



Ministerstvo financí

odbor Řízení státního dluhu  
a finančního majetku

# ZPRÁVA

## O ŘÍZENÍ STÁTNÍHO DLUHU

### České republiky v roce

# 2015



12. únor 2016



# **Ministerstvo financí**

**Zpráva o řízení státního dluhu  
České republiky v roce 2015**

## **Zpráva o řízení státního dluhu České republiky v roce 2015**

12. únor 2016

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

ISSN 2336-5746

(Print)

ISSN 2336-5854

(On-line)

Vychází 1x ročně, zdarma

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

# Obsah

<b>Úvod</b> .....	<b>9</b>
<b>1 - Makroekonomický rámec a finanční trhy</b> .....	<b>13</b>
Ekonomický vývoj.....	13
Hospodaření sektoru vládních institucí .....	15
Finanční trhy.....	16
Ratingové hodnocení České republiky.....	20
<b>2 - Výpůjční potřeba a vývoj státního dluhu</b> .....	<b>21</b>
Potřeba a zdroje financování .....	21
Financování hrubé výpůjční potřeby .....	22
Čistá výpůjční potřeba, změna a struktura státního dluhu .....	23
Řízení likvidity státní pokladny .....	26
<b>3 - Program financování a emisní činnost v roce 2015</b> .....	<b>28</b>
Plnění programu financování .....	28
Střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy .....	28
Instrumenty peněžního trhu .....	31
Ostatní dluhové instrumenty.....	33
<b>4 - Řízení rizik a strategie portfolia</b> .....	<b>34</b>
Refinanční riziko .....	34
Úrokové riziko .....	43
Měnové riziko .....	47
Benchmarkové portfolio .....	48
<b>5 - Výdaje na obsluhu státního dluhu</b> .....	<b>50</b>
Hotovostní a akruální vyjádření .....	50
Rozpočet kapitoly Státní dluh v roce 2015 .....	52
Cost-at-Risk státního dluhu .....	56
Efektivní hranice a alternativní dluhová portfolia.....	62
<b>6 - Primární a sekundární trh státních dluhopisů</b> .....	<b>65</b>
Primární dealeři státních dluhopisů České republiky.....	65
Hodnocení primárních dealerů v roce 2015 .....	66
Sekundární trh státních dluhopisů a MTS Czech Republic.....	66
Operace Ministerstva na sekundárním trhu.....	69
<b>Příloha I</b> .....	<b>72</b>
<b>Příloha II</b> .....	<b>74</b>
<b>Klíčové informace 2015</b> .....	<b>82</b>
<b>Kontakty</b> .....	<b>82</b>

## Seznam tabulek

Tabulka 1: Hlavní makroekonomické indikátory České republiky.....	13
Tabulka 2: Ratingové hodnocení České republiky.....	20
Tabulka 3: Potřeba a zdroje financování.....	21
Tabulka 4: Financování hrubé výpůjční potřeby.....	22
Tabulka 5: Čistá výpůjční potřeba.....	23
Tabulka 6: Čistá výpůjční potřeba a změna státního dluhu.....	24
Tabulka 7: Stav a struktura dluhového portfolia.....	25
Tabulka 8: Stav a struktura zdrojů a investiční pozice státní pokladny.....	26
Tabulka 9: Příjmy státního rozpočtu z investičních operací a emisí se záporným výnosem.....	27
Tabulka 10: Emise a splátky SSD.....	33
Tabulka 11: Průměrná doba do splatnosti složek státního dluhu.....	39
Tabulka 12: Průměrné kupónové sazby a nákladovost korunových SDD dle roku splatnosti.....	45
Tabulka 13: Hotovostní diskonty a prémie SDD a rozdíl hotovostních výdajů a akruálních nákladů SDD.....	51
Tabulka 14: Rozpočtové příjmy a výdaje kapitoly Státní dluh v roce 2015.....	52
Tabulka 15: Úrokové výdaje a akruální náklady na nově vydaný státní dluh.....	53
Tabulka 16: Čisté úrokové výdaje a Cost-at-Risk.....	56
Tabulka 17: Očekávané vs. skutečné čisté úrokové výdaje v letech 2014 a 2015.....	57
Tabulka 18: Měsíční vývoj kumulovaných čistých úrokových výdajů v roce 2016.....	59
Tabulka 19: Vývoj čistých úrokových výdajů v případě skokového zvýšení sazeb.....	60
Tabulka 20: Navýšení čistých úrokových výdajů v případě skokového zvýšení kurzu EURCZK.....	60
Tabulka 21: Měsíční vývoj kumulovaných čistých úrokových výdajů v roce 2017.....	61
Tabulka 22: Měsíční vývoj kumulovaných čistých úrokových výdajů v roce 2018.....	62
Tabulka 23: Seznam primárních dealerů státních dluhopisů v roce 2015.....	65
Tabulka 24: Celkové hodnocení primárních dealerů v roce 2015.....	66
Tabulka 25: Primární trh v roce 2015.....	66
Tabulka 26: Sekundární trh v roce 2015.....	66
Tabulka 27: Benchmarkové emise státních dluhopisů k 1. lednu 2016.....	67
Tabulka 28: Splatnostní koše dle minimální kotované jmenovité hodnoty.....	67
Tabulka 29: Skupiny typů obchodů hodnocených v rámci subkritéria B.4.....	72
Tabulka 30: Kritéria hodnocení primárních dealerů platná pro rok 2015.....	73
Tabulka 31: Kritéria hodnocení primárních dealerů platná od roku 2016.....	73
Tabulka 32: Parametry státního dluhu a likvidních státních finančních aktiv.....	74
Tabulka 33: Vydané střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy na domácím trhu k 31. 12. 2015.....	75
Tabulka 34: Vydané střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy na zahraničních trzích k 31. 12. 2015.....	75
Tabulka 35: Vydané státní pokladniční poukázky k 31. 12. 2015.....	76
Tabulka 36: Vydané spořicí státní dluhopisy k 31. 12. 2015.....	76
Tabulka 37a: Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2015.....	77
Tabulka 37b: Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2015.....	78
Tabulka 38: Emise státních pokladničních poukázek v roce 2015.....	79
Tabulka 39: Emise spořicí státních dluhopisů v roce 2015.....	79
Tabulka 40: Realizované záůjční facility ve formě repo operací v roce 2015.....	80
Tabulka 41: Jmenovitá hodnota operací Ministerstva na sekundárním trhu v roce 2015.....	81

## Seznam obrázků

Obrázek 1: Růst HDP a míra nezaměstnanosti ve vybraných zemích EU v roce 2015.....	14
Obrázek 2: Saldo sektoru vládních institucí České republiky .....	15
Obrázek 3: Dluh vládního sektoru ve vybraných zemích EU .....	16
Obrázek 4: Vývoj výnosů českých státních dluhopisů.....	17
Obrázek 5: Prémie u swapů úvěrového selhání .....	17
Obrázek 6: Riziková premie „asset swap spread“ českých státních dluhopisů .....	18
Obrázek 7: Vývoj na trhu devizových swapů EURCZK .....	19
Obrázek 8: Vývoj výnosů státních dluhopisů v krátkodobém a dlouhodobém segmentu .....	19
Obrázek 9: Vývoj výnosu aukcí státních pokladničních poukázek.....	20
Obrázek 10: Potřeba financování .....	22
Obrázek 11: Čistá emise SDD na domácím trhu.....	23
Obrázek 12: Čistá emise SDD na zahraničních trzích .....	23
Obrázek 13: Čistá emise SPP na domácím trhu .....	24
Obrázek 14: Čistá změna stavu přijatých zápůjček úvěrů.....	24
Obrázek 15: Struktura dluhového portfolia dle instrumentů.....	25
Obrázek 16: Úroková struktura SDD prodaných v aukcích .....	29
Obrázek 17: Splatnostní struktura SDD prodaných v aukcích.....	30
Obrázek 18: Průměrný výnos a doba do splatnosti SDD v aukcích .....	30
Obrázek 19: Aukce SDD v roce 2015.....	31
Obrázek 20: SPP v oběhu v roce 2015.....	32
Obrázek 21: Aukce SPP v roce 2015.....	32
Obrázek 22: Struktura krátkodobého státního dluhu dle instrumentů.....	35
Obrázek 23: Hrubý státní dluh a státní dluh se splatností do 1 roku.....	36
Obrázek 24: Krátkodobý státní dluh v zemích EU .....	36
Obrázek 25: Státní dluh dle splatnostních košů.....	37
Obrázek 26: Průměrná splatnost státního dluhu a vyhlášené cíle.....	38
Obrázek 27: Průměrná doba do splatnosti prodaných SDD a SSD na domácím trhu .....	39
Obrázek 28: Struktura státních dluhopisů dle doby do splatnosti .....	40
Obrázek 29: Splatnostní profil státního dluhu ke konci 2015.....	40
Obrázek 30: Struktura státního dluhu dle instrumentů ke konci 2015 .....	41
Obrázek 31: Struktura korunových státních dluhopisů dle typu držitele .....	42
Obrázek 32: Struktura držitelů SPP ke konci roku 2015 .....	42
Obrázek 33: Struktura nerezidentů držících domácí SDD ke konci roku 2015 .....	42
Obrázek 34: Úroková refixace státního dluhu .....	44
Obrázek 35: Úroková refixace státního dluhu do 1 roku .....	45
Obrázek 36: Struktura úrokové refixace státního dluhu do 1 roku .....	45
Obrázek 37: Splaťnostní profil korunových SDD dle doby do splatnosti a kupónové sazby .....	46
Obrázek 38: Splaťnostní profil korunových SDD dle dosaženého výnosu do splatnosti .....	47
Obrázek 39: Do'ba do splatnosti SDD prodaných v aukcích v roce 2015 a benchmarkového dluhopisu .....	49
Obrázek 40: Výnosy korunových SDD v aukcích a výnosy benchmarkového dluhopisu v roce 2015.....	49
Obrázek 41: Čisté výdaje na obsluhu státního dluhu.....	50
Obrázek 42: Čisté hotovostní výdaje a akruální náklady na obsluhu státního dluhu .....	50
Obrázek 43: Podíl akruálních nákladů a čistých hotovostních úrokových výdajů SDD .....	51
Obrázek 44: Podíl akruálních nákladů a čistých hotovostních úrokových výdajů dalších složek státního dluhu .....	51
Obrázek 45: Čisté hotovostní a akruální úrokové náklady nového dluhu .....	54
Obrázek 46: Vývoj sazeb: 6M PRIBOR, 6M EURIBOR, 2T repo sazba a výnos 12M SPP .....	54
Obrázek 47: Výnosová křivka korunových státních dluhopisů.....	55
Obrázek 48: Swapová sazba a výnos do splatnosti korunového SDD.....	55
Obrázek 49: Čisté úrokové výdaje a Cost-at-Risk.....	56
Obrázek 50: Skutečné vs. simulovné sazby 6M PRIBOR .....	57
Obrázek 51: Skutečné vs. simulovné sazby 10leté CZK swapové sazby .....	57
Obrázek 52: Skutečné vs. simulované hrubé úrokové výdaje v roce 2015 .....	58
Obrázek 53: Simulace čistých úrokových výdajů státního dluhu v průběhu roku 2016 .....	59
Obrázek 54: Simulace korunových úrokových sazeb v roce 2016.....	59
Obrázek 55: Simulace čistých úrokových výdajů státního dluhu v průběhu roku 2017 .....	61
Obrázek 56: Simulace čistých úrokových výdajů státního dluhu v průběhu roku 2018 .....	62
Obrázek 57: Efektivní hranice a alternativní dluhová portfolia .....	63
Obrázek 58: Průměrné denní plnění kodačnických povinností dealerů .....	68
Obrázek 59: Jmenovitá hodnota obchodů na MTS Czech Republic.....	68
Obrázek 60: Rozpětí „bid“ a „offer“ cen vybraných dluhopisů kotovaných na MTS Czech Republic .....	69
Obrázek 61: Přijatý kolaterál v rámci zápůjček státních dluhopisů v roce 2015 .....	70
Obrázek 62: Jmenovitá hodnota realizovaných zápůjčnických facilit .....	71

## Seznam použitých zkratek

APEI	Aggregate Performance Evaluation Index
CaR	Cost-at-Risk
CDCP	Centrálního deponitáře cenných papírů
CZK	kódové označení koruny české
ČNB	Česká národní banka
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
ECB	Evropská centrální banka
EIB	Evropská investiční banka
ESA2010	Evropský systém národních účtů 2010
ESRB	Evropská rada pro systémová rizika (European Systemic Risk Board)
EU	Evropská unie
EUR	kódové označení eura
EURIBOR	referenční úroková sazba Euro Interbank Offered Rate
FIX	fixně úročený
HDP	hrubý domácí produkt
CHF	kódové označení švýcarského franku
ISIN	identifikační označení podle mezinárodního systému číslování pro identifikaci cenných papírů
JCR	ratingová agentura Japan Credit Rating Agency
Kč	Koruna česká
MF	Ministerstvo financí
mld.	miliarda
MTS	Mercato Telematico Secondario
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
p. a.	per annum
p. b.	procentní bod
PRIBOR	referenční úroková sazba Prague Interbank Offered Rate
R&I	ratingová agentura Rating and Investment Information, Inc.
SFA	státní finanční aktiva
SDD	střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy
SP	státní pokladna
SPP	státní pokladniční poukázky
SSD	spořicí státní dluhopisy
VAR	variabilně úročený
VŠPS	Výběrové šetření pracovních sil



## Úvod

Ministerstvo financí (dále Ministerstvo nebo MF) předkládá veřejnosti v souladu s kalendářem uveřejňovaných informací Zprávu o řízení státního dluhu České republiky v roce 2015 (dále Zpráva), která obsahuje podrobné shrnutí událostí v oblasti řízení státního dluhu a likvidity státní pokladny, vyhodnocení emisní činnosti státu a vývoje na finančních trzích v kontextu financování České republiky, analýzu dynamiky státního dluhu a souvisejících příjmů a výdajů státního rozpočtu na dluhovou službu, detailní vyhodnocení plnění stanovených strategických cílů v oblasti řízení rizik dluhového portfolia a v neposlední řadě též roční hodnocení primárních dealerů státních dluhopisů České republiky. Součástí Zprávy, která se zabývá primárně událostmi v roce 2015, je také detailnější kvantifikace úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu v roce 2016 a ve střednědobém výhledu prostřednictvím aplikace metody Cost-at-Risk.

Ekonomika České republiky byla v roce 2015 v poměrně dobré kondici, když růst reálného HDP, který byl tažen zejména domácí poptávkou, byl v průběhu celého roku relativně stabilní a výrazně překonal původní odhady z roku 2014. Meziroční růst reálného HDP za rok 2015 je očekáván ve výši 4,6 %, řadí se tak k nejvyšším mezi státy v rámci Evropské unie a vysoce převyšuje průměrný růst zemí eurozóny, přičemž v žádném ze čtvrtletí nepoklesl pod 4% hranici. Hospodářská konjunktura se odrazila v klesající míře nezaměstnanosti, která se naopak řadí k nejnižším v Evropské unii. Meziroční pokles průměrné míry nezaměstnanosti (dle statistiky VŠPS) za rok 2015 činil 1,0 p. b. na hodnotu 5,1 %. To vše se odehrávalo za historicky nízké míry inflace, jejíž průměrná výše za rok 2015 dosáhla 0,3 % a nachází se tak hluboko pod inflačním cílem ČNB. V oblasti vnější ekonomické rovnováhy je očekáván historicky nejvyšší přebytek běžného účtu platební bilance ve vztahu k HDP, který pravděpodobně dosáhl hodnoty 1,2 %. Také v roce 2015 zůstalo zachováno prostředí vysoce stabilního domácího bankovního sektoru, který navíc zaznamenal pokles držby státních dluhopisů na 39,9 %, což je nejmenší podíl od roku 1994.

Ke stabilnímu makroekonomickému prostředí přispívalo také celkové konzervativní hospodaření vládních institucí při současné aktivní podpoře hospodářského růstu prostřednictvím fiskální politiky vlády. Hospodaření státu dosáhlo v roce 2015 nejlepšího výsledku od roku 2008, když schodek státního rozpočtu poklesl meziročně o 15,0 mld. Kč a oproti schválenému schodku dokonce o 37,2 mld. Kč. Schodek vládního sektoru je očekáván v roce 2015 ve výši 1,1 % HDP, což představuje výrazný pokles o 0,8 p.b. oproti roku

2014 a je bezpečně pod referenční hranicí 3 %. Celkový dluh vládního sektoru by měl poklesnout v roce 2015 ve srovnání s rokem 2014 o cca 1,8 p. b. a dosáhnout tak 41,0 % HDP, což řadí Českou republiku i nadále do skupiny nejméně zadlužených zemí Evropské unie. Zároveň se jedná o druhý meziroční pokles relativní zadluženosti vládního sektoru v řadě.

