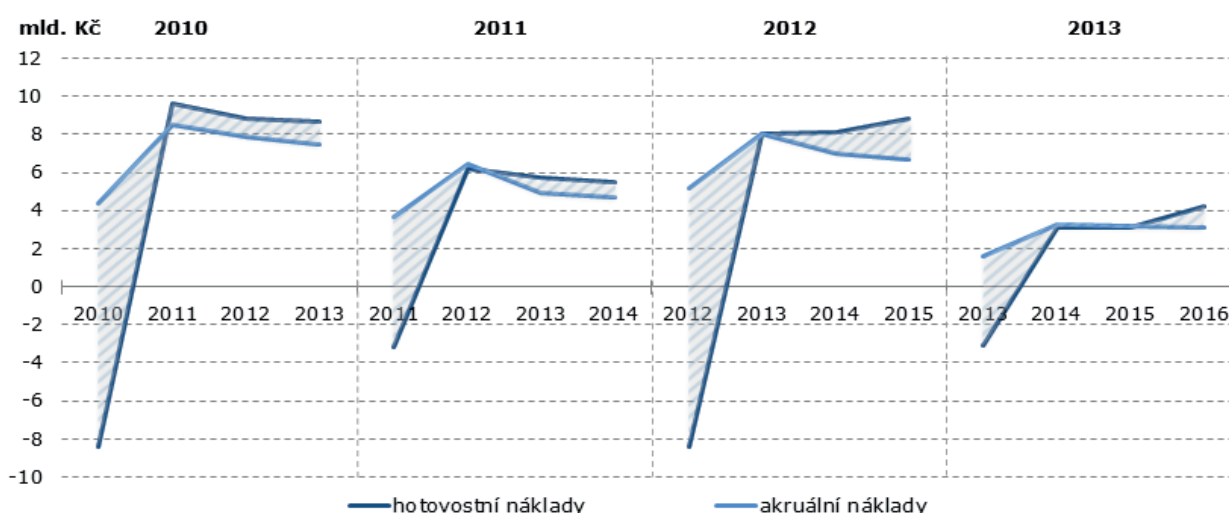
	Jmenovitá hodnota	Čisté úrokové náklady			
		2013P	2014P	2015P	2016P
<b>Hotovostní vyjádření</b>	360,9	-3,1	3,1	3,1	4,2
<b>Akruální vyjádření</b>	360,9	1,6	3,3	3,2	3,1
<b>Hrubá emise SDD</b>	145,6	1,2	2,2	2,2	2,1
<b>Hrubá emise SPP</b>	172,2	0,1	0,1	-	-
<b>Zahraniční emise</b>	-	-	-	-	-
<b>Hrubá emise SSD</b>	38,8	0,3	1,0	1,0	0,9
<b>Čerpání úvěrů EIB</b>	4,3	0,0	0,0	0,0	0,0

Poznámka: SSD bez zahrnutí reinvestice.  
Zdroj: MF

Zcela odlišný vývoj vykazují čisté úrokové náklady na tentýž dluh v hotovostním vyjádření, když předpokládaná výše těchto nákladů v roce 2013 činí -3,1 mld. Kč. V následujících letech pak vzrostou čisté úrokové náklady na státní dluh vydaný v roce 2013 na 3,1 mld. Kč v roce 2014 a 2015 a na 4,2 mld. Kč v roce 2016. Nově vydaný státní dluh v roce 2013 tedy v roce 2013 přinesl hotovostní příjem státního rozpočtu ve výši 3,1 mld. Kč z důvodu znovuotevírání emisí s vysokými kuponovými sazbami, které spolu s nízkými tržními výnosy generovaly aukční prémie. Příjmy rozpočtu generované ze státního dluhu vydaného v roce 2013 však budou v následujících letech vykompenzovány vyššími výdaji na tento dluh, což se plně projeví v roce 2016 a později. Platí, že hotovostní a akruální čisté úrokové náklady na nový státní dluh se za dobu existence tohoto dluhu rovnají. Následující obrázek dokumentuje, že v letech 2010 až 2013 generoval dluh vydaný

v každém z těchto roků hotovostní příjem v roce vydání, což bylo způsobeno nepřetržitým poklesem tržních výnosů a podporou likvidity sekundárního trhu. Pokud by byly v každém roce vydávány pouze nové emise dluhopisů s tržní kuponovou sazbou a kuponem vypláceným ke konci roku budou akruální a hotovostní čisté úrokové náklady v roce vydání totožné. Z tohoto důvodu je akruální 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 patrné, že akruální čisté úrokové náklady na nově vydaný dluh v roce 2013 významně poklesly oproti akruálním čistým úrokovým nákladům na dluh vydaný v roce 2012.

**Obrázek 72: Čisté hotovostní a akruální úrokové náklady nového dluhu**

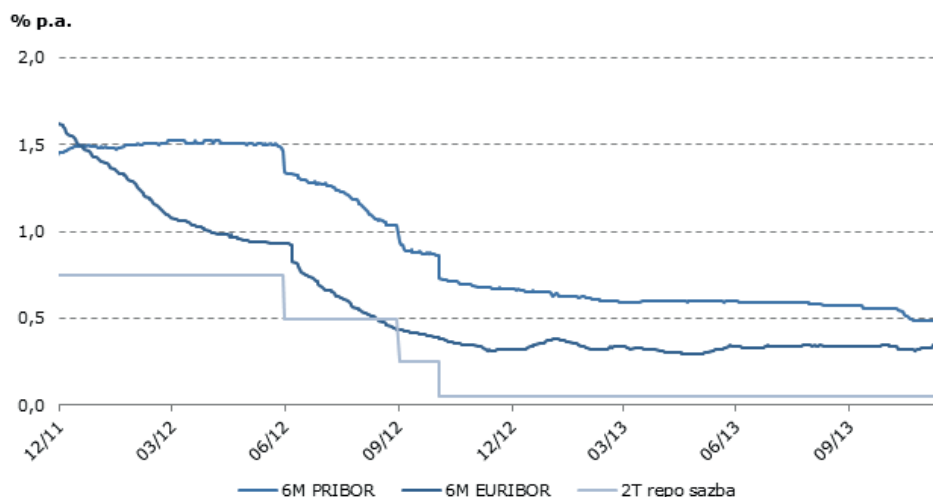


Zdroj: MF

Po výrazném poklesu výnosových křivek korunového i eurového peněžního trhu v roce 2012, sazba šestiměsíční PRIBOR v roce 2013 nadále klesala s velmi nízkou volatilitou. Sazba šestiměsíční EURIBOR naproti tomu vykazovala v roce 2013

výrazně vyšší volatilitu a na konci listopadu začala opět růst. Česká národní banka ponechala základní úrokovou sazbu (2týdenní repo sazbu) na historickém minimu ve výši 0,05 % po celý rok 2013 a nesnížila ji ani po vyhlášení devizových intervencí.

**Obrázek 73: Vývoj sazeb: 6M PRIBOR, 6M EURIBOR a 2T repo sazba**

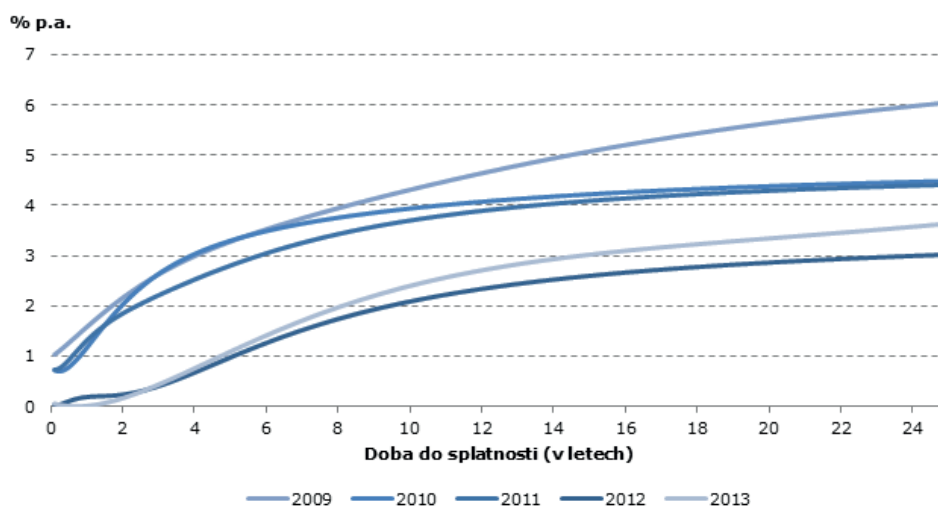


Poznámka: Stav k 13.12.2013  
Zdroj: Bloomberg

Výnosové křivky korunových státních dluhopisů po výrazném poklesu v roce 2012 setrvaly na historicky nízkých hodnotách i v roce 2013. Krátkodobé korunové státní dluhopisy splatné do tří let setrvaly během roku 2013 s výjimkou dočasného strmého růstu na konci prvního pololetí na historicky nejnižších hodnotách, které dosáhly po ohlášení devizových intervencí ze strany ČNB. Naproti tomu střednědobé a dlouhodobé korunové státní dluhopisy se splatností přes deset let pokračovaly v prvním pololetí roku 2013 v poklesu až na svá historická minima dosažená v květnu, poté prudce vzrostly v průběhu června a nyní jsou stabilizovány, což neovlivnily ani devizové intervence ČNB.

V případě rizikové přírážky státních dluhopisů došlo během roku 2013 k její stabilizaci na velmi nízké úrovni oproti předchozím rokům. Riziková přírážka je definována jako rozdíl mezi výnosovou křivkou státních dluhopisů a výnosovou křivkou peněžního trhu. Nízká hodnota rizikové přírážky potvrzuje atraktivitu České republiky jako emitenta státních dluhopisů mezi investory. Tento stav tak potvrdil správnost rozhodnutí Ministerstva na konci roku 2012 modelovat tuto přírážku méně konzervativním způsobem. Hodnota přírážky v případě desetiletého korunového dluhopisu dosahovala na počátku roku hodnoty cca 50 bazických bodů, ke konci roku se pohybuje kolem 30 bazických bodů. Průměrná hodnota rizikové přírážky desetiletého korunového dluhopisu během roku 2013 dosahuje cca 30 bazických bodů.