Pozitivní vývoj veřejných financí byl nadále významnou měrou podporován zefektivňováním v oblasti řízení státního dluhu a likvidity státní pokladny. Racionalizace disponibilních peněžních prostředků institucí centrální vlády v rámci souhrnných účtů státní pokladny vedených ČNB umožnila nárůst státního dluhu pouze o 9,3 mld. Kč po snížení o 19,7 mld. Kč v roce 2014, což bylo zapříčiněno snahou Ministerstva využít aktuální příznivé podmínky na finančních trzích, a tedy nikoli krytím potřeby financování.

V této souvislosti Ministerstvo využilo prostředí záporných výnosů korunových státních dluhopisů České republiky ve spojení s efektem kalendářního konce roku a mimo jiné pružně zařadilo prosincovou aukci státního dluhopisu se splatností v roce 2017, ve které byl dosažen historicky nejnižší výnos na primárním trhu ve výši -0,35 % p. a., čímž byl vytvořen dodatečný čistý příjem státního rozpočtu 99,2 mil. Kč. Přes marginální meziroční navýšení státního dluhu, který představuje přibližně 90 % celkové hrubé zadluženosti vládního sektoru národního hospodářství, na hodnotu 1 673,0 mld. Kč došlo díky ekonomickému růstu k jeho poklesu ve vyjádření jako podílu na HDP o 1,8 p. b. na úroveň 37,2 %. Jedná se tak o druhý signifikantní meziroční pokles podílu státního dluhu na HDP v řadě, když v roce 2014 činil tento pokles 2,2 p. b.

Vzhledem ke klesajícím výnosům na finančních trzích přizpůsobilo Ministerstvo strategii investování volné disponibilní likvidity státní pokladny a v rámci racionalizace disponibilních peněžních prostředků došlo k propojení obou souhrnných účtů státní pokladny, čímž se rozšířil prostor pro další optimalizaci řízení disponibilní likvidity v procesu krytí potřeby financování. Zároveň bylo významně sníženo riziko negativního dopadu záporných úrokových sazeb na eurových účtech na saldo státního rozpočtu, přičemž efektivní využití vztahů mezi oběma souhrnnými účty státní pokladny je jeden z nejpodstatnějších kroků v rámci procesu modernizace řízení likvidity státní pokladny a řízení rizik. Výnosy z investování peněžních prostředků státní pokladny činily v roce 2015 celkem 107,3 mil. Kč. Vzhledem k výraznému poklesu úrokových sazeb došlo k poklesu těchto výnosů oproti roku 2014 o 131,6 mil. Pokles výnosů

z investování volné disponibilní likvidity státní pokladny zapříčiněný globálním poklesem úrokových sazeb byl však více než vyvážen pohotovou reakcí Ministerstva v rámci plánování emisní činnosti, díky čemuž činil souhrn příjmů státního rozpočtu z investiční činnosti, zapůjčování státních dluhopisů a z titulu záporných výnosů státních dluhopisů celkem 524,9 mil. Kč, což je o 284,2 mil. Kč více než v roce 2014 a o 416,0 mil. Kč více než v roce 2013.

Pozitivní vnímání České republiky na domácím i zahraničních finančních trzích, které bylo také v roce 2015 potvrzeno nadprůměrným ratingovým hodnocením se stabilním výhledem v případě všech hlavních ratingových agentur s mezinárodní působností, a pokračování v uvolňování měnových politik ČNB a ECB se projevovalo také v roce 2015 poklesem výnosů státních dluhopisů České republiky ve všech splatnostních segmentech na svá historická minima s výjimkou nárůstu výnosů ve druhém a částečně i ve třetím čtvrtletí v souvislosti s nejistotou ohledně refinancování řeckého dluhu.

Převážně v posledním čtvrtletí teoretická výnosová křivka státních dluhopisů České republiky, konstruovaná na základě kotací na sekundárním trhu státních dluhopisů provozovaného prostřednictvím elektronické obchodní platformy MTS Czech Republic, signalizovala záporné výnosy až do zbytkové doby do splatnosti pěti let, což se podařilo potvrdit i na primárním trhu při aukci Dluhopisu České republiky, 2005 – 2020, 3,75 % ze dne 25. listopadu 2015, při které se Ministerstvu podařilo tento dluhopis umístit na trh v celkové jmenovité hodnotě 2,6 mld. Kč za průměrný dosažený aukční výnos ve výši -0,08 % p. a.

V roce 2015 docházelo nadále ke zplošťování domácí benchmarkové výnosové křivky státních dluhopisů, převážně pak v segmentu nad 10 let. Vhodným časováním emisní činnosti a pružnou reakcí na vývoj na finančních trzích realizovalo Ministerstvo v roce 2015 pokles čistých úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu o 3,2 mld. Kč, což při poklesu o 2,3 mld. Kč v roce 2014 znamená celkovou úsporu na úrokových výdajích na obsluhu státního dluhu cca 7,8 mld. Kč realizovanou od počátku roku 2014. Průměrný vážený výnos do splatnosti korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů prodaných v aukcích činil 0,2 % p. a., což je historické minimum a výrazný pokles oproti 1,7 % p. a. dosaženým v roce 2014. Celkový příjem státního rozpočtu z titulu prodeje emisí státních dluhopisů za záporné výnosy do splatnosti dosáhl výše 413,7 mil. Kč.

Potřeba financování centrální vlády v roce 2015 činila 311,2 mld. Kč, tj. o 54,1 mld. Kč méně než

v roce 2014. Byla zároveň nižší o 56,0 mld. Kč ve srovnání s původní plánovanou potřebou financování podle Strategie financování a řízení státního dluhu České republiky na rok 2015. Důvodem byl výrazně nižší hotovostní schodek státního rozpočtu oproti rozpočtovanému schodku ve výši 100 mld. Kč v souladu se schváleným zákonem o státním rozpočtu na rok 2015 a pozastavení programu zpětných odkupů v roce 2015 z důvodu vývoje na dluhopisových trzích.

Hrubá výpůjční potřeba meziročně vzrostla o 2,5 mld. Kč na hodnotu 268,1 mld. Kč, přičemž financování hrubé výpůjční potřeby probíhalo v roce 2015 pouze na domácím trhu téměř výhradně prostřednictvím emise korunových státních dluhopisů, doplněné o přijaté peněžními prostředky ve výši 2,2 mld. Kč v rámci záporných facilit. Hrubá emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů činila 180,4 mld. Kč, tj. o 27,2 mld. Kč více než v předchozím roce. Jejím nárůstem byl dán především částečným nahrazením hrubé emise státních pokladničních poukázek emisí Státního dluhopisu České republiky, 2015–2017, 0,00 %. Tuto možnost prezentovalo Ministerstvo již 26. června 2015 v rámci aktualizace Strategie financování a řízení státního dluhu České republiky na druhé pololetí 2015. Vzhledem k dosahování záporných výnosů v aukcích tohoto dluhopisu za bezprecedentního zájmu primárních dealerů a s ohledem na pozitivní dopad na rizikové ukazatele dluhového portfolia využilo Ministerstvo této situace a snížilo celkovou jmenovitou hodnotu státních pokladničních poukázek v oběhu na úroveň 84,4 mld. Kč oproti původně plánované hodnotě na úrovni minimálně 100,0 mld. Kč, tedy o 15,6 mld. Kč. Celková jmenovitá hodnota hrubé emise státního dluhopisu bez výnosu se splatností v roce 2017 dosáhla v roce 2015 hodnoty 59,7 mld. Kč.

Přesto došlo oproti roku 2014 k poklesu čisté emise korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů o 28,6 mld. Kč z 96,0 mld. Kč na 67,4 mld. Kč, což implikuje menší čistý přírůstek celkové jmenovité hodnoty domácích státních dluhopisů v oběhu v roce 2015 oproti roku 2014 s pozitivním dopadem na výnosy domácích státních dluhopisů. V roce 2015 proběhly splátky dvou střednědobých a dlouhodobých domácích státních dluhopisů v celkové jmenovité hodnotě 113,0 mld. Kč a variabilně úročeného státního dluhopisu denominovaného v jednotné měně euro v celkové jmenovité hodnotě 300 mil. EUR. Ani v roce 2015 neuskutečnilo Ministerstvo žádné výpůjční operace na zahraničních trzích z důvodu vysokého zájmu investorů o státní dluhopisy na domácím trhu a vyšší nákladovosti zahraniční emise oproti domácímu financování po zohlednění nákladů na řízení měnového rizika.

Vzhledem k poklesu výnosů státních dluhopisů České republiky úročených zejména na krátkém konci výnosové křivky a bezprecedentnímu zájmu investorů o tento typ dluhopisů dominovala hrubá emise státních dluhopisů v segmentu zbytkové doby do splatnosti do tří let, ve kterém bylo prodáno 42,6 % celkové hrubé emise. Dalším dominantním segmentem hrubé emise byl segment zbytkové doby do splatnosti 10 až 15 let s podílem ve výši 31,6 %.

Na domácím trhu byly v roce 2015 vydávány a prodávány fixně i variabilně úročené státní dluhopisy výhradně prostřednictvím primárních aukcí, kterých se uskutečnilo celkem 33. Ministerstvo zaznamenalo i v roce 2015 pokračující silnou a stabilní poptávku po státních dluhopisech prodávaných v primárních aukcích, což dokumentuje poměr celkové poptávky k uspokojené poptávce v konkurenční části aukce v průměrné výši 2,1. Podíl variabilně úročených státních dluhopisů na celkové hrubé emisi činil 18,0 % a poklesl tak o 5,5 p. b. oproti roku 2014. Pokles tohoto podílu je konzistentní s reakcí Ministerstva na výrazný pokles výnosů fixně úročených státních dluhopisů.

V souladu s původním plánem byly vydány také tři nové benchmarkové emise fixně úročeného Státního dluhopisu České republiky, 2015–2023, 0,45 %, Státního dluhopisu České republiky, 2015–2026, 1,00 % a Státního dluhopisu České republiky, 2015–2030, 0,95 % s kupónovou sazbou položenou blíže trhu oproti ostatním benchmarkovým emisím státních dluhopisů vydaných v předchozích letech. Tyto emise byly v září 2015 doplněny o Státní dluhopis České republiky, 2015–2017, 0,00 %. V roce 2015 nebyly uskutečněny žádné přímé prodeje střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na sekundárním trhu prostřednictvím elektronické obchodní platformy MTS Czech Republic především z důvodu vysokého zájmu primárních dealerů o státní dluhopisy prodávané v primárních aukcích. Ministerstvo se nakonec rozhodlo doprodat i Dluhopis České republiky, 2005 – 2020, 3,75 % z vlastního majetkového účtu v aukci, což se ukázalo jako správné rozhodnutí vzhledem k její úspěšnosti.

V souladu se záměrem Ministerstva pružně reagovat na situaci na finančních trzích za stavu, kdy státní dluhopisy se zbytkovou splatností do 3 let dosahovaly nižších výnosů do splatnosti než roční státní pokladniční poukázky při současném pozitivním dopadu na rizikovost portfolia státního dluhu, došlo ke snížení stavu státních pokladničních poukázek ke konci roku 2015 o 23,2 mld. Kč na 84,4 mld. Kč oproti konci roku 2014 a nahrazení těchto poukázek emisí dvouletého státního dluhopisu. Přesto však v roce 2015 činila hrubá emise státních pokladničních poukázek včetně revolvingu 99,3 mld. Kč s průměrným aukčním výnosem -0,05 % p. a. V průběhu roku 2015 došlo v rámci reakce Ministerstva na vývoj na finančních trzích k emisi státních pokladničních poukázek s dobou do splatnosti tři měsíce a kratší, která nesloužila ke krytí potřeby financování, nýbrž ke zvýšení příjmů státního rozpočtu v podobě aukčních premií v důsledku záporných výnosů.

I v roce 2015 pokračoval výrazný nárůst zájmu primárních dealerů o zápůjční facility střednědobých a dlouhodobých dluhopisů s pozitivním dopadem na likviditu sekundárního trhu státních dluhopisů. V roce 2015 byly z majetkových účtů Ministerstva prostřednictvím zápůjční facility poskytnuty zápůjčky státních dluhopisů v celkové jmenovité hodnotě 141,4 mld. Kč, což představuje meziroční zvýšení o 56,8 mld. Kč, oproti přijatým peněžním prostředkům ve výši 172,8 mld. Kč. V rámci dodatečné podpory sekundárního trhu střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů začalo Ministerstvo v průběhu čtvrtého čtvrtletí využívat s ohledem na poptávku primárních dealerů zápůjční facility ve formě kolateralizované zápůjčky, kdy Ministerstvo za poplatek poskytovalo krátkodobě státní dluhopisy České republiky z vlastního majetkového účtu oproti jinému státnímu dluhopisu České republiky či poukázce ČNB. V rámci těchto operací poskytlo Ministerstvo v průběhu roku 2015 primárním dealerům střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 10,4 mld. Kč.



# 1 - Makroekonomický rámec a finanční trhy

## Ekonomický vývoj

V roce 2015 došlo k akceleraci ekonomické aktivity, když reálný HDP v prvním čtvrtletí 2015 vykázal mezičtvrtletní růst o 2,5 %, ve druhém čtvrtletí růst o 1,0 %, ve třetím čtvrtletí růst o 0,7 % a ve čtvrtém čtvrtletí je očekáván růst o 1,0 %. Hospodářský vývoj České republiky v roce 2015 potvrdil, že období recese bylo definitivně překonáno, dynamika růstu HDP akcelerovala i díky pozitivnímu přispění fiskální politiky. Na robustní růst HDP měly v roce 2015 vliv i jednorázové faktory v podobě efektivního dočerpávání fondů EU, vládní podpory domácí poptávky a příznivého nabídkového šoku v podobě poklesu cen ropy. V průběhu roku 2015 velmi pravděpodobně došlo k uzavření záporné produkční mezery, což potvrzuje také odhad meziročního růstu HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2015 očištěný o cenové vlivy a sezónnost, který činí 5,3 %.

Pozitivním faktorem je také skutečnost, že ekonomický růst České republiky byl v roce 2015 tažen výhradně domácí poptávkou. Z hlediska dynamiky je nejdůležitější složkou obnovy HDP tvorba hrubého fixního kapitálu, která meziročně vzrostla o 6,8 % ve třetím čtvrtletí 2015, podpořená efektivním využitím prostředků z fondů EU. Ve čtvrtém čtvrtletí 2015 se předpokládá meziroční růst tvorby hrubého fixního kapitálu o 14,6 %. Pozitivní příspěvek k růstu HDP zaznamenala i spotřeba domácností a vlády. Ekonomický růst založený na domácí absorpci potvrzuje také rychlejší meziroční tempo reálného růstu dovozů zboží a služeb oproti vývozům. Ty odrážejí pomalejší ekonomické výkonnosti zemí u hlavních obchodních partnerů v kontrastu s Českou republikou.

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

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015P
<b>Reálný růst HDP (%)</b>	-4,8	2,3	2,0	-0,9	-0,5	2,0	4,6
<b>Růst spotřeby domácností (%)</b>	-0,7	1,0	0,3	-1,5	0,7	1,5	2,9
<b>Růst spotřeby vlády (%)</b>	3,0	0,4	-3,0	-1,8	2,3	1,8	3,2
<b>Růst tvorby hrubého fixního kapitálu (%)</b>	-10,1	1,3	1,1	-3,2	-2,7	2,0	8,3
<b>Příspěvek zahraničního obchodu k růstu HDP (p. b.)</b>	0,5	0,5	1,9	1,3	0,0	-0,2	-0,4
<b>Průměrná míra inflace (%)</b>	1,0	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3
<b>Míra nezaměstnanosti (%)<sup>1</sup></b>	6,7	7,3	6,7	7,0	7,0	6,1	5,1
<b>Růst objemu nominálních mezd a platů (%)</b>	-2,0	0,6	2,2	2,5	0,4	1,9	4,1
<b>Poměr salda běžného účtu k HDP (%)</b>	-2,3	-3,6	-2,1	-1,6	-0,5	0,6	1,2
<b>Směnný kurz EURCZK</b>	26,4	25,3	24,6	25,1	26,0	27,5	27,3
<b>Reálný růst HDP eurozóny (%)<sup>2</sup></b>	-4,4	2,0	1,6	-0,9	-0,3	0,9	1,4

<sup>1</sup> Míra nezaměstnanosti dle metodiky VŠPS.

<sup>2</sup> EAL2.

Zdroj: ČSÚ, MF

Pro rok 2015 odhaduje Ministerstvo růst reálného HDP o 4,6 %. V případě obnovování ekonomické aktivity u klíčových obchodních partnerů se předpokládají kladné příspěvky všech složek HDP. Příspěvek zahraničního obchodu k reálnému růstu HDP je výrazně závislý na nejistém ekonomickém vývoji u hlavních obchodních partnerů v kontextu celkových geopolitických rizik. V roce 2015 došlo k obratu ve vývoji směnných relací, které se oproti roku 2014 snížily vlivem celkového rychlejšího poklesu cen vývozu oproti cenám dovozu. Protisměrně vůči směnným relacím působil v roce 2015 kurzový závazek ČNB, který měl pozitivní dopad na konkurenceschopnost českých exportérů. Ve třetím čtvrtletí 2015 bylo dosaženo přebytku salda běžného účtu platební bilance ve

výši 1,2 % HDP, což potvrzuje bezproblémovou udržitelnost vnější makroekonomické rovnováhy.

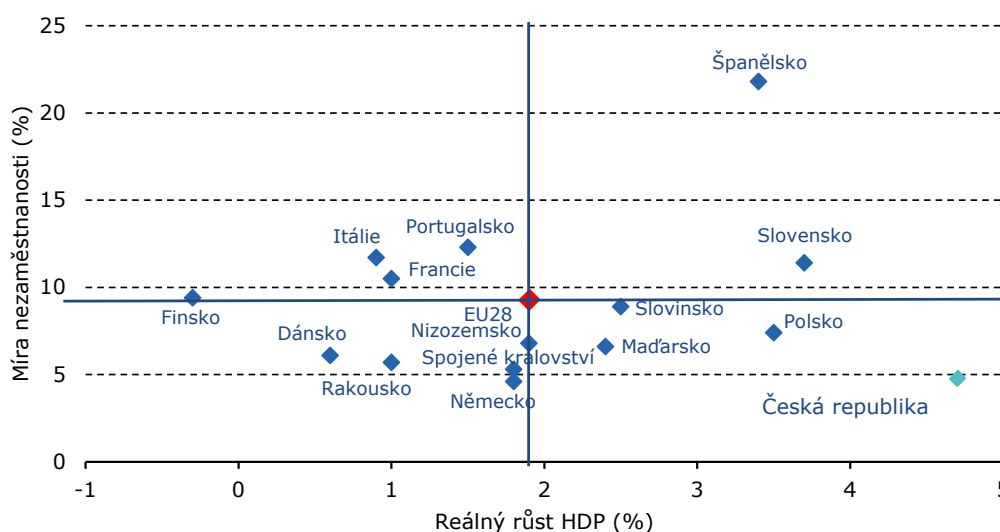
Dne 7. listopadu 2013 oznámila ČNB zahájení devizových intervencí v rámci uvolňování měnové politiky prostřednictvím alternativního nástroje v podobě jednostranného kurzového závazku udržet měnový kurz EURCZK nad úrovní 27,0 s cílem dosáhnout míry inflace v blízkosti stanoveného inflačního cíle 2 %. Ke skutečným devizovým intervencím došlo zejména v listopadu 2013 a v období mezi červencem a prosincem roku 2015. Přesto se míra inflace nacházela i v roce 2015 výrazně pod inflačním cílem a tolerančním pásmem ČNB, ale mimo pásmo deflace. Na vývoj inflace působily protisměrně poptávkové a

nabídkové faktory. V prosinci 2015 se míra inflace vyjádřená přírůstkem indexu spotřebitelských cen ke stejnému měsíci předchozího roku nacházela na úrovni 0,1 %. Po celý rok 2015 dosahovala inflace velmi nízkých hodnot, což potvrzuje inflace vyjádřená přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen ve výši 0,3 %, tj. nejnižší míra inflace od roku 2003. Ve vývoji spotřebitelských cen se v roce 2015 projevily zejména dopady snížení cen ropy a pokles cen výrobců v eurozóně, které vytváří vnější nabídkový tlak na jejich pokles. Naopak pozitivně na vývoj spotřebitelských cen působil dynamický růst HDP a uzavírání produkční mezery. Od července 2015 meziměsíční index spotřebitelských cen mírně klesal, v prosinci pak došlo k meziměsíčnímu poklesu o 0,1 %.

Česká republika se dlouhodobě řadí mezi státy s jednou z nejnižších měr nezaměstnanosti. Míra nezaměstnanosti (dle statistiky VŠPS) se ve třetím čtvrtletí 2015 pohybovala na úrovni 4,8 %, což znamenalo meziroční pokles téměř o jeden

procentní bod. K nárůstu počtu zaměstnaných osob došlo hlavně v terciárním sektoru služeb. Pozitivním faktorem v souvislosti s růstem HDP je, že se přenáší do růstu průměrné i mediánové mzdy a do celkového disponibilního příjmu domácností v ekonomice. Výrazný růst objemu mezd nastal ve zpracovatelském průmyslu. V souladu se změnou ve struktuře agregátní poptávky se neočekává výraznější nárůst nezaměstnanosti i v případě pomalejšího zotavování eurozóny nebo stagnace čínské ekonomiky. Pozitivní dopad na zaměstnanost českých exportérů by měl mít i nadále přetrvávající kurzový závazek ČNB, který podle vyjádření centrální banky nebude ukončen dříve než v roce 2017. Při případném mírném oživení v západní Evropě, kam většina českých exportérů vyváží zboží a služby, se dá očekávat další snížení již relativně nízké míry nezaměstnanosti. Z hlediska trhu práce lze velmi pozitivně hodnotit fakt, že od začátku roku 2015 dochází k poklesu počtu dlouhodobě nezaměstnaných, což se pozitivně odráží ve vývoji potenciálního produktu české ekonomiky.

**Obrázek 1: Růst HDP a míra nezaměstnanosti ve vybraných zemích EU v roce 2015**



Poznámka: HDP vyjádřeno jako meziroční růst ve třetím čtvrtletí 2015. Sezónně očištěná míra nezaměstnanosti ve třetím čtvrtletí 2015. Údaje pro Českou republiku vychází z Makroekonomické predikce MF - leden 2016. Zdroj: Eurostat, MF

Významnou výhodou České republiky zůstává stabilní finanční sektor a důvěryhodná fiskální politika. V bankovním systému se nachází dostatek volné likvidity, která je dále navyšována přímými intervencemi ČNB na devizovém trhu. Ziskovost bank má rovněž pozitivní dopad na kapitálovou přiměřenost. Zadluženost domácností v mezinárodním srovnání zůstává relativně nízká vzhledem k mírnému tempu jejich zadlužování a stabilizovaný je také podíl úvěrů v selhání na celkových úvěrech, který se ve třetím čtvrtletí 2015 pohyboval u domácností na hranici 4,5 % a u nefinančních podniků na hranici 5,7 %, čím došlo k mírnému meziročnímu poklesu. Podíl úvěrů

ke vkladům u domácností a nefinančních podniků vykazuje taktéž dlouhodobou stabilitu a jeho hodnota náleží k nejnižším v mezinárodním srovnání. Vysoký objem vkladů rezidentů a dostatečné množství likvidity v bankovním systému způsobuje, že domácí bankovní sektor je dlouhodobě nezávislý na zahraničních zdrojích financování. Kapitálová přiměřenost měřená ukazatelem Capital Adequacy Ratio Tier I dosáhla na konci třetího čtvrtletí 2015 výše 16,73 %, což je hodnota vysoko přesahující regulační kapitál. Lze konstatovat, že domácí bankovní sektor se značnou rezervou plní nová evropská regulační pravidla.

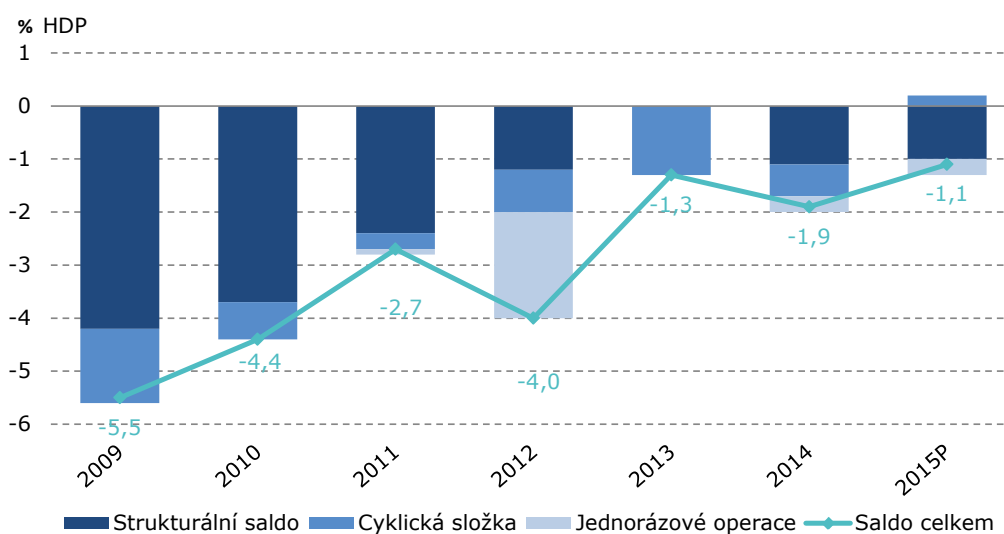


## Hospodaření sektoru vládních institucí

Po čtyřech letech fiskální konsolidace se podařilo snížit České republice schodek sektoru vládních institucí z 5,5 % HDP v roce 2009 až na 1,3 % HDP v roce 2013. Fiskální úsilí přispělo k tomu, že Rada EU rozhodla dne 20. června 2014 o ukončení postupu při nadměrném schodku. Počínaje rokem 2014 realizuje nová vláda postupné omezování fiskální restriktce s jednoznačným záměrem podpořit oživování domácí agregátní poptávky, ne však nutně za cenu nadměrného schodku.

Návrh státního rozpočtu a rozpočtů státních fondů pro rok 2016 se zaměřuje hlavně na prorůstové investice s pozitivním dlouhodobým dopadem na vývoj potenciálního produktu. Akcentovány jsou zejména investice do vzdělání, vědy a výzkumu a dopravní infrastruktury. I přes podporu HDP je dlouhodobým cílem současné vlády udržet schodek hospodaření vládního sektoru bezpečně pod referenční hranicí 3 % HDP.

**Obrázek 2: Saldo sektoru vládních institucí České republiky (ESA2010)**



Poznámka: Strukturální saldo dle metodiky Evropské komise. Zdrojem dat je Makroekonomická predikce České republiky – leden 2016  
Zdroj: MF

Hospodaření vládního sektoru skončilo v roce 2014 se schodkem ve výši 1,9 % HDP, což představuje oproti přechodnému roku mírné zhoršení o 0,7 p. b. Saldo sektoru vládních institucí bylo výrazně ovlivněno hospodařením finančních institucí (např. výplata náhrady z Fondu pojištění vkladů ve výši 14,7 mld. Kč), jednorázovým aktuálním výpadkem spotřebních daní a zvýšenými výdaji spojenými s investiční aktivitou. Naopak pozitivní vývoj nastal u výnosů z DPH, když meziroční nárůst přesáhl 5 %. Obnovená ekonomická aktivita se projevila příznivě ve výběru přímých daní, které meziročně vzrostly o 7,6 %. V roce 2015 se očekává snížení schodku sektoru vládních institucí na úroveň 1,1 % HDP.

Hospodaření státního rozpočtu skončilo na konci roku 2015 hotovostním schodkem ve výši 62,8 mld. Kč, což je oproti stejnému období roku 2014 výsledek lepší o 15,0 mld. Kč a oproti schodku stanoveném v zákoně o státním rozpočtu České republiky na rok 2015 dokonce o 37,2 mld. Kč. Jedná se tak o nejlepší výsledek hospodaření od roku 2008, který potvrzuje oživení české ekonomiky po dlouhodobé stagnaci.

Celkové příjmy státního rozpočtu v roce 2015 dosáhly výše 1 234,5 mld. Kč. Oproti rozpočtu po změnách byly o 21,6 mld. Kč vyšší, meziročně pak celkové příjmy státního rozpočtu vzrostly o 100,7 mld. Kč, resp. 8,9 %. Na plnění a také meziročním růstu se nejvíce podílely zejména daňové příjmy a inkaso pojistného na sociální zabezpečení. Z hlediska struktury inkaso pojistné na sociální zabezpečení meziročně vzrostlo o 21,7 mld. Kč, inkaso daně z příjmu právnických osob meziročně vzrostlo o 10,2 mld. Kč, inkaso spotřebních daní meziročně vzrostlo o 9,0 mld. Kč a inkaso daně z přidané hodnoty meziročně vzrostlo o 6,4 mld. Kč.

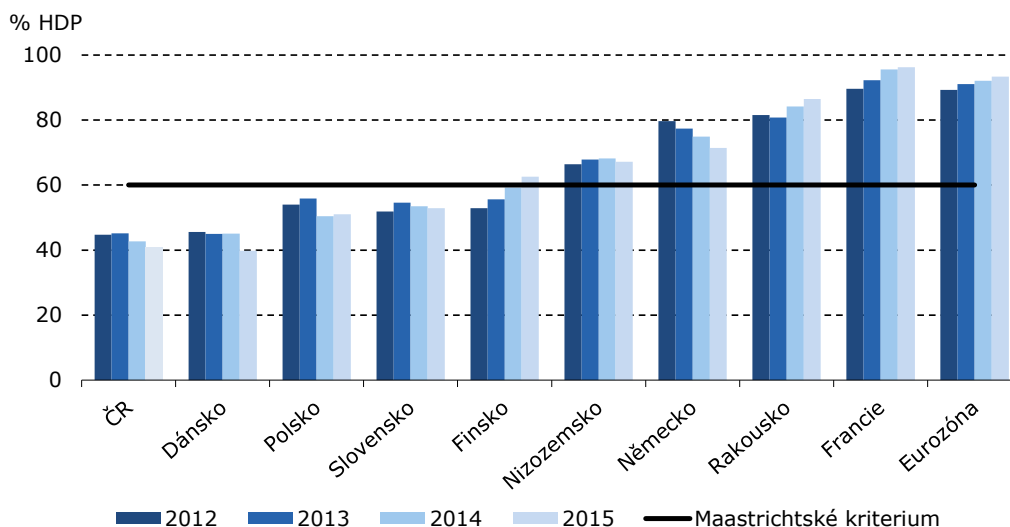
Celkové výdaje státního rozpočtu v roce 2015 dosáhly výše 1 297,3 mld. Kč, což představovalo meziroční růst o 85,7 mld. Kč, resp. o 7,1 %. Na meziroční růst působily zejména vyšší výdaje určené na spolufinancování společných programů České republiky a Evropské unie o cca 57,8 mld. Kč a výdaje na sociální dávky, které byly meziročně vyšší o 10,5 mld. Kč. Rozpočet po změnách byl čerpán na 98,8 %, což představuje úsporu ve výši 15,6 mld. Kč. K největší úspoře

oproti rozpočtovaným výdajům došlo zejména u neinvestičních transferů státním fondům ve výši 10,2 mld. Kč (což bylo ovšem částečně kompenzováno investičními transfery), u výdajů spojených s obsluhou státního dluhu ve výši 4,2 mld. Kč, u sociálních dávek ve výši 5,2 mld. Kč, u odvodů vlastních zdrojů do rozpočtu Evropské unie o 2,3 mld. Kč nebo i v provozních výdajích státu ve výši 2,3 mld. Kč. Na straně výdajů se

v roce 2015 projevil hlavně růst investic ve výši 58 % za účelem podpořit ekonomický růst.

V roce 2014 dle říjnových notifikací dluh sektoru vládních institucí v poměru k HDP klesl na 42,7 % HDP, tj. o 2,4 p. b. V roce 2015 se očekává další pokles o 1,8 p. b. na 41,0 % HDP. Z hlediska plnění maastrichtských kritérií se tak ukazatel nachází bezpečně pod hranicí 60 %.