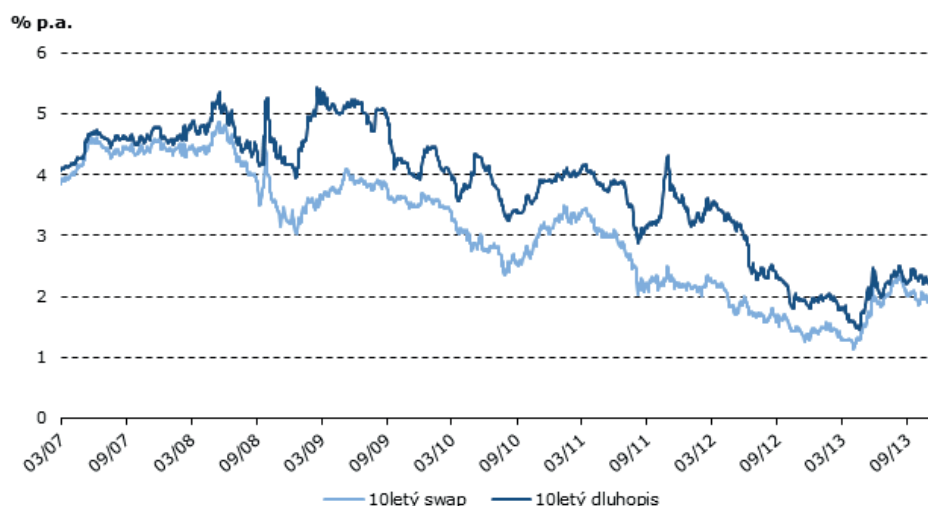
**Obrázek 74: Výnosová křivka korunových státních dluhopisů**



Poznámka: Výnosová křivka korunových státních dluhopisů vždy ke konci roku, v roce 2013 k 13.12.2013.  
Zdroj: MF, MTS, Bloomberg



**Obrázek 75: Výnos do splatnosti korunového SDD a swapová sazba**



Zdroj: MF, MTS, Bloomberg

Pro rok 2014 Ministerstvo opět pracuje s **tříletým simulačním horizontem** z důvodu návaznosti na predikci příjmů a výdajů kapitoly 396 - Státní dluh jakožto součásti střednědobého výhledu rozpočtu ČR, který je konstruován právě na tři roky. Tříletý simulační horizont je využitý i pro provedení analýzy efektivní hranice, kde postupnou kumulací očekávaných úrokových nákladů a relativního rizika jednotlivých emisních strategií dochází k lepší srovnatelnosti těchto strategií. Simulace výnosových křivek již plně zohledňuje pokles úrovně a volatility výnosů krátkodobých státních dluhopisů po ohlášení devizových intervencí ČNB proti koruně.

Úrokový model použitý ke konstrukci ukazatele CaR pro rok 2014 až 2016 je založen na modelování celé výnosové křivky. Další velmi důležitou vlastností modelu je nepodhodnocený odhad volatility dlouhého konce křivky. Model je poprvé definován a aplikován v Yacine-Ait Sahalia: *Testing Continuous Time Models of the Spot Interest Rate*, The Review of Financial Studies, 9, 2, 385-426, 1996. Model je charakteristický vlastností „mean reversion“, tj. konvergencí očekávaných sazeb ke své rovnovážné hodnotě a je Ministerstvem modifikován tak, aby vyhovoval 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 27. 11. 2013 až 31. 12. 2016. 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 úročena pouze malá část státního dluhu. Důležité je tedy modelování rizikové přirážky státních dluhopisů, která je definována jako rozdíl mezi výnosovou křivkou

státních dluhopisů a výnosovou křivkou peněžního trhu. Stejně jako v roce 2012 zvolilo Ministerstvo pro roky 2014–2016 méně konzervativní přístup k modelování rizikové přirážky. Tento přístup v předchozím roce lépe vystihl aktuální situaci na trzích a neoprávněně nezvyšoval hodnotu rizikové přirážky a tím i simulovaných úrokových nákladů státního dluhu. Ministerstvo od roku 2012 přešlo při hodnocení rizikovosti úrokových nákladů státního dluhu z ukazatele CaR 95% na ukazatel **CaR 99 %**, který byl poprvé využit při odhadu nákladů státního dluhu v roce 2011. Jedním z důvodů pro tento přechod je soulad s praxí řízení rizik ve vyspělých finančních institucích. Ukazatel CaR 95 % je nadále konstruován společně s celým pravděpodobnostním rozdělením budoucích úrokových nákladů.

Modelem očekávané **hrubé úrokové náklady v roce 2014** se nalézají na úrovni **58,3 mld. Kč**. Hrubé úrokové náklady v riziku, tj. CaR 99 % činí 66,8 mld. Kč (CaR 95 % 64,9 mld. Kč). Skutečné hrubé úrokové náklady v roce 2014 tak s 99% pravděpodobností nebudou vyšší o více než 8,5 mld. Kč oproti očekávaným nákladům. **Rozpočtované hrubé úrokové náklady** kapitoly 396 - Státní dluh v roce 2014 činí **65,2 mld. Kč** a nachází se tak na 96% kvantilu rozdělení hrubých úrokových nákladů v tomto roce.

V případě použití simulací úrokových sazeb ze Strategie financování a řízení státního dluhu na rok 2013, kde byl již ukazatel CaR na rok 2014 zkonstruován, a při použití aktuálně platného plánu financování na rok 2014 se rozpočtované hrubé úrokové náklady kapitoly 396 - Státní dluh v roce 2014 pohybují na úrovni 70% kvantilu rozdělení hrubých úrokových nákladů v roce 2014. Analýza CaR 2014 publikovaná v předchozí Strategii financování vycházela ze skutečností známých k 13. listopadu 2012. Diference v hodnotách kvantilů je zapříčiněna

kratším horizontem predikce, který způsobuje nižší volatilitu predikovaných sazeb v roce 2014. Dalším faktorem, který způsobil snížení nákladů predikovaných modelem, je pokračující pokles rizikové přirážky státních dluhopisů.

Následující tabulka detailně zobrazuje vývoj kumulovaných hrubých úrokových nákladů státního dluhu v roce 2014 predikovaných modelem vždy ke konci měsíce. Dále obsahuje příslušné kritické hodnoty CaR 95 % a CaR 99 %.

**Tabulka 28: Vývoj kumulovaných hrubých úrokových nákladů v roce 2014 (mld. Kč)**

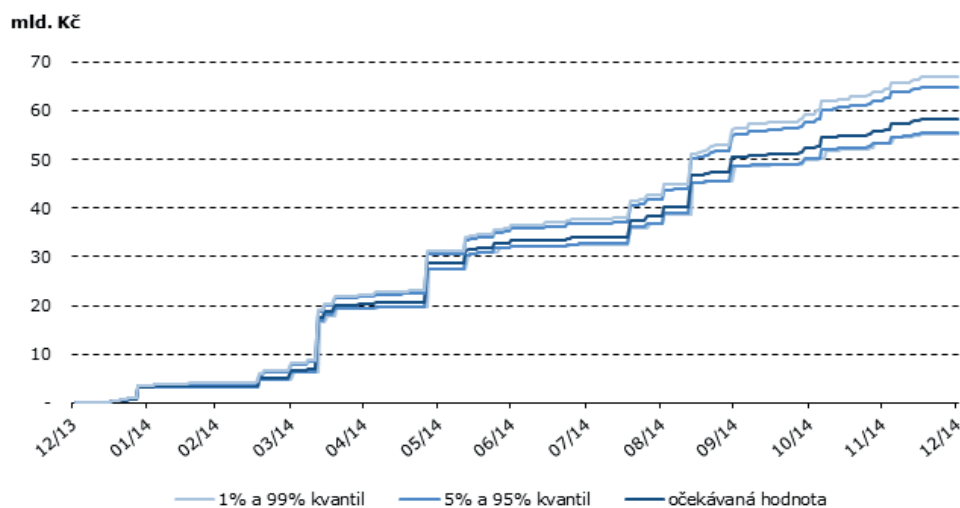
Měsíce	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.
<b>Očekávané náklady</b>	3,3	3,4	6,7	20,3	28,6	33,4	34,0	38,3	50,6	52,4	55,9	58,3
<b>Absolutní CaR 95 %</b>	3,6	4,0	7,9	21,8	30,6	35,7	36,9	41,7	55,0	57,7	62,1	64,9
<b>Absolutní CaR 99 %</b>	3,7	4,1	8,2	22,2	31,1	36,4	37,8	42,8	56,3	59,3	64,0	66,8

Zdroj: MF

Grafická prezentace simulací kumulovaných hrubých úrokových nákladů státního dluhu v roce 2014 počítaných na denní bázi je zobrazena na

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

**Obrázek 76: Simulace hrubých úrokových nákladů státního dluhu v průběhu roku 2014**



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

Modelem očekávané čisté úrokové náklady v roce 2014 se pohybují na úrovni 50,9 mld. Kč. Čisté úrokové náklady v riziku, tj. CaR 99 % činí 62,3 mld. Kč (CaR 95 % 60,0 mld. Kč). Skutečné čisté úrokové náklady v roce 2014 tak s 99% pravděpodobností nebudou vyšší o více než 11,4 mld. Kč oproti očekávaným nákladům (s 95% pravděpodobností o 9,1 mld. Kč). Rozpočtované čisté úrokové náklady státního dluhu na rok 2014

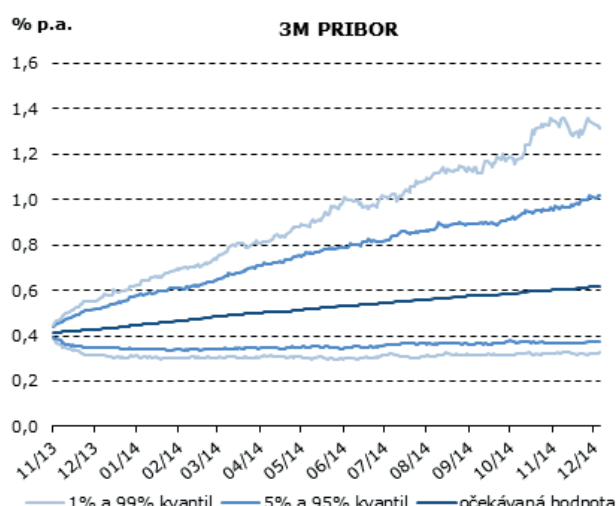
činí 57,8 mld. Kč, což odpovídá 84% kvantilu rozdělení těchto nákladů v roce 2014. Důvodem pro diferenci kvantilu čistých výdajů na obsluhu státního dluhu oproti kvantilu hrubých nákladů je skutečnost, že Ministerstvo se rozhodlo příjmy rozpočtovat méně konzervativním přístupem na základě očekávání modelu a nikoli na základě 99% kvantilu simulací jako v předchozích letech.

**Tabulka 29: Vývoj kumulovaných čistých úrokových nákladů v roce 2014 (mld. Kč)**

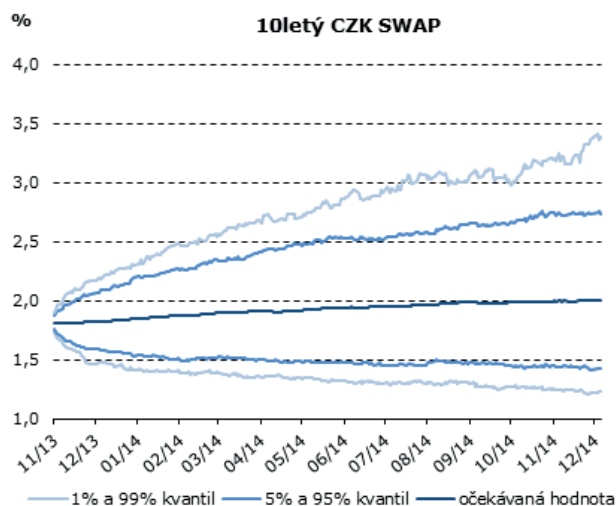
Měsíce	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.
<b>Očekávané náklady</b>	2,1	-0,2	1,8	15,1	22,5	27,1	27,5	31,6	43,7	45,3	48,5	50,9
<b>Absolutní CaR 95 %</b>	2,7	1,2	4,2	18,0	26,3	31,4	32,5	37,2	50,4	53,0	57,2	60,0
<b>Absolutní CaR 99 %</b>	2,8	1,5	4,8	18,7	27,2	32,4	33,7	38,6	52,1	55,0	59,5	62,3

Zdroj: MF

**Obrázek 77: Simulace korunových úrokových sazeb v roce 2014**



Zdroj: MF



Zdroj: MF

Ministerstvo se nadále zabývá problémem skokového zvýšení výnosů, ke kterému by mohlo dojít např. prudkým zvýšením základní sazby ČNB, náhlým zhoršením ekonomického stavu eurozóny, prudkým zvýšením rizikové přírážky ČR, atd. Ministerstvo se snaží kvantifikovat dopad těchto vlivů na úrokové náklady a příjmy kapitoly 396 - Státní dluh. Každá ekonomická událost má vliv na určitou část výnosové křivky, proto je pro Ministerstvo důležité

pozorovat posun jednotlivých částí výnosových křivek odděleně. Následující tabulka kvantifikuje důsledky možného zvýšení sazeb na krátkém konci výnosové křivky, na dlouhém konci výnosové křivky a na celé křivce rovnoměrně, vše během roku 2014. Tato analýza dále umožňuje nerovnoměrné posunutí krátkého a dlouhého konce výnosové křivky a libovolné zvolení data tohoto posunu.

**Tabulka 30: Vývoj čistých úrokových nákladů 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 čisté náklady</b>	50,9	53,6	64,3	56,8	73,4	59,5	86,9
<b>Absolutní CaR 95 %</b>	60,0	62,7	73,2	65,1	79,8	67,8	93,1
<b>Absolutní CaR 99 %</b>	62,3	65,0	75,6	67,3	81,4	70,0	94,7

Poznámka: Šok v podobě jednorázového posunu výnosové křivky nastane na počátku roku 2014.  
Zdroj: MF

**Posun výnosové křivky** korunových státních dluhopisů na jejím krátkém konci o 1 p.b. směrem nahoru by v roce 2014 přinesl zvýšení očekávaných čistých úrokových nákladů o **2,7 mld. Kč**. V případě zvýšení sazeb na dlouhém konci výnosové křivky 1 p.b. by očekávané čisté úrokové náklady kapitoly státní dluh vzrostly o **5,9 mld. Kč**. Posun celé výnosové křivky korunových státních dluhopisů o 1 p.b. směrem nahoru by měl za následek zvýšení očekávaných čistých úrokových nákladů v roce 2013 o **cca 8,7 mld. Kč**. Ministerstvo je v porovnání s rokem 2013 více vystaveno riziku posunu výnosové křivky na jejím dlouhém konci, což je dáno především snížením stavu SPP v dluhovém portfoliu a z toho plynoucí nižší hrubou emisí.

Ministerstvo dále kvantifikuje dopady neplánovaného **navýšení deficitu** státního rozpočtu na úrokové

náklady kapitoly státní dluh. V případě navýšení deficitu státního rozpočtu ČR v roce 2014 o **10,0 mld. Kč** a předpokladu financování tohoto navýšení formou rovnoměrného navýšení jmenovitých hodnot střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů prodaných v aukcích dle aktuálního emisního kalendáře by tato změna znamenala navýšení očekávaných hrubých úrokových nákladů kapitoly státní dluh o **0,2 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 nákladů a způsobí snížení čistých výdajů, náklad se projeví až v dalších letech v podobě zvýšených kuponových plateb. Při aktuálního přístupu k nákladům na obsluhu státního dluhu, by se zvýšení hrubé emise projevilo okamžitě.

V rámci tříletého simulačního horizontu Ministerstvo zároveň konstruuje ukazatele CaR i pro roky 2015 a 2016. **V roce 2015** činí hodnota ukazatele **CaR 99 %** pro čisté úrokové náklady, tj. čisté úrokové náklady v riziku **82,3 mld. Kč**. Ukazatel CaR 95 % pro rok 2015 leží na úrovni 73,6 mld. Kč. Skutečně dosažené čisté úrokové náklady v roce 2015 by tak s 99% pravděpodobností neměly překročit hranici 82,3 mld. Kč. Očekávané čisté úrokové náklady státního dluhu v roce 2015 jsou modelem predikovány na úrovni 55,2 mld. Kč.

**Očekávané hrubé úrokové náklady** v roce 2015 jsou modelem predikovány na úrovni **62,2 mld. Kč**. Následující tabulka detailně zobrazuje vývoj kumulovaných očekávaných hrubých úrokových nákladů státního dluhu v roce 2015 vždy ke konci měsíce. Tabulka dále obsahuje příslušné kritické hodnoty ukazatelů CaR 95 % a CaR 99 %.

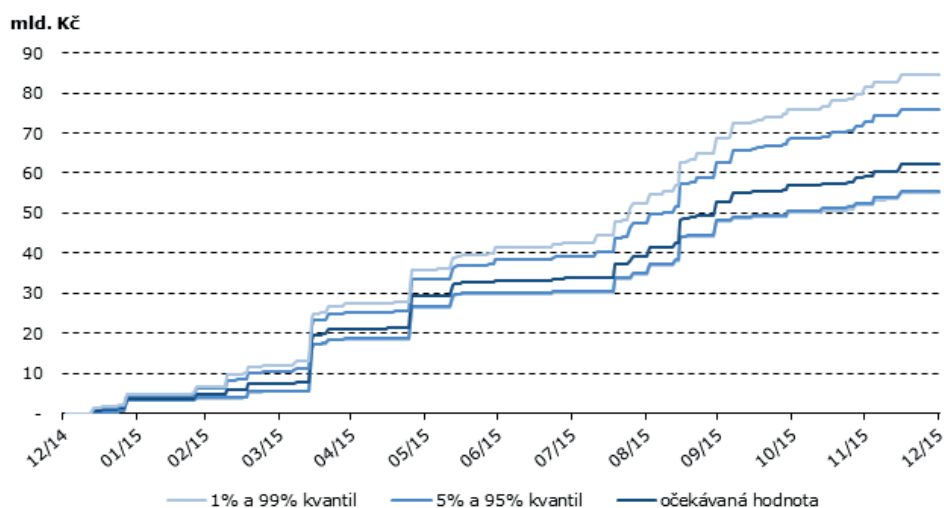
Rozdíl mezi ukazatelem CaR 99 % a očekávanými náklady je v roce 2015 vyšší než stejný rozdíl v roce 2014. Důvodem pro tuto diferenci je vyšší nejistota při delším horizontu predikce výnosových křivek, což zvyšuje volatilitu sazeb.