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



*Poznámka: Maastrichtské kritérium je součástí podmínek pro členy EU při vstupu do společné měnové unie. Výše podílu dluhu sektoru vládních institucí na HDP by neměla překročit 60 %. Eurozóna (19 zemí). Zdrojem pro data v letech 2012 až 2014 je Eurostat, pro rok 2015 Makroekonomická predikce České republiky - leden 2016. Zdroj: Eurostat, MF*

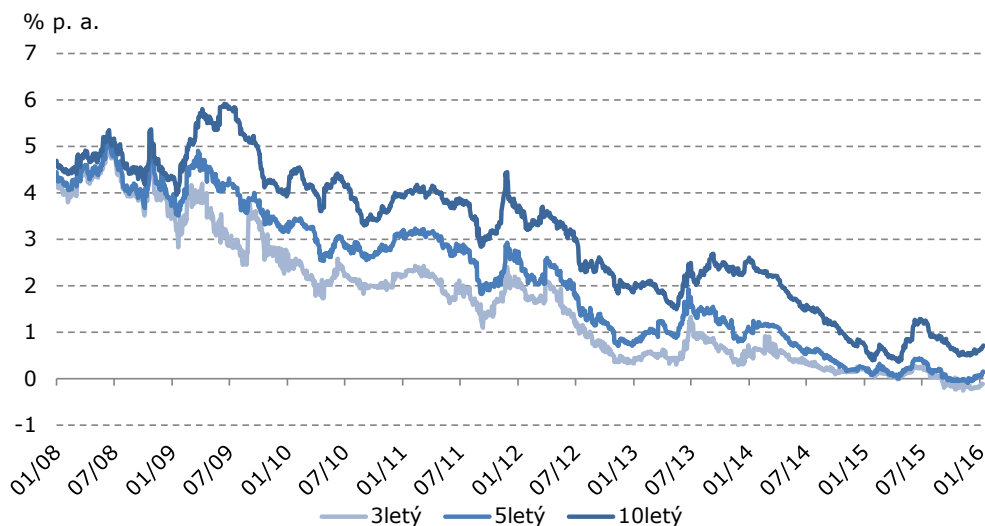
## Finanční trhy

Po mírném nárůstu výnosů státních dluhopisů od počátku února 2015 začaly výnosy státních dluhopisů opět trendově klesat až do konce roku 2015, kde převážně na krátké a střednědobé části výnosové křivky dosáhly historických minim. Na pokles výnosů státních dluhopisů působila v roce 2015 pozitivně řada faktorů, které se výrazně projeví v jejich klesajícím trendu podél celé bezrizikové výnosové křivky. Flexibilní emisní strategie Ministerstva umožnila plně využít příznivých podmínek na finančním trhu a měla značný pozitivní dopad na úsporu úrokových výdajů státního dluhu. V roce 2015 bylo dosaženo průměrného výnosu fixně úročených korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v domácích aukcích ve výši 0,17 % p. a.

začaly výnosy státních dluhopisů České republiky opět trendově klesat až do konce roku 2015, kde převážně na krátké a střednědobé části výnosové křivky dosáhly historických minim. Na pokles výnosů státních dluhopisů působila v roce 2015 pozitivně řada faktorů, které se výrazně projeví v jejich klesajícím trendu podél celé bezrizikové výnosové křivky. Flexibilní emisní strategie Ministerstva umožnila plně využít příznivých podmínek na finančním trhu a měla značný pozitivní dopad na úsporu úrokových výdajů státního dluhu. V roce 2015 bylo dosaženo průměrného výnosu fixně úročených korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v domácích aukcích ve výši 0,17 % p. a.



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



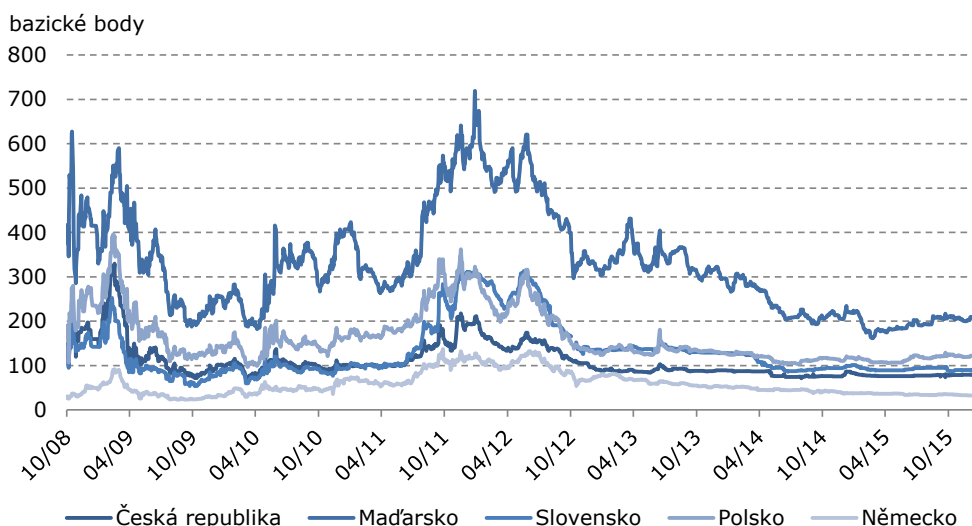
Zdroj: Thomson Reuters

Důležitým dlouhodobým faktorem poklesu výnosů státních dluhopisů zůstává důvěryhodná fiskální politika vlády a konzervativní přístup k řízení státního dluhu s pozitivním dopadem na důvěru investorů, která se odráží ve vysoké poptávce po střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisech v aukcích. Široká nabídka fixně i variabilně úročených dluhových instrumentů v jednotlivých segmentech bezrizikové výnosové křivky vytváří pro investory dostatečnou možnost diverzifikace dluhopisového portfolia bez nutnosti využívání úrokových swapů k optimalizaci svých pozic. Naproti tomu flexibilní emisní strategie umožňuje Ministerstvu rychle reagovat na neustále

se měnící tržní podmínky. Pokud na výnosy na krátkém konci výnosové křivky má pozitivní dopad kurzový závazek ČNB, zbytek výnosové křivky je pozitivně ovlivněn zdravými makroekonomickými fundamenty České republiky a efektivním řízením veřejných financí a likvidity státní pokladny.

O vnímání České republiky na mezinárodním trhu jako důvěryhodného emitenta státních dluhopisů vypovídá situace na trzích swapů úvěrového selhání, tzv. „credit default swap“, kde tržní účastníci v případě zajišťování kreditního rizika České republiky platí nejnižší rizikovou přírážku v porovnání s Polskem, Maďarskem a Slovenskem.

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

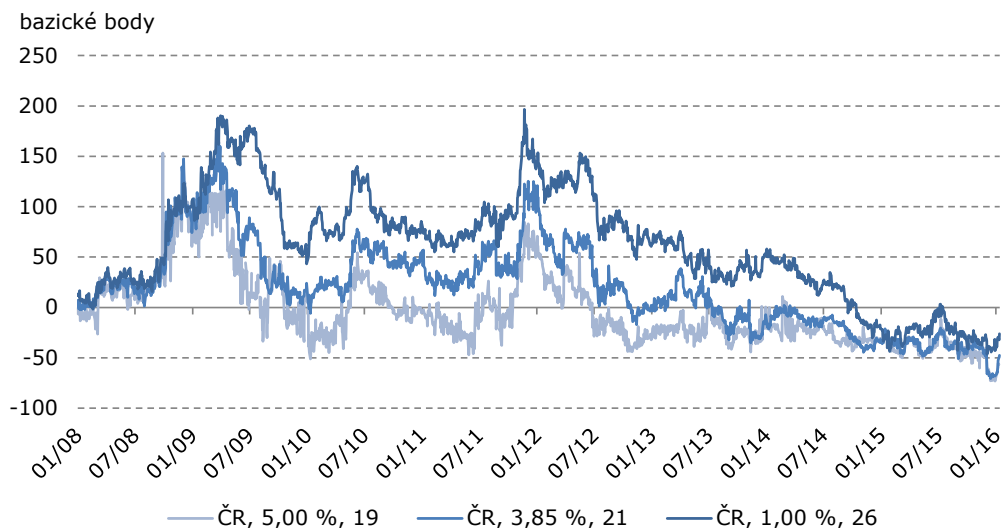


Zdroj: Thomson Reuters

Rovněž vývoj rizikové prémie měřené pomocí rozpětí vůči srovnatelným swapovým sazbám, tzv. „asset swap spread“ naznačuje značný pokles rizikové prémie českých státních dluhopisů od poloviny roku 2015. Snížení averze k riziku souvisí i s postupným uklidňováním situace v Řecku. Hlavní

nejistotou z pohledu dluhové krize v eurozóně zůstává budoucí vývoj splátek státního dluhu Řecka, i když se na začátku července 2015 podařilo úspěšně vyjednat poskytnutí nových úvěrů ve výši zhruba 86 mld. EUR.

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



Zdroj: Thomson Reuters

Na snižování výnosů českých státních dluhopisů v roce 2015 měly pozitivní dopad i nadále uvolněné refinanční podmínky ECB, rozšíření programu nákupu aktiv od března 2015 o dluhopisy emitované státy a nadnárodními institucemi a další snižování základních úrokových sazeb ECB. Na začátku prosince 2015 snížila ECB úrokovou sazbu z vkladové facility o 10 bazických bodů na -0,30 % p. a., čímž došlo dále k rozšíření úrokového diferenciálu vůči dvoutýdenní repo sazbě ČNB. Do konce roku 2015 Eurosystem kumulativně nakoupil státní dluhopisy a dluhopisy nadnárodních institucí ve výši 494,93 mld. EUR, s průměrnou zbytkovou splatností 8,02 roku. Od listopadu 2015 zvýšila ECB limit na jednotlivou emisi, z původních 25 % na 33 %, aby navýšila množství akceptovatelných dluhopisů k nákupům v rámci kvantitativního uvolňování. Efekt přelévání mezi národními dluhovými trhy se pozitivně projevil i v poklesu výnosů českých státních dluhopisů.

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

V období globálních přebytků likvidity na mezibankovních trzích hledají investoři další možnosti zhodnocení volné likvidity, případně mají zájem o vyhnutí se zápornému úročení zůstatků

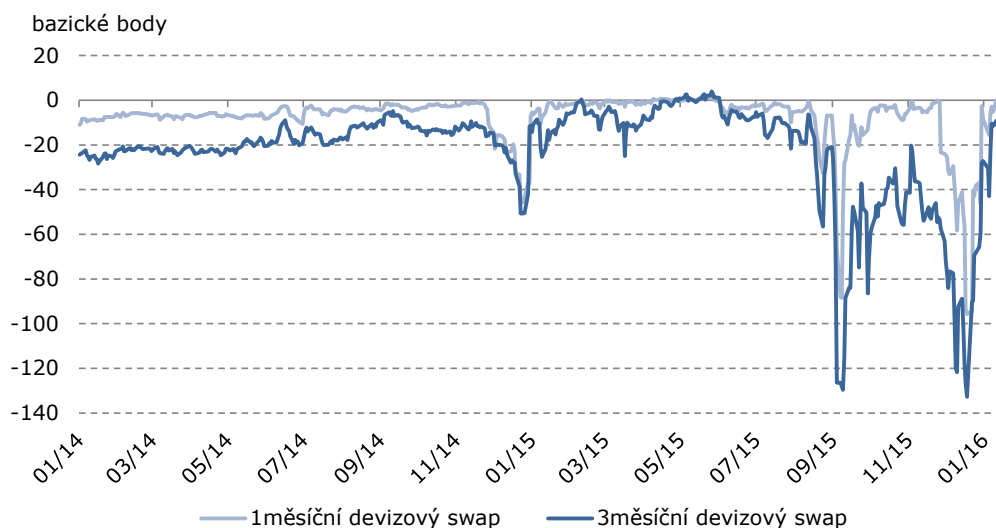
v eurech. Likvidita poskytovaná centrálními bankami na dlouhodobém základě se projevuje ve zploštění celé bezrizikové výnosové křivky. Státní dluhopisy poskytují investiční alternativu při nulových nebo záporných mezibankovních úrokových sazbách. Zároveň státní dluhopisy s nulovou kupónovou sazbou umožňují investorům ukládat volnou likviditu na likvidních trzích i nad úroveň splatností peněžního trhu.

Vývoj na trhu devizových swapů u měnového páru EURCZK měl v roce 2015 pozitivní dopad na krátký konec výnosové křivky českých státních dluhopisů. Je nutné poznamenat, že trh devizových swapů byl v posledním čtvrtletí roku 2015 ovlivněn i kalendářním efektem konce roku, což taktéž přispělo ke snížení výnosů střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů. Ministerstvo v závěru roku 2015 aktivně využilo příznivé podmínky na trhu devizových swapů při investování volné eurové likvidity státní pokladny.

Pozitivní efekt se v druhé polovině roku 2015 přenesl z krátkého konce výnosové křivky až na její střednědobý segment, když i dluhopis ČR, 4,70 %, 22 se od konce září do konce listopadu obchodoval na sekundárním trhu za záporný výnos. Dluhopisy se zbytkovou splatností do tří let se zhruba od poloviny roku 2015 kontinuálně obchodují za záporné výnosy.

Považování České republiky jako spolehlivého emitenta potvrzuje i skutečnost, že zahraniční investoři investují získané koruny z měnového trhu do státních dluhopisů, což se projevilo také nárůstem nerezidentů na držbě českého státního dluhu.

**Obrázek 7: Vývoj na trhu devizových swapů EURCZK**

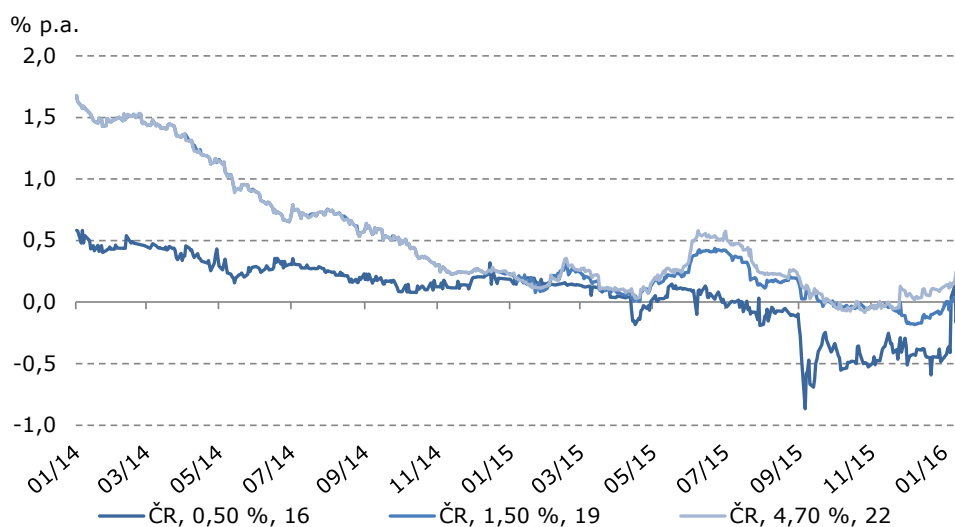


Zdroj: Thomson Reuters

V segmentech splatnosti do 1 roku se aukční výnosy státních pokladničních poukázek v roce 2015 pohybovaly pod úrovní 0,05 % p. a. Od počátku září 2015 se aukční výnosy u všech splatností státních pokladničních poukázek dostaly do záporných hodnot. Emise státních pokladničních poukázek byla

v druhé polovině roku 2015 omezena kvůli vysoké poptávce po krátkodobém dluhopisu ČR, 0,00 %, 17, který dosahoval v aukcích nižšího výnosu jako státní pokladniční poukázka. Průměrný aukční výnos státních pokladničních poukázek v roce 2015 činil -0,05 % p. a.

**Obrázek 8: Vývoj výnosů státních dluhopisů v krátkodobém a dlouhodobém segmentu**

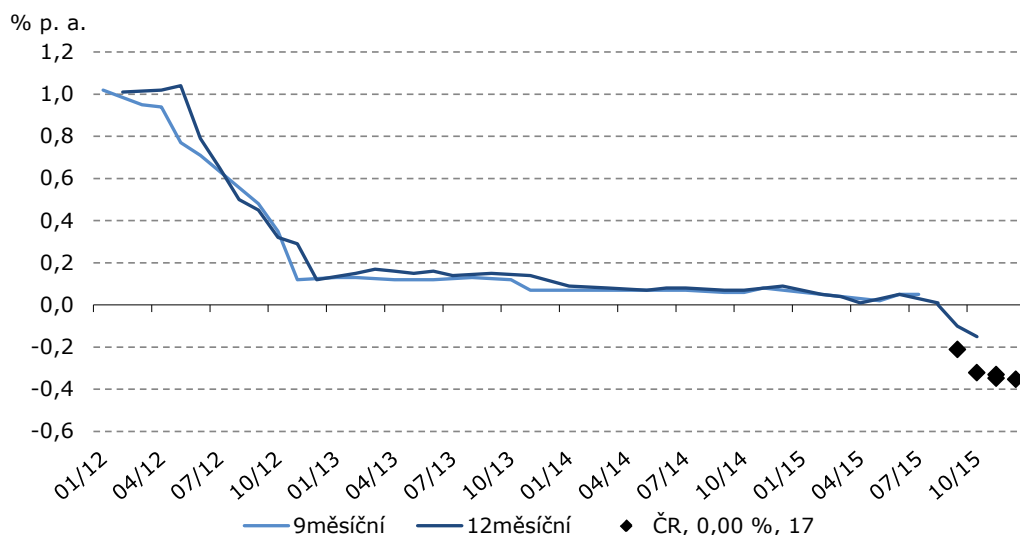


Zdroj: Thomson Reuters

K poklesu výnosů českých státních dluhopisů pozitivně přispěl i alternativní nástroj měnové politiky v podobě jednostranného kurzového závazku ČNB. Tím se zmírnilo kurzové riziko a zahraniční investoři mohou navýšovat investice do českých střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů bez toho, aby požadovali vyšší výnos

pokryvající významnější fluktuační devizového kurzu vyplývající z neočekávané deprecie. Nesterilizované devizové intervence rovněž přispěly k navýšení likvidity bankovního systému v České republice, když volnou likviditu mohou finanční instituce potenciálně umísťovat také do českých státních dluhopisů.