**Tabulka 31: Vývoj kumulovaných hrubých úrokových nákladů v roce 2015 (mld. Kč)**

Měsíce	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.
<b>Očekávané náklady</b>	3,7	4,8	7,5	21,2	29,3	33,1	33,7	39,2	52,9	56,8	59,1	62,2
<b>Absolutní CaR 95 %</b>	4,5	6,1	10,5	25,1	33,5	38,3	39,2	47,5	62,7	68,5	72,9	76,0
<b>Absolutní CaR 99 %</b>	4,8	6,8	12,1	27,3	35,8	41,4	42,7	52,5	68,7	75,9	81,5	84,7

Zdroj: MF

**Obrázek 78: Simulace hrubých úrokových nákladů státního dluhu v průběhu roku 2015**



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

**V roce 2016** činí hodnota ukazatele CaR 99 % pro čisté úrokové náklady tj. čisté úrokové náklady v riziku, **96,7 mld. Kč**. Ukazatel CaR 95 % pro rok 2016 leží na úrovni 83,8 mld. Kč. Skutečně dosažené čisté úrokové náklady v roce 2016 by tak s 99% pravděpodobností neměly překročit hranici 96,7 mld. Kč. Očekávané čisté úrokové náklady státního dluhu v roce 2016 jsou modelem predikovány na úrovni **61,7 mld. Kč**.

**Očekávané hrubé úrokové náklady** v roce 2016 jsou modelem predikovány na úrovni **65,1 mld. Kč**.

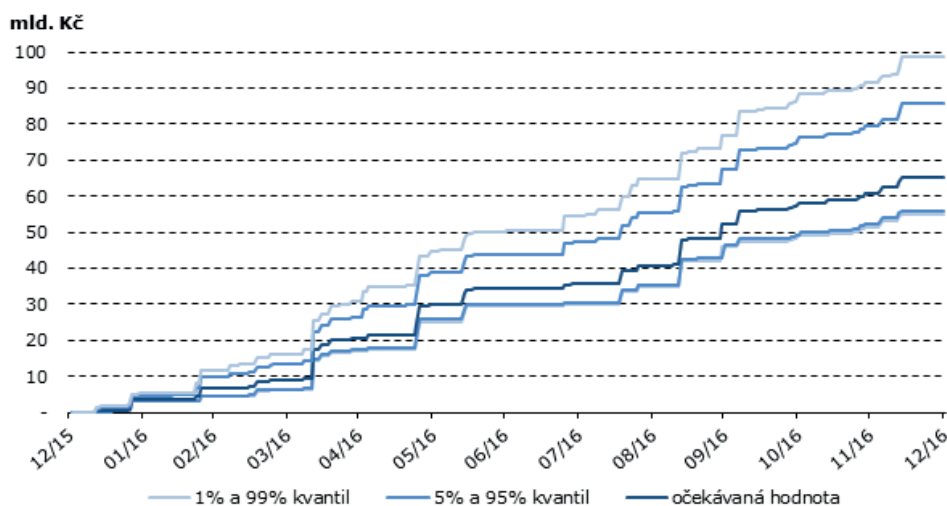
Následující tabulka detailně zobrazuje vývoj kumulovaných očekávaných hrubých úrokových nákladů státního dluhu v roce 2016 vždy ke konci měsíce. Tabulka dále obsahuje příslušné kritické hodnoty ukazatelů CaR 95 % a CaR 99 %.

Rozdíl mezi ukazatelem CaR 99 % a očekávanými náklady je v roce 2016 vyšší než stejný rozdíl v letech 2014 a 2015. Důvodem pro tuto diferenci je vyšší nejistota při delším horizontu predikce výnosových křivek, což zvyšuje volatilitu sazeb.

**Tabulka 32: Vývoj kumulovaných hrubých úrokových nákladů v roce 2016 (mld. Kč)**

Měsíce	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.
<b>Očekávané náklady</b>	3,6	6,5	8,8	20,6	29,8	34,2	35,6	40,9	52,2	58,2	60,6	65,1
<b>Absolutní CaR 95 %</b>	4,6	9,7	13,3	26,5	38,9	43,7	47,1	55,5	67,4	76,6	79,4	85,6
<b>Absolutní CaR 99 %</b>	5,4	11,5	16,2	30,8	44,9	50,2	54,7	64,6	77,0	88,5	91,7	98,8

Zdroj: MF

**Obrázek 79: Simulace hrubých úrokových nákladů státního dluhu v průběhu roku 2016**

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

## Efektivní hranice

Cílem Ministerstva je vždy na prvním místě bezproblémové profinancování hrubé výpůjční potřeby centrální vlády při minimálních nákladech spojených s konkrétní úrovní rizika. Vzhledem k tomu, že financování hrubé výpůjční potřeby je v roce 2014 tvořeno výhradně 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. Fluktuační 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 znovuotevření, a v den své splatnosti je nahrazen dluhopisem opět s touto konstantní dobou do splatnosti. Efektivní hranice představuje takovou hranici kombinace rizika a očekávaných nákladů, která nemůže být žádným jiným alternativním dluhovým portfoliem překročena. Neexistuje tedy žádné dluhové portfolio, které by umožňovalo snížit riziko a zároveň

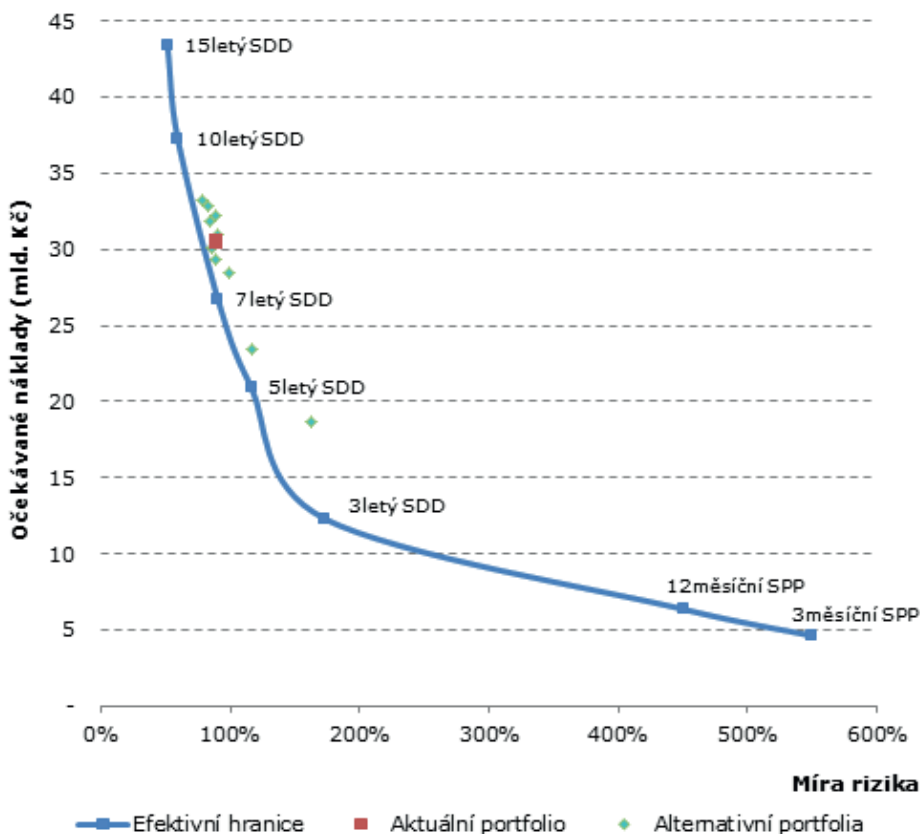
očekávané náklady pod riziko a očekávané náklady portfolií obsahující pouze dluhopisy s konstantní dobou do splatnosti.

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 znovuotevření 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. 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 80: Efektivní hranice a alternativní dluhová portfolia**



Zdroj: MF

Očekávané náklady jednotlivých dluhových portfolií představují kumulované očekávané náklady na obsluhu nově vydaného státního dluhu v letech 2014 až 2016. Ve všech případech jsou náklady vyjádřeny akruálně, 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 2014 až 2016, konkrétně se na vodorovné ose jedná o maximální možnou procentní změnu očekávaných nákladů, při které 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 aktualizované náklady nově vydaného dluhu dle skutečných emisních kalendářů činí 30,6 mld. Kč s rizikem 90,0 %. Existuje tedy riziko, že skutečně realizované náklady za následující 3 roky převýší očekávané náklady o 90,0 %, v absolutním vyjádření o 27,5 mld. Kč. 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 management.

## Měnové riziko

Měnové riziko je dalším tržním rizikem, kterému je vystaveno portfolio státního dluhu. Počínaje rokem 2011 Ministerstvo toto riziko aktivně řídí. Počínaje rokem 2014 začíná Ministerstvo řídit čistou cizoměnovou expozici státního dluhu. Změnou v metodice Ministerstvo zohlední i cizoměnovou expozici státních finančních aktiv, která snižuje cizoměnovou expozici dluhového portfolia, což poskytne věrohodnější obraz o skutečném měnovém riziku.

V této souvislosti Ministerstvo rozlišuje čistou cizoměnovou expozici státního dluhu a cizoměnový státní dluh. Cizoměnový státní dluh představuje celkovou jmenovitou hodnotu dluhového portfolia denominovanou v cizí měně. Čistá cizoměnová expozice představuje rozdíl mezi cizoměnovou expozicí státního dluhu a cizoměnovou expozicí státních finančních aktiv a vypovídá o reálném tržním riziku, kterému je cizoměnový dluh vystaven z titulu pohybu měnových kurzů. Výše čisté cizoměnové expozice státního dluhu je ovlivněna především derivátovými transakcemi, které zajišťují část cizoměnového dluhu proti nepříznivému vývoji měnových kurzů. Klíčovým ukazatelem zavedeným v souvislosti s řízením měnového rizika je podíl čisté cizoměnové expozice státního dluhu na celkovém státním dluhu, pro který byla ve střednědobém výhledu stanovena strategická limitní hranice ve výši 15 % + 2 p.b.

Pro rok 2014 tedy platí, že podíl čisté cizoměnové expozice státního dluhu na celkovém státním dluhu nesmí překročit hranici ve výši 15 % + 2 p.b. Opět platí, že dlouhodobé překročení 15% hranice není možné. Podíl čisté cizoměnové expozice státního dluhu na celkovém státním dluhu může překročit limitní hranici 15 % až o 2 p.b., což však slouží pouze ke krátkodobému překlenutí nenadálé depreciace domácí měny, viz například po ohlášení devizových intervencí ČNB proti koruně dne 7. listopadu 2013 se skokově zvýšil kurz EUR/CZK o 1,2 Kč.