**Obrázek 9: Vývoj výnosu aukcí státních pokladničních poukázek**



Zdroj: MF, ČNB

## Ratingové hodnocení České republiky

Česká republika patří mezi mimořádně spolehlivé emitenty a těší se velkému zájmu domácích i zahraničních investorů, což potvrzují vysoká ratingová hodnocení se stabilním výhledem všech hlavních ratingových agentur s mezinárodní působností. V roce 2015 došlo k

potvrzení ratingů ze strany Standard & Poor's a Fitch. Česká republika má nejvyšší celkové ratingové hodnocení ze všech zemí střední a východní Evropy a několik let se již pohybuje také nad průměrným ratingovým hodnocením členských zemí eurozóny.

**Tabulka 2: Ratingové hodnocení České republiky**

Ratingová agentura	Domácí dlouhodobé závazky	Výhled	Zahraníční dlouhodobé závazky	Výhled	Udělen / potvrzen
Moody's	A1	Stabilní	A1	Stabilní	19. 7. 2013
Standard & Poor's	AA	Stabilní	AA-	Stabilní	22. 1. 2016
Fitch Ratings	AA-	Stabilní	A+	Stabilní	16. 10. 2015
JCR	AA-	Stabilní	A+	Stabilní	25. 6. 2015
R&I	AA-	Stabilní	A+	Stabilní	19. 1. 2016

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

## 2 - Výpůjční potřeba a vývoj státního dluhu

Výpůjční potřeba představuje klíčovou veličinu systému veřejných financí národního hospodářství, která určuje výši peněžních prostředků, které bude získávat centrální vláda v průběhu příslušného kalendářního roku prostřednictvím alternativních výpůjčních operací zejména na finančních trzích, aby bylo zajištěno dosažení pokrytí celkové plánované roční potřeby financování jako nutné podmínky pro hladkou realizaci státního rozpočtu a hospodářské politiky vlády.

Vedle těchto výpůjčních operací státu, které jsou hlavním určujícím faktorem změny hodnoty státního dluhu, 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 zdrojů státní pokladny prostřednictvím refinančních mechanismů.

### Potřeba a zdroje financování

Potřeba financování je kvantifikována standardními komponentami, které je v daném rozpočtovém roce nezbytné pokrýt peněžními prostředky, přičemž se jedná zejména o skutečný hotovostní schodek státního rozpočtu a o veškeré splátky, předčasné splátky a zpětné odkupy a výměny jmenovitých hodnot (jistin) státního dluhu, včetně souvisejících

derivátů. Financující operace na straně státních finančních aktiv a v rámci souhrnných účtů státní pokladny v jednotlivých měnách se potom realizují na straně zdrojů disponibilních peněžních prostředků, které mohou být zapojeny krátkodobě i dlouhodobě do krytí potřeby financování paralelně s výpůjčními operacemi státu na finančních trzích.

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

Potřeba financování	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Primární saldo státního rozpočtu	147,9	120,6	97,6	59,6	30,4	29,3	17,5
Čisté výdaje na obsluhu státního dluhu <sup>1</sup>	44,5	35,8	45,1	41,4	50,9	48,5	45,3
Splátky SDD <sup>2</sup>	100,0	83,0	104,1	121,7	107,9	143,7	123,9
Splátky a předčasné splátky SSD	0,0	0,0	0,0	9,6	7,7	11,9	11,9
Splátky SPP <sup>3</sup>	78,7	88,2	113,3	162,6	189,1	120,9	107,6
Splátky ostatních instrumentů peněžního trhu <sup>3</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5
Splátky přijatých zápůjček a úvěrů	0,8	1,1	1,1	5,3	2,8	11,1	2,5
<b>Potřeba financování celkem</b>	<b>372,0</b>	<b>328,7</b>	<b>361,3</b>	<b>400,2</b>	<b>388,8</b>	<b>365,3</b>	<b>311,2</b>
Hrubá emise SPP <sup>3,4</sup>	88,2	113,3	162,6	189,1	120,9	107,6	84,4
Ostatní instrumenty peněžního trhu <sup>3</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	2,2
Přijatý kolaterál v peněžních prostředcích	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Hrubá emise SDD na domácím trhu <sup>4</sup>	203,0	167,4	180,3	164,6	145,6	153,3	180,4
Hrubá emise SDD na zahraničních trzích <sup>2,4</sup>	54,7	49,7	0,9	69,0	0,0	0,0	0,0
Hrubá emise SSD <sup>5</sup>	0,0	0,0	20,4	45,4	39,1	2,1	1,0
Přijaté zápůjčky a úvěry	11,9	10,4	5,3	4,0	4,3	0,0	0,0
Operace finančních aktiv a řízení likvidity	14,2	-12,0	-8,2	-71,8	78,9	99,7	43,2
<b>Zdroje financování celkem</b>	<b>372,0</b>	<b>328,7</b>	<b>361,3</b>	<b>400,2</b>	<b>388,8</b>	<b>365,3</b>	<b>311,2</b>
<b>Hrubá výpůjční potřeba</b>	<b>357,8</b>	<b>340,7</b>	<b>369,5</b>	<b>472,0</b>	<b>309,9</b>	<b>265,6</b>	<b>268,1</b>

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

<sup>2</sup> Včetně zajišťujících operací a vlivu již realizovaných zpětných odkupů a výměn v předchozích letech.

<sup>3</sup> Bez zahrnutí vlivu SPP vydaných a splacených v rámci daného roku a bez revolvingu ostatních peněžních instrumentů.

<sup>4</sup> Jmenovitá hodnota; prémie a diskonty jsou zahrnuty v čistých výdajích na obsluhu státního dluhu, tj. vstupují do čisté výpůjční potřeby.

<sup>5</sup> Včetně reinvestice vynosu.

Zdroj: MF

V roce 2015 byl zaznamenán pokles potřeby financování o 56,0 mld. Kč oproti původnímu plánu uveřejněnému dne 17. prosince 2014 v rámci Strategie financování a řízení státního dluhu na rok

2015. Hlavní příčinou tohoto poklesu bylo výrazně lepší hospodaření státního rozpočtu, jehož skutečný schodek byl nižší o 37,2 mld. Kč oproti rozpočtované výši. Druhým faktorem bylo pozastavení programu

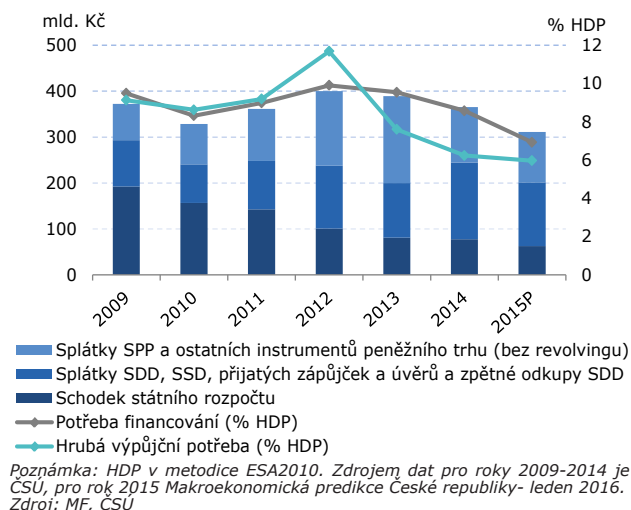
zpětných odkupů v roce 2015 z důvodu vývoje na dluhopisových trzích.

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 a depozitního trhu, které probíhají v rámci kalendářního roku a neovlivňují tak v průběhu roku čistou meziroční změnu těchto složek vztáženou ke konci jednotlivých let. 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 a ostatních hotovostních a jiných instrumentů peněžního a depozitního trhu v oběhu ke konci předchozího období, které je také nezbytné refinancovat v běžném roce, a podíl hrubé výpůjční potřeby

na HDP. Je zřejmé, že potřeba financování České republiky je v čase relativně stabilní a od roku 2013 je zaznamenáván mírně klesající trend v meziročním srovnání v absolutním vyjádření i ve vztahu k HDP.

**Obrázek 10: Potřeba financování**



## Financování hrubé výpůjční potřeby

Hrubá výpůjční potřeba určuje tu část zdrojů pokrytí potřeby financování, které jsou zajišťovány výpůjčními operacemi státu, tj. stanovuje celkovou

výši peněžních prostředků, kterou si musí vláda opatřit zejména prostřednictvím vydávání a prodeje státních dluhopisů a přijímání zápůjček a úvěrů.

**Tabulka 4: Financování hrubé výpůjční potřeby**

mld. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Hrubá výpůjční potřeba</b>	<b>357,8</b>	<b>340,7</b>	<b>369,5</b>	<b>472,0</b>	<b>309,9</b>	<b>265,6</b>	<b>268,1</b>
Hrubá emise SPP <sup>1,2</sup>	88,2	113,3	162,6	189,1	120,9	107,6	84,4
Ostatní instrumenty peněžního trhu <sup>1</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	2,2
Přijatý kolaterál v peněžních prostředcích	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Hrubá emise SDD na domácím trhu <sup>2</sup>	203,0	167,4	180,3	164,6	145,6	153,3	180,4
Hrubá emise SDD na domácím trhu do 5 let <sup>2,3</sup>	81,4	63,4	45,3	31,4	37,8	37,3	100,0
Hrubá emise SDD na domácím trhu od 5 do 10 let <sup>2,3</sup>	62,3	61,2	73,6	93,3	79,6	50,0	23,3
Hrubá emise SDD na domácím trhu nad 10 let <sup>2,3</sup>	59,3	42,8	61,4	39,9	28,3	65,9	57,1
Hrubá emise SDD na zahraničních trzích <sup>2,4</sup>	54,7	49,7	0,9	69,0	0,0	0,0	0,0
Hrubá emise SSD <sup>5</sup>	0,0	0,0	20,4	45,4	39,1	2,1	1,0
Přijaté zápůjčky a úvěry	11,9	10,4	5,3	4,0	4,3	0,0	0,0
<b>Financování hrubé výpůjční potřeby celkem</b>	<b>357,8</b>	<b>340,7</b>	<b>369,5</b>	<b>472,0</b>	<b>309,9</b>	<b>265,6</b>	<b>268,1</b>

<sup>1</sup> Bez zahrnutí vlivu SPP vydaných a splacených v rámci daného roku a bez revolvingu ostatních peněžních instrumentů.

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

<sup>3</sup> Zbytková doba do splatnosti v den vypořádání transakce.

<sup>4</sup> Včetně zajišťujících operací.

<sup>5</sup> Včetně reinvestice výnosů.

Zdroj: MF

Konečná hrubá výpůjční potřeba může být nižší než roční potřeba financování v případě, že dochází k aktivnímu zapojování státních finančních aktiv anebo operací řízení likvidity jako zdroje financování, což nastalo například v letech 2009, 2013, 2014 a 2015, a naopak může být vyšší, pokud dochází

k souvztažné akumulaci aktiv prostřednictvím výpůjčních operací státu, například za účelem posílení rezervy peněžních prostředků pro potřeby řízení rizik, ke kterému docházelo zejména v letech 2010, 2011 a 2012 v situaci zvýšené nejistoty na finančních trzích.

## Čistá výpůjční potřeba, změna a struktura státního dluhu

Čistá výpůjční potřeba 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 zajištění jistiny. 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 splatných v běžném roce.

**Tabulka 5: Čistá výpůjční potřeba**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Hrubá výpůjční potřeba</b>	<b>357,8</b>	<b>340,7</b>	<b>369,5</b>	<b>472,0</b>	<b>309,9</b>	<b>265,6</b>	<b>268,1</b>
Splátky SDD <sup>1</sup>	100,0	83,0	104,1	121,7	107,9	143,7	123,9
Splátky a předčasné splátky SSD	0,0	0,0	0,0	9,6	7,7	11,9	11,9
Splátky SPP <sup>2</sup>	78,7	88,2	113,3	162,6	189,1	120,9	107,6
Splátky ostatních instrumentů peněžního trhu <sup>2</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5
Splátky přijatých zápůjček a úvěrů	0,8	1,1	1,1	5,3	2,8	11,1	2,5
<b>Čistá výpůjční potřeba</b>	<b>178,2</b>	<b>168,5</b>	<b>151,0</b>	<b>172,8</b>	<b>2,3</b>	<b>-21,9</b>	<b>19,6</b>

<sup>1</sup> Včetně zajišťujících operací a vlivu již realizovaných zpětných odkupů a výměn v předchozích letech.

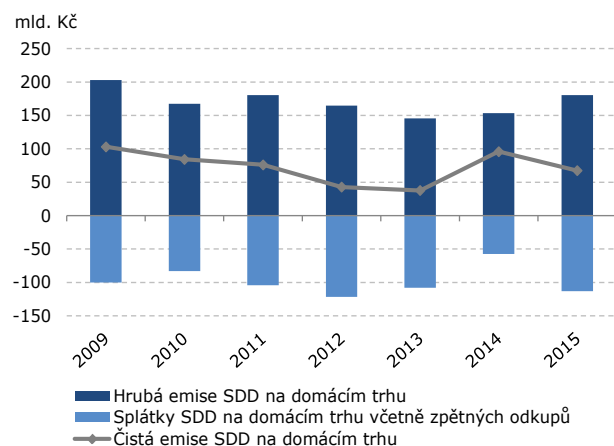
<sup>2</sup> Bez zahrnutí vlivu SPP vydaných a splacených v rámci daného roku a bez revolvíngu ostatních peněžních instrumentů.

Zdroj: MF

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

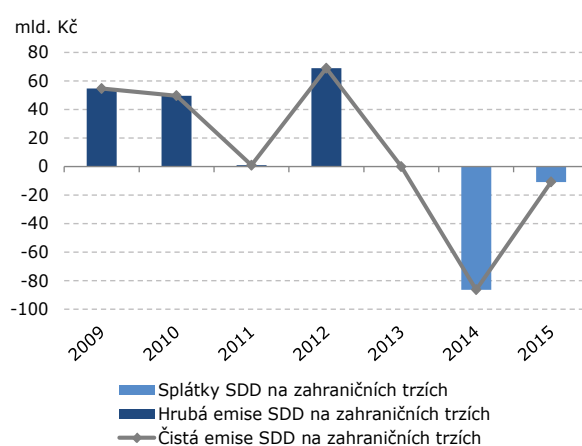
zohlednit výši celkových splátek jmenovitých hodnot (jistin) daných instrumentů dluhového portfolia, včetně vlivu derivátů.

**Obrázek 11: Čistá emise SDD na domácím trhu**



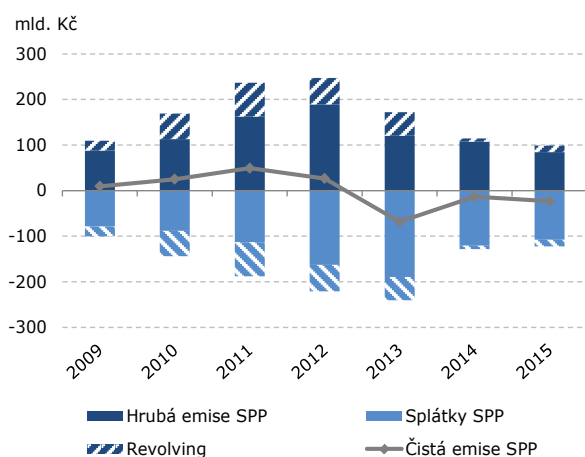
Poznámka: Splátky SDD jsou včetně realizovaných zpětných odkupů SDD.  
Zdroj: MF

**Obrázek 12: Čistá emise SDD na zahraničních trzích**

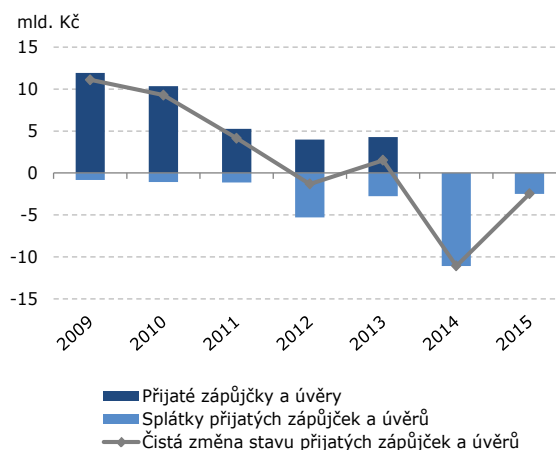


Zdroj: MF



**Obrázek 13: Čistá emise SPP na domácím trhu**


Zdroj: MF

**Obrázek 14: Čistá změna stavu přijatých zápůjček úvěrů**


Zdroj: MF

**Tabulka 6: Čistá výpůjční potřeba a změna státního dluhu**

mld. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Hrubý státní dluh k 1. 1.</b>	<b>999,8</b>	<b>1 178,2</b>	<b>1 344,1</b>	<b>1 499,4</b>	<b>1 667,6</b>	<b>1 683,3</b>	<b>1 663,7</b>
Primární saldo státního rozpočtu	147,9	120,6	97,6	59,6	30,4	29,3	17,5
Čisté výdaje na obsluhu státního dluhu <sup>1</sup>	44,5	35,8	45,1	41,4	50,9	48,5	45,3
Operace finančních aktiv a řízení likvidity	-14,2	12,0	8,2	71,8	-78,9	-99,7	-43,2
<b>Čistá výpůjční potřeba</b>	<b>178,2</b>	<b>168,5</b>	<b>151,0</b>	<b>172,8</b>	<b>2,3</b>	<b>-21,9</b>	<b>19,6</b>
Čistá emise SPP	9,4	25,1	49,3	26,5	-68,2	-13,3	-23,2
Čistá změna stavu ostatních instrumentů peněžního trhu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	-0,4
Čistá emise SDD na domácím trhu	103,0	84,4	76,2	42,9	37,7	96,0	67,4
Čistá emise SDD na zahraničních trzích <sup>2</sup>	54,7	49,7	0,9	69,0	0,0	-86,4	-10,8
Čistá emise SSD	0,0	0,0	20,4	35,8	31,4	-9,7	-10,9
Čistá změna stavu přijatých zápůjček a úvěrů	11,1	9,3	4,1	-1,3	1,5	-11,1	-2,5
<b>Financování čisté výpůjční potřeby</b>	<b>178,2</b>	<b>168,5</b>	<b>151,0</b>	<b>172,8</b>	<b>2,3</b>	<b>-21,9</b>	<b>19,6</b>
Přecenění státního dluhu <sup>3</sup>	0,5	-2,4	4,5	-4,4	13,4	2,3	-10,3
Čistá změna stavu směnek	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Změna hrubého státního dluhu</b>	<b>178,4</b>	<b>165,8</b>	<b>155,3</b>	<b>168,3</b>	<b>15,7</b>	<b>-19,7</b>	<b>9,3</b>
<b>Hrubý státní dluh k 31. 12.</b>	<b>1 178,2</b>	<b>1 344,1</b>	<b>1 499,4</b>	<b>1 667,6</b>	<b>1 683,3</b>	<b>1 663,7</b>	<b>1 673,0</b>
<b>Podíl na HDP (%)<sup>4</sup></b>	<b>30,0</b>	<b>34,0</b>	<b>37,3</b>	<b>41,3</b>	<b>41,3</b>	<b>39,0</b>	<b>37,2</b>

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

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

<sup>3</sup> Zahrnuje přecenění dluhu denominovaného v cizích měnách z titulu kurzových rozdílů a konsolidaci dluhu státu z dluhopisů, které byly při jejich vydání zapsány nejprve na majetkový účet, který vede Ministerstvo v příslušné evidenci, po dobu, co jsou na tomto účtu zapsány, jakož i vlastní dluhopisy nabyté státem jako jejich emitentem před datem jejich splatnosti, a peněžní prostředky přijaté v rámci zápůjčních facilit poskytnutých z investičního jaderného portfolia.

<sup>4</sup> HDP v metodice ESA2010. Zdrojem dat pro roky 2009 – 2014 je ČSU, pro rok 2015 Makroekonomická predikce České republiky – leden 2016.

Zdroj: MF, ČSU



**Tabulka 7: Stav a struktura dluhového portfolia**

mld. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Hrubý státní dluh</b>	<b>1 178,2</b>	<b>1 344,1</b>	<b>1 499,4</b>	<b>1 667,6</b>	<b>1 683,3</b>	<b>1 663,7</b>	<b>1 673,0</b>
SPP	88,2	113,3	162,6	189,1	120,9	107,6	84,4
Ostatní instrumenty peněžního trhu	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	2,9
Přijatý kolaterál v peněžních prostředcích	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SDD vydané na domácím trhu	838,6	923,0	999,1	1 042,0	1 079,7	1 175,7	1 235,2
SDD vydané na zahraničních trzích <sup>1</sup>	193,0	240,3	245,7	310,3	323,7	239,6	225,6
SSD	0,0	0,0	20,4	56,2	87,6	77,8	66,9
Přijaté zápůjčky a úvěry	57,9	67,2	71,3	70,0	71,5	60,4	58,0
Směnky	0,6	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Likvidní státní finanční aktiva</b>	<b>102,2</b>	<b>112,3</b>	<b>119,7</b>	<b>191,5</b>	<b>116,7</b>	<b>67,8</b>	<b>77,1</b>
Investiční jaderné portfolio	13,5	15,1	16,6	18,5	20,7	22,7	24,5
Investiční důchodové portfolio	21,2	21,6	22,0	22,4	22,6	22,7	22,9
Účelové účty státních finančních aktiv	9,2	10,2	10,5	10,6	10,7	10,9	11,1
Pře-půjčování nad 1 rok <sup>2</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezerva peněžních prostředků <sup>3</sup>	58,3	65,4	70,6	139,9	62,7	11,5	18,6
<b>Státní finanční aktiva</b>	<b>102,2</b>	<b>114,0</b>	<b>121,4</b>	<b>193,2</b>	<b>116,7</b>	<b>67,8</b>	<b>77,1</b>
Likvidní státní finanční aktiva	102,2	112,3	119,7	191,5	116,7	67,8	77,1
Pře-půjčování <sup>4</sup>	0,0	1,7	1,7	1,7	0,0	0,0	0,0
<b>Čisté dluhové portfolio</b>	<b>1 076,0</b>	<b>1 230,1</b>	<b>1 378,0</b>	<b>1 474,4</b>	<b>1 566,7</b>	<b>1 595,8</b>	<b>1 595,9</b>

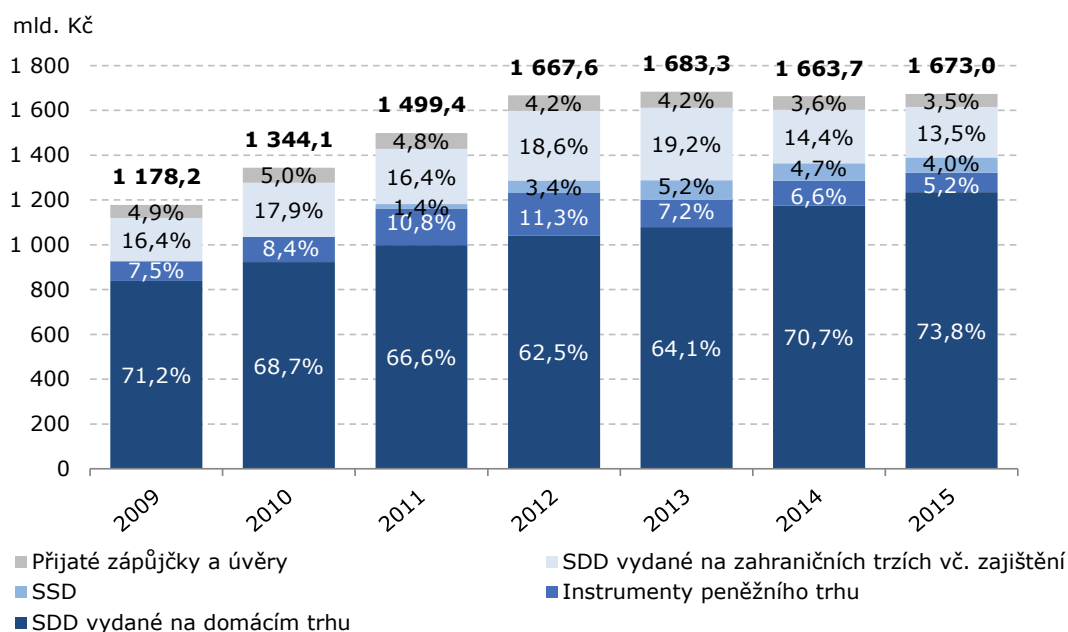
<sup>1</sup> Včetně zajišťujících operací.

<sup>2</sup> Poskytnuté mimorozpočtové zápůjčky a úvěry s původní dobou do splatnosti nad 1 rok ostatním státům a domácím právnickým osobám, jejichž předpokládaná zbytková splatnost činí méně než 12 měsíců.

<sup>3</sup> Volné peněžní prostředky vytvářené dle § 35, odst. (4) zákona č. 218/2000 Sb. Včetně vlivu kurzových rozdílů korunové hodnoty cizoměnové části rezervy peněžních prostředků.

<sup>4</sup> Poskytnuté mimorozpočtové zápůjčky a úvěry s původní dobou do splatnosti nad 1 rok ostatním státům a domácím právnickým osobám, jejichž předpokládaná zbytková splatnost činí více než 12 měsíců.

Zdroj: MF

**Obrazek 15: Struktura dluhového portfolia dle instrumentů**


Zdroj: MF

## Řízení likvidity státní pokladny

V situaci extrémně nízkých a záporných úrokových sazeb a v případě České republiky také v režimu devizových intervencí České národní banky, které navýšily likviditu v domácím bankovním systému, se Ministerstvo v roce 2015 zaměřilo na výraznou racionalizaci volné likvidity státní pokladny, protože není v současné době pravděpodobně možné očekávat do budoucna významnější úrokové zhodnocení na finančním trhu, a proto začala být

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

**Tabulka 8: Stav a struktura zdrojů a investiční pozice státní pokladny**

mld. Kč, mld. EUR	2013		2014		2015	
	CZK	EUR	CZK	EUR	CZK	EUR
<b>Likvidní státní finanční aktiva</b>	<b>94,0</b>	<b>0,8</b>	<b>56,3</b>	<b>0,4</b>	<b>58,5</b>	<b>0,7</b>
Povinní klienti státní pokladny <sup>1</sup>	96,1	2,2	99,3	1,8	114,3	2,0
Nepovinní klienti státní pokladny	4,4	0,0	5,6	0,0	10,0	0,0
Refinancování ze státní pokladny (-)	0,0	0,0	-50,7	0,0	-81,8	-0,8
<b>Celková likviditní pozice státní pokladny<sup>2</sup></b>	<b>194,5</b>	<b>3,0</b>	<b>110,5</b>	<b>2,2</b>	<b>101,0</b>	<b>1,9</b>
Reversní repo operace (kolaterál SPP)	18,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Reversní repo operace (kolaterál SDD)	0,0	1,4	0,0	0,8	0,0	0,4
Reversní repo operace (kolaterál poukázka ČNB)	141,5	0,0	71,3	0,5	0,0	0,0
Reversní repo operace (kolaterál cizí cenné papíry)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Poskytnutá depa a krátkodobé zápůjčky a úvěry	14,0	1,0	22,1	0,8	0,0	1,4
Pře-půjčování <sup>3</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investování do cenných papírů	19,2	0,0	15,5	0,0	7,5	0,0
Poskytnutý kolaterál v peněžních prostředcích	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Peněžní prostředky na souhrnném účtu SP <sup>4</sup>	1,8	0,7	1,7	0,0	93,5	0,0
Peněžní prostředky na účtech v obchodních bankách <sup>5</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Celková investiční pozice státní pokladny</b>	<b>194,5</b>	<b>3,0</b>	<b>110,5</b>	<b>2,2</b>	<b>101,0</b>	<b>1,9</b>

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

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

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

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

<sup>5</sup> Včetně peněžních prostředků na cestě.

Zdroj: MF

Vzhledem ke globálnímu snižování úrokových sazeb bylo v roce 2015 dosaženo ve srovnání s rokem 2014 o 131,6 mil. Kč nižších výnosů z investičních operací na peněžním trhu při řízení likvidity státní pokladny. Tento pokles výnosů byl však kompenzován čistými příjmy z emisní činnosti z titulu záporných výnosů dosažených v primárních aukcích státních dluhopisů ve výši 413,7 mil. Kč se zohledněním budoucích výdajů v podobě výplat kupónů do splatnosti těchto dluhopisů, pokud nebyly bez výnosu.

V rámci řízení likvidity korunové státní pokladny a investičních operací správy finančních aktiv na jaderném portfoliu byly v průběhu roku 2015 provedeny krátkodobé investice s použitím zástavy

poukázek ČNB a státních pokladničních poukázek v celkové nominální hodnotě 2 957,1 mld. Kč. Průměrná úroková sazba dosažená při investování s použitím těchto zástav činila 0,04 % p. a. Rovněž byly v tomto období realizovány krátkodobé investice ve formě depozitních operací v celkové nominální hodnotě 2 219,7 mld. Kč. Průměrná úroková sazba dosažená investováním formou depozitních operací činila 0,04 % p. a. V roce 2015 obchodovalo Ministerstvo financí s celkem osmi protistranami, kterými jsou převážně české, ale i zahraniční banky. Do státního rozpočtu bylo v roce 2015 z výnosů operací v rámci řízení korunové likvidity státní pokladny převedeno celkem 40,2 mil. Kč.

V rámci řízení likvidity eurové státní pokladny byly v průběhu roku 2015 provedeny krátkodobé investice s použitím zástavy střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů nebo poukázek ČNB a státních pokladničních poukázek v celkové nominální hodnotě 4,1 mld. EUR. Průměrná úroková sazba investičních operací se zástavou střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů provedených v roce 2015 činila 0,04 % p. a. Rovněž byly v tomto období realizovány krátkodobé investice ve formě depozitních operací v celkové nominální hodnotě 8,9 mld. EUR. Průměrná úroková sazba dosažená investováním formou depozitních operací činila 0,06 % p. a. Ministerstvo realizovalo

v roce 2015 devizové swapy se splatností v roce 2016 v celkové nominální hodnotě 0,8 mld. EUR, přičemž průměrná úroková sazba dosažená při těchto operacích činila 1,9 % p. a. V roce 2015 obchodovalo Ministerstvo financí s celkem osmnácti protistranami, kterými jsou převážně české, ale i zahraniční banky. Do státního rozpočtu bylo v roce 2015 z výnosů operací v rámci řízení eurové likvidity státní pokladny převedeno celkem 67,1 mil. Kč. Situace na trhu eurových depozit je charakteristická postupným snižováním úrokových sazeb, zejména z důvodu měnové politiky Evropské centrální banky.

**Tabulka 9: Příjmy státního rozpočtu z investičních operací a emisí se záporným výnosem (mil. Kč)**

Příjmy	2013	2014	2015	2014/2013	2015/2014
Korunové operace	93,0	87,1	40,2	0,9	0,5
Eurové operace (přečteno na Kč)	15,3	151,7	67,1	9,9	0,4
Zápůjční facility	0,6	1,9	3,9	3,1	2,0
Emisní činnost se záporným výnosem <sup>1</sup>	0,0	0,0	413,7	-	-
<b>Celkem</b>	<b>108,9</b>	<b>240,8</b>	<b>524,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>

<sup>1</sup> Se zohledněním budoucích výdajů v podobě výplat kupónů do splatnosti těchto dluhopisů, pokud nebyly bez výnosu.  
Zdroj: MF

### 3 - Program financování a emisní činnost v roce 2015

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 vlády. Strukturu programu financování tvoří dluhové

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

#### Plnění programu financování

Pravidelné čtvrtletní vyhodnocování skutečné struktury dluhového portfolia ve vztahu k vyhlášeným strategickým cílům a limitům, které konstituují hlavní parametry veřejně vymezeného strategického benchmarkového portfolia komunikovaného zejména prostřednictvím Strategie a její případné aktualizace, a čtvrtletní aktualizace hrubé výpůjční potřeby a programu

financování obsažené ve Čtvrtletní zprávě o řízení státního dluhu České republiky jsou hlavním nástrojem Ministerstva na podporu důvěryhodnosti a transparentnosti celého procesu řízení státního dluhu a souvisejícího finančního majetku státu a provádění výpůjčních operací na finančních trzích v souladu s nejlepší mezinárodní praxí a doporučenými standardy.

#### Střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy

Pro rok 2015 byl v rámci Strategie stanoven emisní plán střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v rozmezí 130,0 až 180,0 mld. Kč, přičemž skutečná hrubá emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v tomto roce činila 180,4 mld. Kč. K mírnému překročení tohoto emisního plánu došlo v souvislosti s vývojem situace na finančních trzích převážně v druhém pololetí roku 2015, kdy výnosy státních dluhopisů České republiky dosahovaly svých historických minim a v případě dluhopisů úročených na krátkém konci výnosové křivky bylo dosaženo i záporných výnosů do splatnosti. Možnost navýšení jmenovité hodnoty hrubé emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím trhu byla prezentována Ministerstvem v aktualizaci Strategie na druhé pololetí 2015, v rámci které bylo představeno možné vydání státního dluhopisu bez výnosu se splatností v roce 2017, jehož hrubá emise by v případě výhodných tržních podmínek nahradila část jmenovité hodnoty hrubé emise státních pokladničních poukázek s pozitivním dopadem na státní rozpočet a rizikové parametry dluhového portfolia a tím by došlo k poklesu jmenovité hodnoty státních pokladničních poukázek v oběhu ke konci roku 2015 oproti původnímu plánu zachovat jejich jmenovitou hodnotu v oběhu ke konci roku 2015 na úrovni minimálně 100,0 mld. Kč. Ministerstvo financí flexibilně zareagovalo na vývoj situace na finančních trzích a poptávku ze strany primárních dealerů a dne 11. září 2015 vydalo první tranši tohoto dluhopisu. Oproti původně plánované úrovni státních pokladničních poukázek v oběhu na úrovni minimálně 100,0 mld. Kč došlo k jejich poklesu na

úroveň 84,4 mld. Kč, tedy o 15,6 mld. Kč. Celková jmenovitá hodnota hrubé emise státního dluhopisu bez výnosu se splatností v roce 2017 dosáhla v roce 2015 hodnoty 59,7 mld. Kč, čímž bylo dosaženo mimořádného příjmu státního rozpočtu v roce 2015 ve výši 367,4 mil. Kč. Celkové čisté příjmy státního rozpočtu v roce 2015 z titulu emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů za záporný aukční výnos se zohledněním budoucích výdajů v podobě výplat kuponů do splatnosti těchto dluhopisů, pokud nebyly bez výnosu, činily 378,3 mil. Kč.