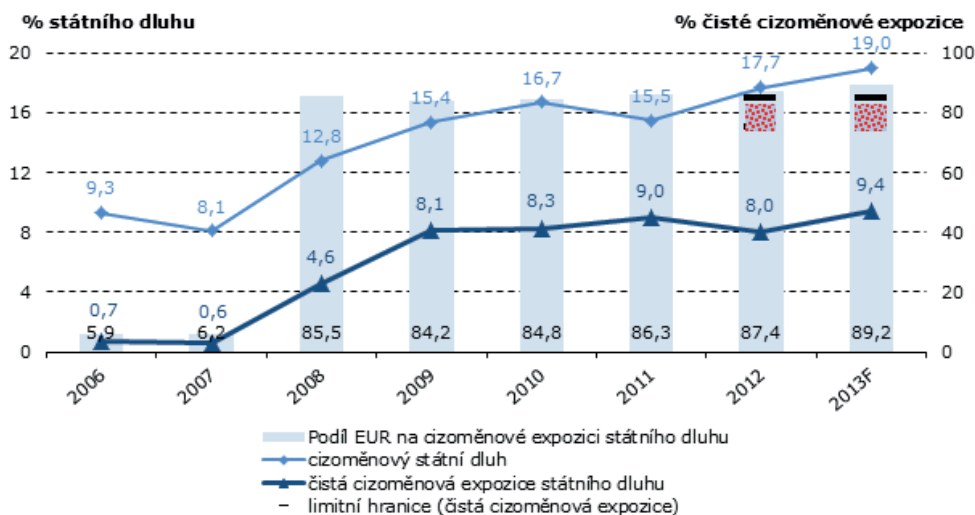
Ke konci roku 2013 je predikována hodnota čisté cizoměnové expozice ve výši 158,6 mld. Kč, což představuje 9,4 % celkového státního dluhu, a pohybuje se tak bezpečně pod svojí limitní hranicí. Oproti konci roku 2012 došlo k nárůstu ukazatele o 1,4 p.b. především díky oslabení koruny během roku 2013. Podíl cizoměnového státního dluhu na celkovém státním dluhu ke konci roku 2013 predikuje Ministerstvo na úrovni 19,0 %, když oproti konci roku 2012 došlo k nárůstu ukazatele o 1,3 p.b. K nárůstu obou ukazatelů během roku 2013 došlo z důvodu zahájení měnových intervencí prováděných Českou národní bankou, které mají za cíl depreciaci domácí měny nad úroveň 27,00 EUR/CZK, což má přímý vliv na výši cizoměnových závazků vyjádřených v domácí měně.

V roce 2013 nerealizovalo Ministerstvo žádnou zahraniční emisi na zahraničních finančních

tržích z důvodu revize hrubé výpůjční potřeby a z ní vyplývající revize programu financování v důsledku signifikantního přírůstku disponibilního zůstatku státní pokladny v souvislosti s rozšířením

souhrnného účtu. Ministerstvo nadále monitoruje situaci na zahraničních tržích se záměrem vydat za příznivých podmínek novou syndikovanou benchmarkovou emisí.

**Obrázek 81: Čistá cizoměnová expozice a cizoměnový státní dluh**



Poznámka: Ke konci jednotlivých let.  
Zdroj: MF

Ministerstvo rovněž sleduje podíl čisté cizoměnové expozice denominované v měně euro vůči celkové čisté cizoměnové expozici státního dluhu. Dominance eura v čisté cizoměnové expozici je patrná od roku 2008. Ke konci roku 2013 Ministerstvo predikuje podíl eura na celkové čisté cizoměnové expozici státního dluhu ve výši 89,0 %,

když oproti konci roku 2012 dochází k nárůstu hodnoty ukazatele o 1,6 p.b. Tento nárůst je opět způsoben již zmíněnými měnovými intervencemi prováděnými Českou národní bankou, které zvýšily čistou expozici státního dluhu denominované v eurech, a snížením stavu státních finančních aktiv denominovaných v eurech.



## 7 - Primární a sekundární trh státních dluhopisů

### Primární dealeri a metodologie jejich hodnocení

Skupina primárních dealerů českých státních dluhopisů je potvrzována Ministerstvem na každý kalendářní rok. Česká republika bude mít pro rok 2014 celkem 13 níže uvedených primárních dealerů, což je stejný počet jako v průběhu většiny

roku 2013. K 1. listopadu 2013 ukončila činnost primárního dealera The Royal Bank of Scotland plc a novým primárním dealerem se pro rok 2014 stane Morgan Stanley & Co International PLC.

**Tabulka 33: Primární dealeri českých státních dluhopisů v letech 2013 a 2014**

Rok 2013	Rok 2014
Barclays Bank PLC	Barclays Bank PLC
Citibank Europe plc	Citibank Europe plc
Česká spořitelna, a.s.	Česká spořitelna, a.s.
Československá obchodní banka, a. s.	Československá obchodní banka, a. s.
Deutsche Bank AG	Deutsche Bank AG
Goldman Sachs International	Goldman Sachs International
HSBC Bank plc	HSBC Bank plc
ING Bank N. V.	ING Bank N. V.
J. P. Morgan Securities plc	J. P. Morgan Securities plc
Komerční banka, a.s.	Komerční banka, a.s.
PPF banka, a.s.	Morgan Stanley & Co International PLC
The Royal Bank of Scotland	PPF banka, a.s.
UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s.	UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s.

Zdroj: MF

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 (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.

Povinností primárního dealera je nakoupit vždy během čtyř po sobě jdoucích čtvrtletích 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 platforma MTS Czech Republic, která byla uvedena do provozu k datu 1. července 2011.

Primárnímu dealerovi náleží právo exkluzivního přístupu do aukcí státních dluhopisů a operací Ministerstva na sekundárním trhu jako jsou zpětné odkupování státních dluhopisů, přímé sekundární prodeje, zápujční 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, minimálně jednou za čtvrtletí, a podílet se mimo jiné na přípravě emisních kalendářů státních dluhopisů a navrhnout alternativní instrumenty financování výpůjční potřeby státu, včetně navazujících operací pro řízení rizik.

Nové znění Dohody, které vejde v platnost od 1. ledna 2014 se zásadním způsobem neodlišuje od stávajícího a tedy nemění práva a povinnosti primárního dealera. Systém zasílaných upozornění v případě nedodržení jedné ze dvou klíčových povinností se v průběhu roku 2013 osvědčil a v této praxi bude Ministerstvo i nadále pokračovat. 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. Aktuální hodnocení je zveřejňováno poslední pracovní den v měsíci následujícím po konci daného čtvrtletí.

**Tabulka 34: Kritéria hodnocení primárních dealerů platná k 1. lednu 2014**

A. Primární trh	45 b	B. Sekundární trh a operace s likviditou	40 b	C. Kvalitativní kritérium	15b
A.1. Podíl na primárním trhu SDD	25 b	B.1. Hodnocení kotečnických povinností na DETS	9 b	C.1. Derivátové operace	8 b
A.2. Spolehlivost aukční poptávky	5 b	B.2. Kvalita kotečnické 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

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

Kvantitativní hodnocení v rámci kritéria B., které vychází zejména z dostupných statistických a monitorovacích nástrojů platformy MTS Czech Republic, se soustředí na kotečnickou činnost, její kvalitu, zobchodované objemy a obchody s Ministerstvem. Hodnocení plnění kotečnických povinností je dále předmětem prvního subkritéria. Kvalitou kotečnické činnosti se rozumí hodnocení průměrného kotovaného rozpětí váženého časem a celkovou jmenovitou hodnotou, jež je dále zohledněno dobou do splatnosti daného dluhopisu. Obdobně se i u dalšího subkritéria zobchodované objemy váží dobou do splatnosti dluhopisu. U následujícího subkritéria je primární dealer hodnocen na základě podílu celkové jmenovité hodnoty jím uskutečněných obchodů (typu

repo operace, buy/sell back operace, depo operace, zápůjční facility 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. Primární dealeri jsou hodnoceni vzestupně v závislosti na jimi poskytnutých cenách různých derivátových instrumentů. Ministerstvo dále hodnotí kvalitu činnosti v oblasti poradenství, schopnosti spolupráce a sdílení informací, lidských a technických zdrojů vztahujících se k řízení rizik a optimalizaci dluhového portfolia. Součástí subkritéria C.2 je rovněž hodnocení analytických výstupů či ekonomických analýz, jež primární dealeri mohou nově zasílat do speciálně zřízené emailové schránky Ministerstva.

Pro rok 2014 nejsou plánovány žádné významné úpravy Pravidel pro primární prodej státních dluhopisů organizovaný Českou národní bankou (dále Pravidla) a předpokládá se jejich stávající znění účinné k datu 1. ledna 2012, včetně možnosti organizace více aukcí v jeden aukční den, stávajících podmínek konkurenční části aukce SDD a stávajících podmínek přístupu primárních dealerů do nekonkurenční části aukce SDD.

## Sekundární trh státních dluhopisů a MTS Czech Republic

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 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 provoz ostrý. 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. Cestou za tímto úkolem Ministerstvo financí postupně rozšířilo na základě rozhodnutí řídicího výboru MTS Czech Republic, jež je složen ze zástupců Ministerstva a primárních dealerů, seznam benchmarkových emisí o všechny nově vydané státní dluhopisy v roce 2013 se splatnostmi v letech 2016, 2019 a 2028, jejichž jmenovitá hodnota v oběhu byla dostatečná, aby umožňovala plnění povinností tvůrce trhu. Ministerstvo nadále přímými prodeji znovu otevíralo emise, které se již neobjevují v aukcích, a rovněž poskytovalo zápůjční facility pro případ pokrytí krátké pozice některého z primárních dealerů.

**Tabulka 35: Benchmarkové emise státních dluhopisů**

Číslo emise	Název emise	ISIN	kupon	Datum splatnosti	Splatnostní koš
60. emise <sup>1</sup>	ČR, 3,40 %, 15	CZ0001002737	3,40 %	01. 09. 2015	A
77. emise <sup>2</sup>	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
41. emise	ČR, 4,60 %, 18	CZ0001000822	4,60 %	18. 08. 2018	B
76. emise <sup>3</sup>	ČR, 1,50 %, 19	CZ0001003834	1,50 %	29. 10. 2019	B
56. emise	ČR, 5,00 %, 19	CZ0001002471	5,00 %	04. 11. 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
78. emise <sup>4</sup>	ČR, 2,50 %, 28	CZ0001003859	2,50 %	25. 08. 2028	D

<sup>1</sup> Emise bude vyřazena z benchmarkových emisí od 1. 6. 2014

<sup>2</sup> Emise byla zařazena mezi benchmarkové od 1. 10. 2013

<sup>3</sup> Emise byla zařazena mezi benchmarkové od 8. 4. 2013

<sup>4</sup> Emise byla zařazena mezi benchmarkové od 1. 10. 2013

Poznámka: Nové emise fixně úročených SDD v roce 2014 se splatností v roce 2018, 2025 nebo 2026 budou také zařazeny mezi benchmarkové.

Zdroj: MF

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 doby do splatnosti, a minimálně 5 hodin během jednoho obchodního dne. Kotované ceny se však musí nacházet v rámci konkurenčního rozpětí, které se stanovuje na denní bázi u každého povinně

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

**Tabulka 37: Splatnostní koše dle minimální kotované jmenovité hodnoty na platformě MTS Czech Republic**

<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

Zdroj: MF

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

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

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

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

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

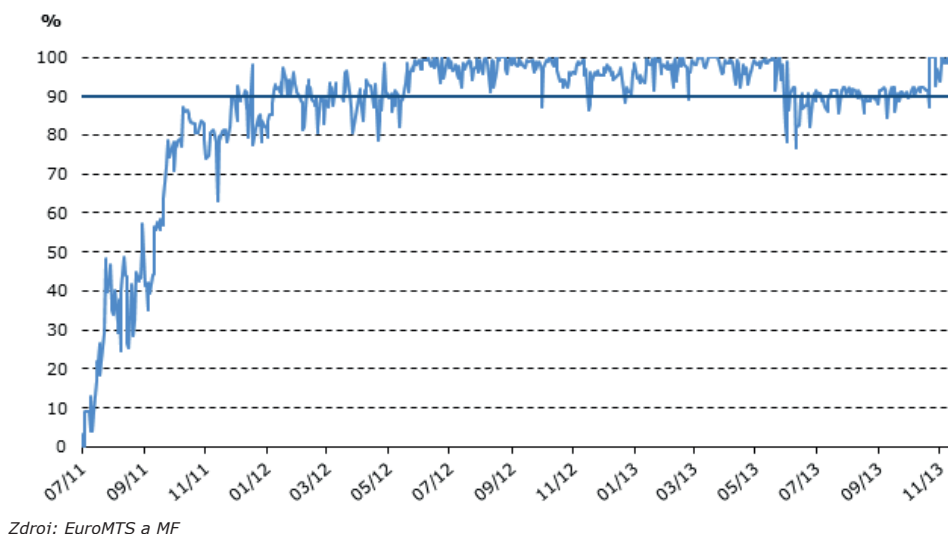
$$CR_{o,d,i} = \sum_{n=1}^{SQ_{o,d,i}} \left[ \text{IF} \left( S_{i,d,o} \leq MCS_{o,d}; \frac{t'_{n,i,d,o} - t_{n,i,d,o}}{5}; 0 \right) \right]$$

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

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

Vzhledem ke zvýšené volatilitě globálních dluhopisových trhů a k pilotnímu provozu bylo během druhé poloviny roku 2011 skutečné plnění kotečních povinností primárních dealerů nedostatečné. Od roku 2012 již průměrné plnění oscilovalo kolem 90 %. Příznivý vývoj byl počínaje červnem 2013 krátkodobě přerušen zejména z důvodu zvýšené nejistoty ohledně budoucí měnové politiky americké centrální banky. Přestože plnění kotečních povinností neklesalo významněji pod 90% hranici ani ve druhé polovině letošního roku, negativně se projevilo přerušení plnění kotečních povinností ze strany jednoho primárního dealera, který formálně ukončil svou činnost až od listopadu.

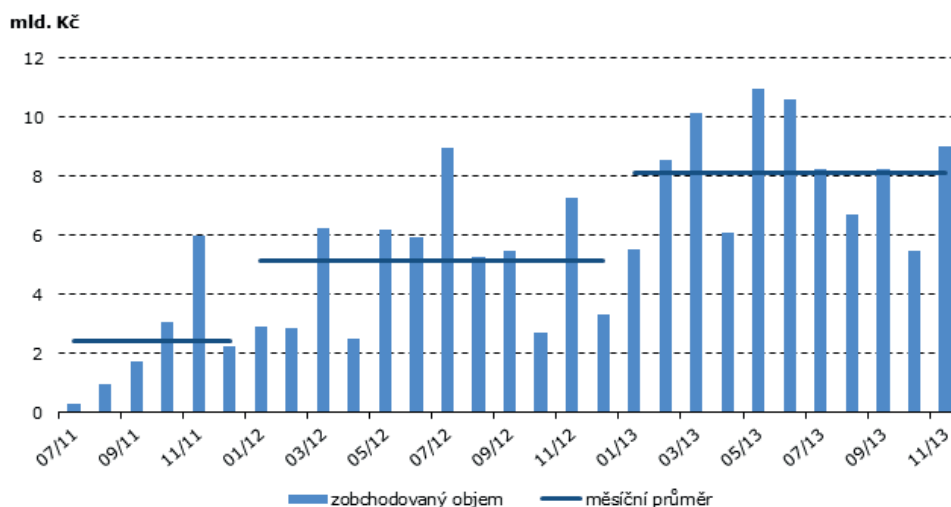
**Obrázek 82: Průměrné denní plnění kotečních povinností dealerů na MTS Czech Republic**



Rovněž u zobchodovaných jmenovitých hodnot byl patrný vzrůstající trend, který se později ustálil v průměru téměř na 8 mld. Kč uzavřených obchodů

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

**Obrázek 83: Jmenovitá hodnota obchodů na MTS Czech Republic**

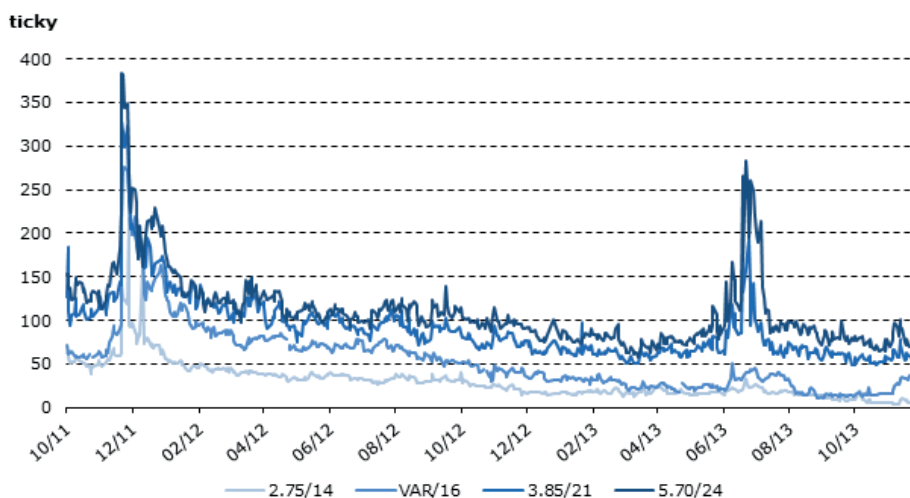


Poznámka: Do výše uvedených obchodů nejsou obchody Ministerstva na sekundárním trhu započteny.  
Zdroj: EuroMTS a MF

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 trend obnoven rovněž v případě rozpětí kotovaných cen. Ke stabilizaci trhu a postupnému snižování výše cenových rozpětí

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

**Obrázek 84: Rozpětí „bid“ a „offer“ cen vybraných dluhopisů na MTS Czech Republic**



Zdroj: EuroMTS a MF

Strategie rozvoje sekundárního trhu prostřednictvím MTS Czech Republic se soustředí zejména na flexibilní využívání dostupných nástrojů MTS a bezproblémový chod systému. Ministerstvo hodnotí velice kladně vývoj v plnění kotečních povinností zejména s přihlédnutím k významnému

rozšíření okruhu benchmarkových emisí v roce 2013. Zápůjční facility, zpětné odkupy a přímé prodeje budou v průběhu roku 2014 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 platformy MTS Czech Republic. Zpětné odkupy státních dluhopisů před datem jejich splatnosti a přímé prodeje státních dluhopisů z vlastního portfolia Ministerstva, se staly již po dva roky nedílnou součástí plánované emisní činnosti a přispívají k efektivnímu řízení likvidity a refinančního rizika a podpoře likvidity domácího dluhopisového trhu.

Přímé prodeje a zpětné odkupy budou realizovány dle Dohody většinou ve středu mezi 11 a 12 hodinou a 14 a 15 hodinou SEČ. 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, kdy se daný státní dluhopis dává do prodeje v aukci ani v týdnu předcházejícím či následujícím po této aukci. Za účelem nejvyšší možné míry transparentnosti informuje Ministerstvo o záměru provést zpětný odkup či přímý prodej na sekundárním trhu všechny primární dealery 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.