Teoretická výnosová křivka státních dluhopisů České republiky konstruovaná na základě kotací na sekundárním trhu státních dluhopisů provozovaného prostřednictvím elektronické obchodní platformy MTS Czech Republic signalizovala záporné výnosy až do zbytkové doby do splatnosti do pěti let, což se podařilo potvrdit i na primárním trhu při aukci Dluhopisu České republiky, 2005 – 2020, 3,75 % ze dne 25. listopadu 2015, při které se Ministerstvu podařilo tento dluhopis umístit na trh v celkové jmenovité hodnotě 2,6 mld. Kč za průměrný dosažený aukční výnos ve výši -0,08 % p. a.

Na domácím trhu střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů bylo v roce 2015 uskutečněno celkem 33 primárních aukcí. V jeden aukční den byly nabízeny až tři různé instrumenty.

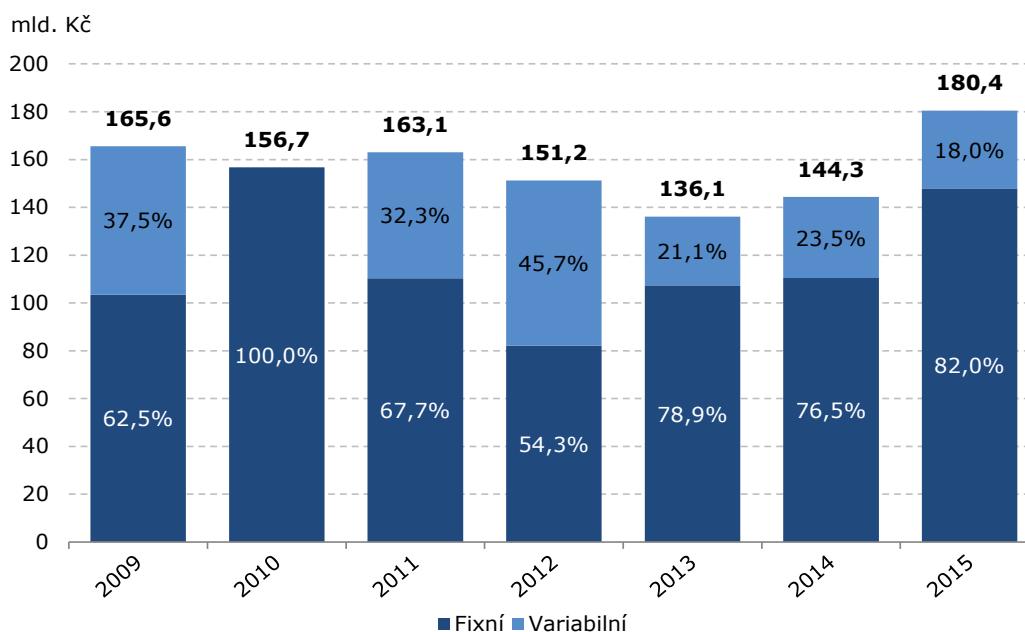
Od září 2015 upravilo Ministerstvo financí způsob uveřejňování emisních kalendářů na následující kalendářní měsíc, kdy přistoupilo k možnosti vyhlásit pro příslušnou aukci

k danému dluhopisu jeden či více alternativních dluhopisů, které mohou být do dané aukce zahrnuty, a vybrat konkrétní dluhopis do dané aukce nejpozději jeden pracovní den před datem konání konkurenční části aukce. Další úprava vyhlášení emisních kalendářů se týkala možnosti uveřejnění jmenovité hodnoty střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů nabízených do konkurenční části aukce v rámci emisního kalendáře v indikativní maximální výši. Těmito kroky docílilo Ministerstvo dalšího prostoru pro pružnou reakci na aktuální vývoj

tržní situace a poptávku ze strany primárních dealerů.

Střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy byly v roce 2015 prodávány výhradně prostřednictvím primárních aukcí. V souladu se Strategií byly rovněž vydávány fixně a variabilně úročené střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy. Podíl obou typů instrumentů prodaných prostřednictvím primárních aukcí za celý rok 2015 činil 82,0 % u fixně úročených dluhopisů a 18,0 % u variabilně úročených dluhopisů.

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



Zdroj: MF

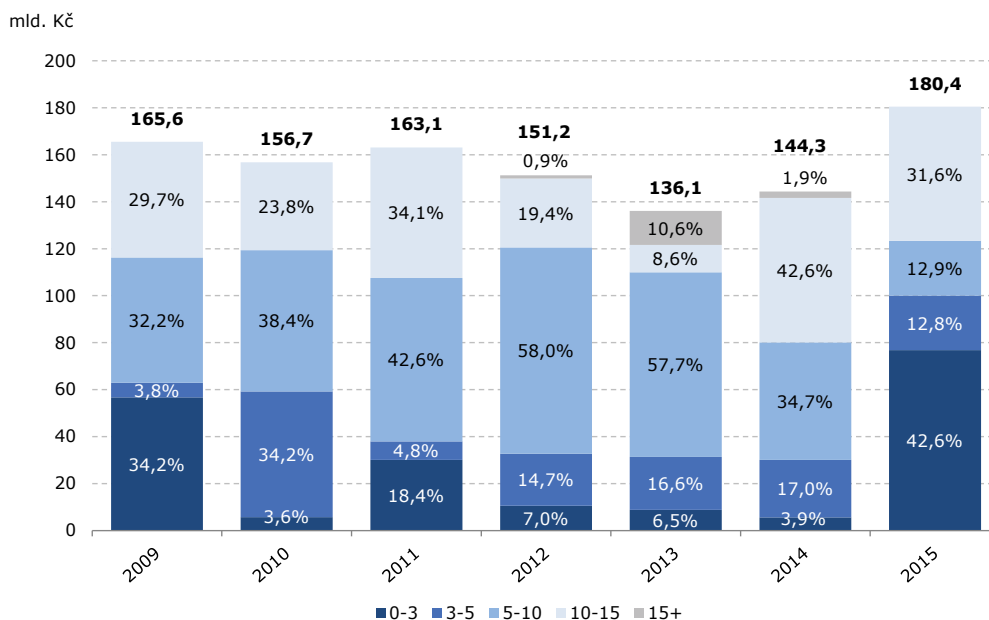
V primárních aukcích střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů byly v souladu s vyhlášenými limity pro refinanční riziko vydávány státní dluhopisy v různých segmentech zbytkové doby do splatnosti, přičemž dle emisního plánu byly vydány i tři nové benchmarkové emise fixně úročených státních dluhopisů se splatnostmi v letech 2023, 2026 a 2030, konkrétně Státní dluhopis České republiky, 2015–2023, 0,45 %, Státní dluhopis České republiky, 2015–2026, 1,00 % a Státní dluhopis České republiky, 2015–2030, 0,95 %, které byly dále doplněny o Státní dluhopis České republiky, 2015–2017, 0,00 %. Vzhledem k poklesu výnosů státních dluhopisů České republiky úročených zejména na krátkém konci výnosové křivky a bezprecedentnímu zájmu primárních dealerů o tento typ dluhopisů dominovala hrubá emise státních dluhopisů v segmentu zbytkové doby do splatnosti do tří let. Jednalo se o 1. až 5. tranši Státního dluhopisu České republiky, 2015–2017, 0,00 % vydaného v celkové jmenovité hodnotě 59,7 mld. Kč, což představuje 33,1 % celkové

jmenovité hodnoty hrubé emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v primárních aukcích a 6. až 8. tranši Státního dluhopisu České republiky, 2014–2018, 0,85 % vydaného v celkové jmenovité hodnotě 17,2 mld. Kč, což představuje 9,5 % celkové jmenovité hodnoty hrubé emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v primárních aukcích. Celkový podíl hrubé emise státních dluhopisů v segmentu zbytkové doby do splatnosti do tří let na celkové hrubé emisi střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v primárních aukcích činil 42,6 %, což představuje nárůst o 38,7 procentního bodu oproti předchozímu roku. Dalším dominantním segmentem hrubé emise v roce 2015 byl segment zbytkové doby do splatnosti 10 až 15 let s podílem ve výši 31,6 %, v rámci kterého představovala největší podíl hrubá emise Státního dluhopisu České republiky, 2014–2027, VAR % v celkové jmenovité hodnotě 16,3 mld. Kč, což představuje 9,1 % celkové jmenovité hodnoty hrubé emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v primárních

aukcích. K poklesu oproti předchozímu roku došlo v segmentu zbytkové doby do splatnosti 5 až 10 let, jehož podíl na celkové hrubé emisi

střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v primárních aukcích letos činil 12,9 %, a došlo tak k poklesu tohoto podílu o 21,7 procentního bodu.

**Obrázek 17: Splatnostní struktura SDD prodaných v aukcích**

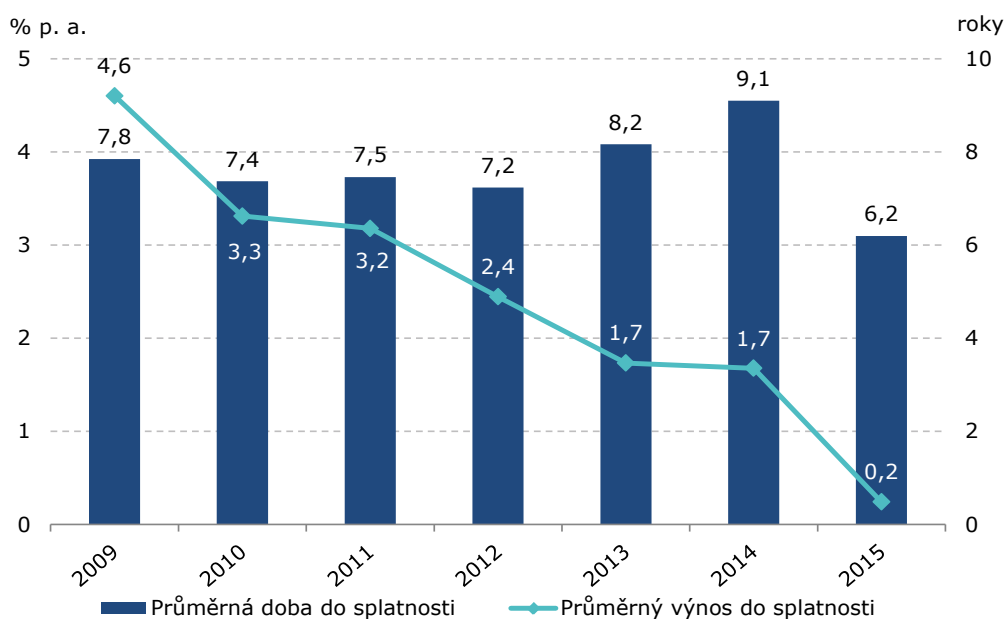


Zdroj: MF

Průměrný výnos střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů prodaných v primárních aukcích v roce 2015 činil 0,2 % p. a., což bylo dáno poklesem výnosů státních dluhopisů České republiky a dále pak též poklesem průměrné doby do splatnosti střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů

prodaných v primárních aukcích o 2,9 roku oproti roku 2014 na 6,2 roku. Tento pokles je dán především flexibilní reakcí Ministerstva na vývoj situace na finančních trzích a poptávky ze strany primárních dealerů po dluhopisech úročených na kratším konci výnosové křivky.

**Obrázek 18: Průměrný výnos a doba do splatnosti SDD v aukcích**

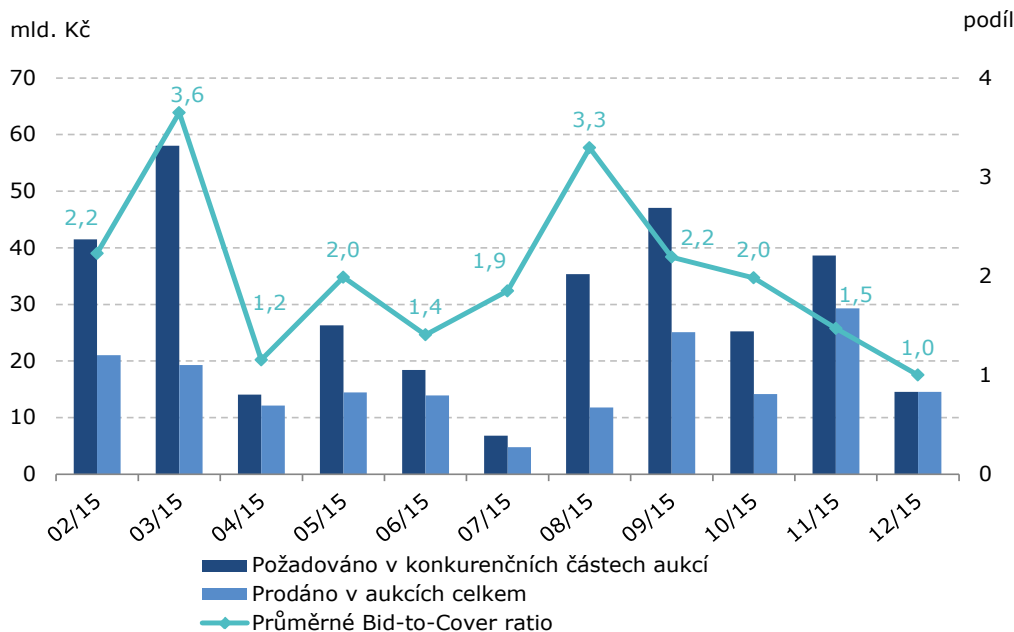


Poznámka: Průměrná doba do splatnosti je vztažena k datu emise.  
Zdroj: MF

V roce 2015 pokračovala stabilní poptávka po korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisech, což dokresluje poměr celkové poptávky k uspokojené poptávce v konkurenční

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

**Obrázek 19: Aukce SDD v roce 2015**



Zdroj: MF, ČNB

V roce 2015 nebyly uskutečněny žádné přímé prodeje střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na sekundárním trhu prostřednictvím elektronické obchodní platformy MTS Czech Republic především z důvodu vysokého zájmu primárních dealerů o státní dluhopisy prodávaných v primárních aukcích. Ministerstvo se rozhodlo doprodat i Dluhopis České republiky, 2005 – 2020, 3,75 % z vlastního majetkového účtu v aukci, což se ukázalo jako správné rozhodnutí vzhledem k její úspěšnosti.

V roce 2015 došlo k řádné splátce korunového Dluhopisu České republiky, 2005 - 2015, 3,80 % v celkové jmenovité hodnotě 56,4 mld. Kč a Dluhopisu České republiky, 2010 - 2015, 3,40 % v celkové jmenovité hodnotě 56,7 mld. Kč. V roce

2015 nebyly uskutečněny žádné zpětné odkupy střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů.

Celková jmenovitá hodnota čisté emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím trhu činila 67,4 mld. Kč.

V oblasti zahraniční emisní činnosti neuskutečnilo Ministerstvo v roce 2015 žádné výpůjční operace z důvodu vysokého zájmu primárních dealerů o státní dluhopisy na domácím trhu a vyšší nákladovosti zahraniční emise oproti domácímu financování. V říjnu 2015 došlo ke splátce variabilně úročené zahraniční emise státního dluhopisu České republiky denominované v jednotné evropské měně v celkové jmenovité hodnotě 0,3 mld. EUR.