Ministerstvo nadále pokračovalo i v průběhu roku 2013 v realizaci krátkodobé zápůjční facility státních dluhopisů pro primární dealery. V této činnosti v závislosti na vybudování dostatečné zásoby státních dluhopisů ve vlastním portfoliu plánuje Ministerstvo pokračovat. Dle dodatku Dohody a totožného nového znění Dohody účinného od 1. ledna 2014 jsou zápůjční facility dostupné formou repo operací, kdy si primární dealer může vypůjčit státní dluhopis a Ministerstvu proti tomu poskytne korunovou likviditu. Dohodnutá sazba, za kterou si Ministerstvo vypůjčí likviditu, musí být nižší než sazba reverzní repo operace se stejnou dobou splatnosti a ve stejné celkové jmenovité hodnotě, kterou Ministerstvo uzavírá s tímto či jiným primárním dealerem v daném okamžiku. Během roku 2013 se uskutečnilo 38 repo operací tohoto typu, jehož primárním cílem není výpůjčka peněžních prostředků za účelem financování hrubé výpůjční potřeby vlády, nýbrž podpora likvidity trhu státních dluhopisů. Od předchozího roku 2012 se jedná o významný nárůst počtu transakcí realizovaných i z investičního portfolia Ministerstva.

**Tabulka 38: Jmenovitá hodnota operací Ministerstva na sekundárním trhu v roce 2013 (mld. Kč)**

	1Q	2Q	3Q	4Q	2013
<b>Zpětné odkupy</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>7,455</b>	<b>7,455</b>
ČR 2,75 %, 14	0	0	0	3,974	3,974
ČR 3,80 %, 15	0	0	0	3,481	3,481
<b>Přímé prodeje</b>	<b>2,270</b>	<b>1,854</b>	<b>2,697</b>	<b>0,267</b>	<b>5,009</b>
ČR 3,40 %, 15	0	0,424	0	0	0,424
ČR VAR %, 16	0,400	0,660	0,200	0	1,260
ČR VAR %, 17	0	0	0	0,083	0,083
ČR 4,60 %, 18	0,700	0	0,368	0	1,068
ČR 3,75 %, 20	0	0	0	0,084	0,084
ČR VAR %, 23	0,300	0	0	0	0,300
ČR 4,85 %, 57	0,870	0,770	0,050	0,100	1,790
<b>Zápůjční facility</b>	<b>5,000</b>	<b>4,600</b>	<b>6,806</b>	<b>6,692</b>	<b>23,098</b>
ČR 0,50 %, 16	0	0	1,669	1,306	2,975
ČR 4,00 %, 17	0	0	0,400	1,160	1,560
ČR 4,60 %, 18	0	1,000	1,000	2,000	4,000
ČR 5,00 %, 19	0	0	0	1,270	1,270
ČR 4,70 %, 22	1,140	1,660	1,000	0	3,800
ČR VAR %, 23	2,860	0	1,500	0	4,360
ČR 5,70 %, 24	1,000	1,940	1,237	0,956	5,133
<b>Celkem</b>	<b>7,270</b>	<b>6,454</b>	<b>9,503</b>	<b>14,414</b>	<b>35,562</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

Na podzim roku 2013 přikročilo Ministerstvo vzhledem k vývoji na devizovém trhu místo využívání původního přístupu fixování ceny zpětných odkupů Ministerstvem k zasílání nabídek cen ze strany primárních dealerů. Co se týče taktiky provádění zpětných odkupů, Ministerstvo bude i nadále využívat obou způsobů stanovení ceny tak, aby zejména v souvislosti s efektním 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, znovu odešle upravené (ze strany jak objemu, tak ceny) nebo přijme.

Ministerstvo doposud provádělo tyto operace pouze s domácími SDD se zbytkovou dobou do splatnosti do 1 roku. V průběhu roku 2014 může

Ministerstvo v případě dohody s primárními dealery zahájit také zpětné odkupy SDD s delší zbytkovou dobou do splatnosti, které by se zaměřovaly zejména na méně likvidní emise SDD, které nemají benchmarkový status a nejsou povinně kotovány primárními dealery na DETS a které by zároveň v období realizace zpětného odkupu mohly být nahrazeny prodejem SDD s benchmarkovým statusem 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. V roce 2014 se nabízí zejména využívání tzv. výměnných (switch) aukcí prostřednictvím MTS Czech Republic v případě dvou dluhopisů splatných v roce 2016. Málo likvidní státní dluhopis ČR, 6,95%, 16 by byl odkupován z trhu přímou výměnou za dodatečné emise benchmarkového dluhopisu ČR, 0,50%, 16, jehož emitované množství prostřednictvím primárních aukcí se Ministerstvo rozhodlo v roce 2014 omezit z důvodu řízení refinančního rizika. Tyto operace by nevedly ke snížení ukazatele průměrné doby do splatnosti a zároveň by podpořily likviditu daných benchmarkových emisí.

## Příloha

### Alternativní přístupy k hrubé výpůjční potřebě centrální vlády

Všechny možné mezinárodně používané přístupy ke kalkulaci hrubé výpůjční potřeby centrální vlády jsou v souladu s metodami OECD uváděnými např. v Hans J. Blommestein: *A Suggested New Approach to the Measurement and Reporting of Gross Short-Term Borrowing Operations by Governments*, OECD Journal – Financial Market Trends, 2010. Jednotlivé metody se liší především v pojetí kalkulace krátkodobé hrubé výpůjční potřeby, tj. ve způsobu započtení splátek instrumentů peněžního trhu, resp. splátek dluhu s původní dobou do splatnosti do 1 roku, splatných během daného roku. Označíme-li celkové příjmy státního rozpočtu jako T a celkové výdaje státního rozpočtu jako G, potom schodek státního rozpočtu BD, resp.

přebytek státního rozpočtu (BS) lze vyjádřit jako  $BD = -BS = [-(T-G)]$ . Krátkodobá čistá výpůjční potřeba v příslušném roce t v horizontu do jednoho roku  $NBR(ST)_t$  je pak zjednodušeně pro potřeby ilustrace v této příloze určena výší hotovostního schodku státního rozpočtu v daném roce. Dluhové portfolio je složeno z krátkodobých a dlouhodobých instrumentů, které je nutné v průběhu daného roku splácet. Celková výše splátek TR je rovna součtu celkových splátek krátkodobého dluhu  $TR(ST)$  a celkových splátek dlouhodobého dluhu  $TR(LT)$ . Krátkodobá hrubá výpůjční potřeba v daném roce t je pak rovna součtu celkových splátek dluhu a krátkodobé čisté výpůjční potřeby v daném roce, tj.:

$$GBR(ST)_t = TR + NBR(ST)_t = TR + BR = TR - BS$$

První metoda, která byla používána až do roku 2013 také v případě České republiky, nebere v úvahu splátky a revolving krátkodobých instrumentů a do výpočtu krátkodobé hrubé výpůjční potřeby

zahrnuje krátkodobou čistou výpůjční potřebu a celkové splátky dlouhodobého dluhu s původní splatností nad 1 rok se zbytkovou splatností do 1 roku, tj.:

$$GBR(ST)_t = TR(LT)_t + NBR(ST)_t$$

Druhá metoda bere při výpočtu krátkodobé hrubé výpůjční potřeby v úvahu stav krátkodobého dluhu ke konci předchozího roku  $D(ST)_{t-1}$  splatného v následujícím roce, který se skládá zejména ze státních pokladničních poukázek  $D(TB)_{t-1}$  a ostatních instrumentů peněžního trhu

a hotovostních operací  $D(CASH)_{t-1}$  v podobě repo operací, přijatých krátkodobých půjček a úvěrů a případných denních hotovostních operací, celkové splátky dlouhodobého dluhu s původní splatností nad 1 rok se zbytkovou splatností do 1 roku a výší krátkodobé čisté výpůjční potřeby, tj.:

$$GBR(ST)_t = TR(LT)_t + D(ST)_{t-1} + NBR(ST)_t = TR(LT)_t + D(TB)_{t-1} + D(CASH)_{t-1} + NBR(ST)_t$$

Třetí metoda bere při výpočtu krátkodobé hrubé výpůjční potřeby v úvahu veškeré splátky dlouhodobého dluhu s původní splatností nad 1 rok se zbytkovou splatností do 1 roku, splátky

a revolving státních pokladničních poukázek, stav ostatního krátkodobého dluhu ke konci předchozího roku a výší krátkodobé čisté výpůjční potřeby, tj.:

$$GBR(ST)_t = TR(LT)_t + TR(TB)_t + D(CASH)_{t-1} + NBR(ST)_t$$

Poslední metoda zahrnuje do kalkulace hrubé výpůjční potřeby všechny splátky jako v třetí metodě a přidává revolving ostatních krátkodobých

instrumentů, včetně případných denních hotovostních operací v průběhu roku, tj.:

$$GBR(ST)_t = TR(LT)_t + TR(ST)_t + NBR(ST)_t = TR(LT)_t + TR(TB)_t + TR(CASH)_t + NBR(ST)_t$$

Porovnáním dosažených hodnot hrubé výpůjční potřeby dle různých přístupů vyplývá, že první metoda podhodnocuje výši hrubé výpůjční potřeby z důvodu nezahrnutí splátek krátkodobých instrumentů. Naopak třetí a čtvrtá metoda nadhodnocují výši hrubé výpůjční potřeby zahrnutím veškerých revolvingových a refinančních operací s peněžními instrumenty v rámci daného roku. Například pokud by v případě čtvrté metody došlo k rozhodnutí využívat v rámci výpůjčních operací celý rok denní depo operaci ve výši 2 mld. Kč, pak by pouze z titulu této operace došlo k nárůstu hrubé výpůjční potřeby o 500 mld. Kč (v případě 250

pracovních dní v roce). Je zřejmé, že by tak docházelo k neúměrnému zkreslení finanční pozice země, které neodpovídá významu této výpůjční operace při financování státu. Druhá metoda, kterou pro kalkulaci hrubé výpůjční potřeby doporučuje OECD za účelem standardizace a zajištění smysluplnosti mezinárodní komparace mezi jednotlivými zeměmi, a kterou bude Ministerstvo financí v případě České republiky nově používat počínaje publikováním této Strategie, představuje kompromis mezi uvedenými metodami v souvislosti se způsobem zahrnutí operací s krátkodobými instrumenty dluhového portfolia.



**Tabulka 39: Alternativní metody stanovení hrubé výpůjční potřeby (mld. Kč)**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	Skutečnost				Predikce	Plán (základní scénář)		
<b>Čistá výpůjční potřeba</b>	<b>178,2</b>	<b>168,2</b>	<b>151,0</b>	<b>172,8</b>	<b>2,3</b>	<b>113,6</b>	<b>121,4</b>	<b>120,8</b>
Splátky dlouhodobého státního dluhu	100,8	84,1	105,2	136,6	118,4	165,6	148,6	182,6
Stav peněžních instrumentů na začátku roku	78,7	88,1	113,3	162,6	189,1	120,9	120,9	120,9
Revolving SPP	21,4	55,7	74,4	58,4	51,3	25,0	25,0	25,0
Revolving ostatních peněžních instrumentů	2,8	7,5	20,6	22,4	28,2	25,0	25,0	25,0
<b>Hrubá výpůjční potřeba</b>								
Metoda 1	279,0	252,6	256,2	309,4	120,7	279,2	270,0	303,4
Metoda 3	379,2	396,2	443,9	530,4	361,1	425,1	416,0	449,4
Metoda 4	382,0	403,7	464,5	552,8	389,3	450,1	441,0	474,4
<b>Metoda 2 – doporučená</b>	<b>357,7</b>	<b>340,5</b>	<b>369,5</b>	<b>472,0</b>	<b>309,9</b>	<b>400,1</b>	<b>390,9</b>	<b>424,3</b>

Zdroj: MF a OECD

**Tabulka 40: Revolvingové a refinanční operace v rámci roku (mld. Kč)**

	2011	2012	2013P
	Skutečnost	Skutečnost	Predikce
<b>Stav k 1. 1.</b>	<b>113,331</b>	<b>162,609</b>	<b>189,135</b>
SPP	113,331	162,609	189,135
Zápůjční facilita SDD	0	0	0
Repo operace	0	0	0
Přijaté depa, půjčky a úvěry	0	0	0
Přijatý peněžní kolaterál	0	0	0
Hotovostní operace	0	0	0
<b>Čistá změna celkem</b>	<b>49,278</b>	<b>26,526</b>	<b>-68,244</b>
SPP	49,278	26,526	-68,244
Zápůjční facilita SDD	0	0	0
Repo operace	0	0	0
Přijaté depa, půjčky a úvěry	0	0	0
Přijatý peněžní kolaterál	0	0	0
Hotovostní operace	0	0	0
<b>Revolving celkem</b>	<b>95,00</b>	<b>80,82</b>	<b>79,49</b>
Revolving SPP	74,4	58,4	51,3
Zápůjční facilita SDD <sup>1</sup>	0	21	24,5
Repo operace	20,43	1,42	3,69
Přijaté depa a půjčky	0,17	0	0
Přijatý peněžní kolaterál	0	0	0
Hotovostní operace	0	0	0
<b>Stav k 31. 12.</b>	<b>162,609</b>	<b>189,135</b>	<b>120,891</b>
SPP	162,609	189,135	120,891
Zápůjční facilita SDD	0	0	0
Repo operace	0	0	0
Přijaté depa, půjčky a úvěry	0	0	0
Přijatý peněžní kolaterál	0	0	0
Hotovostní operace	0	0	0

<sup>1</sup> Zahrnuty pouze zápůjční facility SDD, kde kolaterálem jsou SDD z vlastního portfolia Ministerstva. Vyjádřeny ve výši přijatých peněžních prostředků.  
Pozn.: Celková jmenovitá hodnota revolvingových a refinančních operací v roce 2013 činila 79,5 mld. Kč, z čehož 51,3 mld. Kč představovalo vydávání a současně splácení SPP se splatností 3, 6 a 9 měsíců v rámci roku.

## Kalendář uveřejňovaných informací v roce 2014

### Leden

PO	ÚT	ST	ČT	PÁ	SO	NE
		1	2	3	4	5
6	7	8	9	10	11	12
13	14	15	16	17	18	19
20	21	22	23	24	25	26
27	28	29	30	31		

### Únor

PO	ÚT	ST	ČT	PÁ	SO	NE
					1	2
3	4	5	6	7	8	9
10	11	12	13	14	15	16
17	18	19	20	21	22	23
24	25	26	27	28		

### Březen

PO	ÚT	ST	ČT	PÁ	SO	NE
						1
2	3	4	5	6	7	8
9	10	11	12	13	14	15
16	17	18	19	20	21	22
23	24	25	26	27	28	29
30	31					

### Duben

PO	ÚT	ST	ČT	PÁ	SO	NE
	1	2	3	4	5	6
7	8	9	10	11	12	13
14	15	16	17	18	19	20
21	22	23	24	25	26	27
28	29	30				

### Květen

PO	ÚT	ST	ČT	PÁ	SO	NE
			1	2	3	4
5	6	7	8	9	10	11
12	13	14	15	16	17	18
19	20	21	22	23	24	25
26	27	28	29	30	31	

### Červen

PO	ÚT	ST	ČT	PÁ	SO	NE
						1
2	3	4	5	6	7	8
9	10	11	12	13	14	15
16	17	18	19	20	21	22
23	24	25	26	27	28	29
30						

### Červenec

PO	ÚT	ST	ČT	PÁ	SO	NE
	1	2	3	4	5	6
7	8	9	10	11	12	13
14	15	16	17	18	19	20
21	22	23	24	25	26	27
28	29	30	31			

### Srpen

PO	ÚT	ST	ČT	PÁ	SO	NE
				1	2	3
4	5	6	7	8	9	10
11	12	13	14	15	16	17
18	19	20	21	22	23	24
25	26	27	28	29	30	31

### Září

PO	ÚT	ST	ČT	PÁ	SO	NE
	1	2	3	4	5	6
7	8	9	10	11	12	13
14	15	16	17	18	19	20
21	22	23	24	25	26	27
28	29	30				

### Říjen







PO	ÚT	ST	ČT	PÁ	SO	NE
		1	2	3	4	5
6	7	8	9	10	11	12
13	14	15	16	17	18	19
20	21	22	23	24	25	26
27	28	29	30	31		

### Listopad

PO	ÚT	ST	ČT	PÁ	SO	NE
					1	2
3	4	5	6	7	8	9
10	11	12	13	14	15	16
17	18	19	20	21	22	23
24	25	26	27	28	29	30

### Prosinec

PO	ÚT	ST	ČT	PÁ	SO	NE
	1	2	3	4	5	6
7	8	9	10	11	12	13
14	15	16	17	18	19	20
21	22	23	24	25	26	27
28	29	30	31			

-  Uveřejnění Čtvrtletní informace o řízení dluhového portfolia  
- 2. pátek měsíce následující hodnocenému čtvrtletnímu období
-  Uveřejnění emisních kalendářů SPP a SDD na následující měsíc  
- 2. nebo 3. pondělí v měsíci předcházející měsíci aukcí
-  Uveřejnění Hodnocení primárních dealerů českých státních dluhopisů  
- poslední pracovní den v měsíci následující hodnocenému čtvrtletnímu období
-  Uveřejnění Strategie financování a řízení státního dluhu České republiky 2015 a emisních kalendářů na leden 2015  
- jednou ročně v prosinci
-  Tradiční aukční den státních pokladničních poukázek  
- v pravidelných intervalech ve čtvrtek
-  Tradiční aukční den střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů  
- v pravidelných intervalech ve středu

## Klíčové informace Strategie na rok 2014

- Potřeba financování: 398,5 mld. Kč
- Hrubá výpůjční potřeba: 350,1 až 400,1 mld. Kč
- Cílová hrubá emise SDD na domácím trhu: 156 až 186 mld. Kč
- Minimální hrubá emise SDD na domácím trhu: 120 mld. Kč
- Očekávaný stav peněžních instrumentů na konci roku: 100 až 121 mld. Kč
- Retailový dluhopisový program: 20 až 50 mld. Kč
- Financování na zahraničních trzích: max. 25 % hrubé výpůjční potřeby
- Tradiční aukční den SPP: čtvrtek
- Tradiční aukční den SDD: středa
- Počet emisí SDD nabízených v aukční den: 2 až 3
- Nové benchmarkové SDD: 2 emise se splatností v roce 2018 a 2025 nebo 2026
- Nové variabilně úročené SDD: 2 emise se splatností v roce 2020 a 2026 nebo 2027
- Nové možnosti emisí na domácím trhu: inflačně indexované SDD
- Program zpětných odkupů a výměn SDD: 10 až 30 mld. Kč
- Čtvrtletní aktualizace hrubé výpůjční potřeby a programu financování

## Kontakty

### Odbor Řízení státního dluhu a finančního majetku



\*\*\*

Tato publikace byla připravena na základě informací dostupných k 13. 12. 2013. Ministerstvo financí si vyhrazuje právo během roku 2014 pružně reagovat pomocí svých nástrojů na skutečný vývoj výpůjční potřeby. Plnění plánovaného programu financování a vyhlášených strategických cílů bude záviset na vývoji situace na domácím a zahraničním finančním trhu z pohledu minimalizace nákladů na obsluhu státního dluhu a řízení finančních rizik.

Tato publikace je dostupná také prostřednictvím internetu na:

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

[www.sporicidluhopisycr.cz](http://www.sporicidluhopisycr.cz)

**Odbor Řízení státního dluhu a finančního majetku**

Letenská 15, 118 10 Praha 1 – Malá Strana

E-mail: [pd@mfcr.cz](mailto:pd@mfcr.cz), Reuters <MFCR>