## Instrumenty peněžního trhu

V roce 2015 činila celková jmenovitá hodnota hrubé emise instrumentů peněžního trhu bez revolvingu 86,6 mld. Kč, z čehož 84,4 mld. Kč představovaly vydané státní pokladniční poukázky a 2,2 mld. Kč představovaly přijaté peněžní prostředky v rámci zápůjčních facilit střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů ve formě repo operací, kde tyto dluhopisy poskytovalo Ministerstvo jako kolaterál k těmto operacím. Z důvodu částečného nahrazení

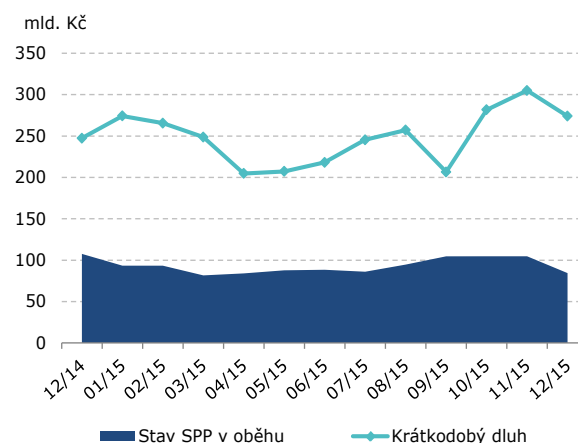
hrubé emise státních pokladničních poukázek hrubou emisí Státního dluhopisu České republiky, 2015–2017, 0,00 % činila celková jmenovitá hodnota čisté emise instrumentů peněžního trhu -23,5 mld. Kč. K tomuto kroku Ministerstvo přistoupilo z důvodu dosahování záporných výnosů v aukcích tohoto dluhopisu, bezprecedentního zájmu primárních dealerů o tento dluhopis i s ohledem na pozitivní dopad na rizikové ukazatele dluhového portfolia.



V roce 2015 činila hrubá emise státních pokladničních poukázek včetně revolvingu 99,3 mld. Kč. Průměrný aukční výnos státních pokladničních poukázek v roce 2015 činil -0,05 % p. a. Jako reakci na aktuální vývoj situace na finančních trzích, kdy docházelo k poklesu výnosů státních dluhopisů České republiky úročených zejména na krátkém konci výnosové křivky až do záporných hodnot, a zvýšenou poptávkou primárních dealerů po krátkodobých státních dluhopisech začalo Ministerstvo v aukcích prodávat státní pokladniční poukázky s dobou do splatnosti 3 měsíce a kratší. Emise těchto státních dluhopisů nesloužila primárně ke krytí potřeby financování, nýbrž k využívání mimořádně výhodných tržních podmínek, které umožňovaly v rámci těchto obchodů zvyšovat příjmy státního rozpočtu ve formě aukčních premií. V rámci tohoto efektivního časování emisní činnosti a výběru vhodných splatností bylo z prodeje státních pokladničních poukázek se zbytkovou dobou do splatnosti v rozmezí od 7 týdnů do 1 roku za záporný aukční výnos dosaženo mimořádných příjmů státního rozpočtu ve výši 35,4 mil. Kč, přičemž celková jmenovitá hodnota těchto prodaných státních pokladničních poukázek činila 32,3 mld. Kč.

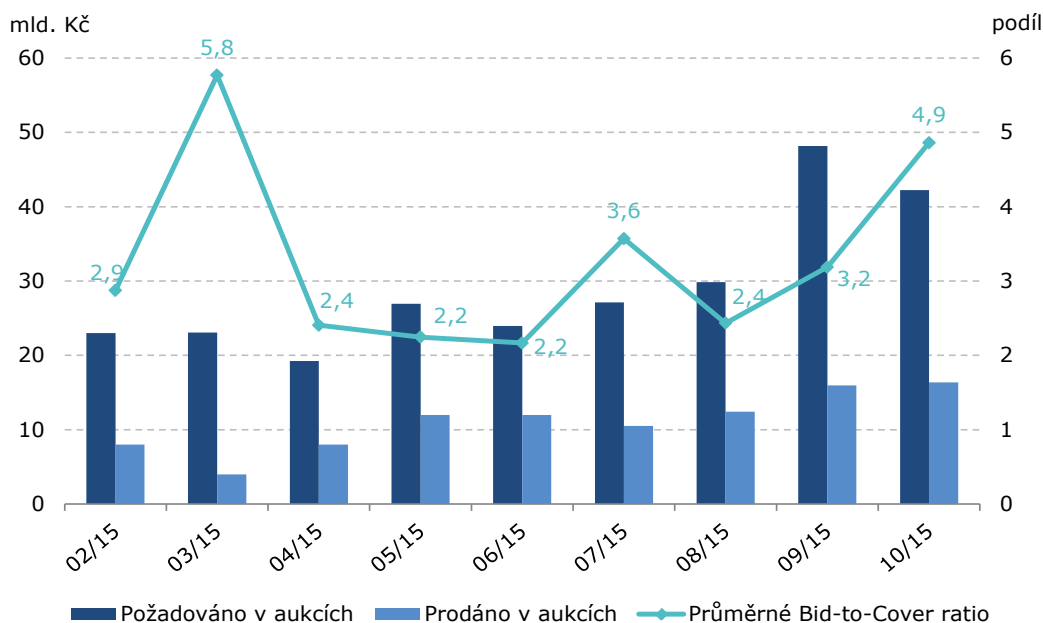
I v roce 2015 lze pozorovat poměrně stabilní poptávku po státních pokladničních poukázkách ze strany primárních dealerů, když průměrný podíl požadované a prodané jmenovité hodnoty státních pokladničních poukázek v aukcích v roce 2015 činil 3,4.

**Obrázek 20: SPP v oběhu v roce 2015**



Zdroj: MF

**Obrázek 21: Aukce SPP v roce 2015**



Zdroj: MF, ČNB

V roce 2015 primární dealeri českých státních dluhopisů pokračovali ve využívání zápůjční facility ve formě repo operací pro poskytování zápůjček střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů, která má za cíl zvýšit likviditu státních dluhopisů na sekundárním trhu. V roce 2015 byly z majetkových účtů Ministerstva prostřednictvím zápůjční facility poskytnuty zápůjčky střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v celkové jmenovité hodnotě 141,4 mld. Kč oproti přijatým peněžním prostředkům ve výši 172,8 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. Průměrná úroková sazba dosažená v rámci zápůjčních facilit ve formě repo operací v průběhu roku 2015 činila -0,07 % p. a.

V rámci další podpory sekundárního trhu střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů začalo Ministerstvo v průběhu čtvrtého čtvrtletí využívat s ohledem na poptávku



primárních dealerů zápůjční facility ve formě kolateralizované zápůjčky, kdy Ministerstvo za poplatek poskytovalo krátkodobě státní dluhopisy České republiky z vlastního majetkového účtu oproti jinému státnímu dluhopisu České republiky či poukázce ČNB. Těto facility mohli využívat primární dealeri na období až 90 dní a cílem těchto operací bylo navýšení likvidity státních dluhopisů na sekundárním trhu zejména v případě krátkodobého převisu poptávky nad nabídkou u daného dluhopisu. V rámci těchto operací poskytlo Ministerstvo v průběhu roku 2015 primárním dealerům střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 10,4 mld. Kč. Průměrný poplatek dosažený v rámci zápůjčních facilit ve formě

kolateralizované zápůjčky v průběhu roku 2015 činil -0,10 % p. a.

V průběhu roku 2015 bylo možné i nadále sledovat zvýšený zájem primárních dealerů po zápůjčních facilitách, když oproti roku 2014 se v roce 2015 zvýšila jmenovitá hodnota poskytovaných střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů o 56,8 mld. Kč na 141,4 mld. Kč v případě zápůjčních facilit ve formě repo operací a v rámci zápůjčních facilit ve formě kolateralizované zápůjčky byly dodatečně poskytnuty střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 10,4 mld. Kč.

## Ostatní dluhové instrumenty

V roce 2015 nedošlo k čerpání žádné tranše úvěrů Evropské investiční banky. V průběhu roku došlo k řádným splátkám tranší úvěrů Evropské investiční banky v celkové výši 2,1 mld. Kč a k před-splacení tranší úvěrů Evropské investiční banky v celkové výši 0,4 mld. Kč. Celkově tak byly v roce 2015 splaceny tranše úvěrů Evropské investiční banky v celkové výši 2,5 mld. Kč.

V oblasti spořicíh státních dluhopisů činila celková jmenovitá hodnota hrubé emise SSD 1,0 mld. Kč a jednalo se výhradně o tranše emisí spořicíh státních dluhopisů vydané formou reinvestice výnosu.

V roce 2015 byla uskutečněna řádná splátka Prémiového spořicího státního dluhopisu České republiky, 2012 – 2015, FIX % v celkové jmenovité hodnotě 11,5 mld. Kč. Emisní podmínky spořicíh státních dluhopisů umožňují vlastníkům požádat

o jejich splacení před stanoveným datem splatnosti. Samotný vývoj předčasného splacení i v roce 2015 však ukazuje, že podíl předčasného splacení není nijak významný a vlastníci spořicíh státních dluhopisů žádají o tuto službu pouze výjimečně. V roce 2015 bylo v rámci všech období pro podávání žádostí o předčasné splacení požádáno o splacení dluhopisů v celkové jmenovité hodnotě 417,5 mil. Kč, což je 0,6 % z celkové jmenovité hodnoty spořicíh státních dluhopisů v oběhu ke konci roku 2015. Celková jmenovitá hodnota řádných i předčasných splátek spořicíh státních dluhopisů v roce 2015 činila 11,9 mld. Kč.

Ke konci roku 2015 činila celková jmenovitá hodnota spořicíh státních dluhopisů v oběhu 66,9 mld. Kč, což činí 4,0 % celkového státního dluhu a 5,1 % korunových státních dluhopisů bez státních pokladničních poukázek.

**Tabulka 10: Emise a splátky SSD**

	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Celková jmenovitá hodnota vydaných SSD (mld. Kč)</b>	20,4	45,3	38,8	1,4	0,0
<b>Reinvestice výnosu (mld. Kč)</b>	0,0	0,1	0,3	0,7	1,0
<b>Předčasné splacení (mld. Kč)</b>	-	0,1	0,2	0,3	0,4
<b>Předčasné splacení (% SSD v oběhu ke konci příslušného roku)</b>	0,0	0,2	0,2	0,4	0,6
<b>Řádné splacení (mld. Kč)</b>	0,0	9,5	7,5	11,6	11,5
<b>Celkem splaceno (mld. Kč)</b>	0,0	9,6	7,7	11,9	11,9
<b>SSD v oběhu (mld. Kč)</b>	20,4	56,2	87,6	77,8	66,9

Zdroj: MF

## 4 - Řízení rizik a strategie portfolia

Veřejné vymezení strategického benchmarkového dluhového portfolia prostřednictvím vyhlášení strategických cílů je hlavním nástrojem ke zvyšování transparentnosti dluhové politiky Ministerstva v souladu s nejlepší mezinárodní praxí. Cíle jsou nastavovány na základě požadavků plynoucích z obezřetného přístupu k řízení finančních a kreditních rizik při minimalizaci ekonomických nákladů v dlouhodobém horizontu. Hlavními riziky, kterým je dluhové portfolio dlouhodobě vystaveno, jsou rizika refinanční, úrokové a měnové. Všechny níže stanovené cíle a limitní hranice jsou uplatňovány na portfolio státního dluhu jako celku, včetně derivátových operací.

V souvislosti s dostatečnou likviditou na souhrnných účtech státní pokladny a poměrně stabilními zůstatky těch majitelů účtů, kteří jsou pod souhrnné účty státní pokladny zahrnuti povinně, zefektivňováním a modernizací řízení likvidity státní pokladny přistupuje Ministerstvo počínaje rokem 2016 k novému konceptu řízení rizik, když strategické cíle a limity refinančního a úrokového rizika budou vyhlášeny ve střednědobém horizontu. Tento koncept umožní Ministerstvu pružnou reakci na krátkodobé tržní podmínky a zájem investorů o instrumenty v určitém segmentu doby do splatnosti či doby do refixace.

Krátkodobé vychýlení ze stanovených strategických střednědobých limitů a cílů pro rizikové parametry dluhového portfolia pro refinanční a úrokové riziko je možné, avšak emisní činnost ve střednědobém horizontu bude plánována tak, aby limity a cíle definované v této Strategii byly splněny ve střednědobém horizontu do roku 2018. Dalším efektem tohoto kroku může být snížení celkových

čistých výdajů na obsluhu státního dluhu s pozitivním dopadem na hospodaření státního rozpočtu a v konečném důsledku i výši státního dluhu.

Počínaje rokem 2016 Ministerstvo dále mění koncepci řízení refinančního rizika prostřednictvím ukazatele průměrné doby do splatnosti státního dluhu a úrokového rizika prostřednictvím ukazatele průměrné doby do refixace státního dluhu, když pro oba ukazatele opouští cílové pásmo, a stanovuje střednědobou cílovou hodnotu, přičemž krátkodobé vychýlení od této hodnoty je možné. Důvodem je aktuální tržní situace, kdy Ministerstvo emisemi na krátkém konci výnosové křivky dosahuje mimořádných úspor na obsluhu státního dluhu, a je proto žádoucí této situace využívat v maximální přijatelné míře. Udržení pevně stanoveného pásma by tomuto záměru odporovalo. Současná situace na finančních trzích souvisí mimo jiné také s expanzivní monetární politikou centrálních bank a je pravděpodobné, že bude trvat nadále i v průběhu roku 2016. Ministerstvo bude situaci na finančních trzích intenzivně monitorovat a vyhodnocovat.

Střednědobé cíle a limity v oblasti refinančního a úrokového rizika budou počínaje rokem 2016 vyhodnocovány oproti 12měsíčnímu klouzavému aritmetickému průměru hodnot příslušného ukazatele. Pro účely stanovení těchto průměrů budou hodnoty rizikových ukazatelů zaznamenávány vždy ke konci kalendářního měsíce. Takto zkonstruované ukazatele vyhladí výkyvy hodnoty ukazatele způsobené krátkodobými fluktuacemi trhu nebo například velkou splátkou emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v příslušném měsíci.

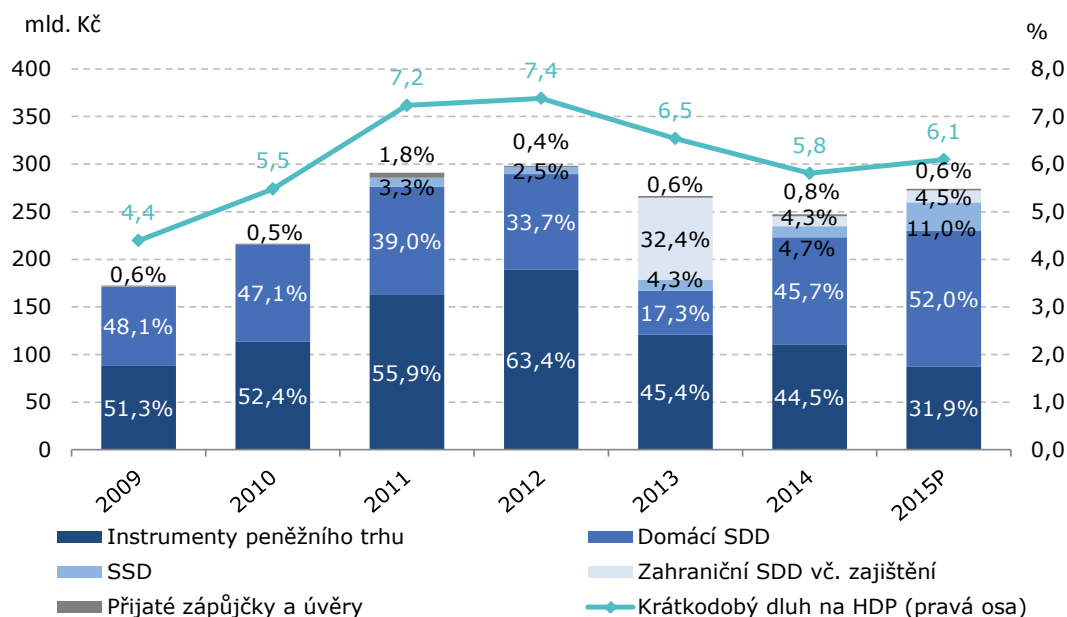
### Refinanční riziko

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

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

limitní hranice pro podíl krátkodobého státního dluhu na úrovni 20,0 %. Pro roky 2012 a 2013 byla tato limitní hranice zvýšena o 5 p. b. na 25,0 % v souvislosti se zavedením limitní hranice na podíl střednědobého státního dluhu. Od roku 2014 byla limitní hranice snížena o 5 p. b. zpět na 20,0 % zejména z důvodu efektivnějšího řízení disponibilní likvidity státní pokladny. Pro střednědobý horizont do roku 2018 je pro podíl krátkodobého státního dluhu stanovena limitní hranice na úrovni 20,0 %. Podíl krátkodobého státního dluhu ke konci roku 2015 činí 16,4 % celkového státního dluhu, což představuje nárůst o 1,5 p. b. oproti konci roku 2014. Průměrná měsíční hodnota podílu krátkodobého státního dluhu na celkovém státním dluhu v roce 2015 činí 14,9 %.

**Obrázek 22: Struktura krátkodobého státního dluhu dle instrumentů**



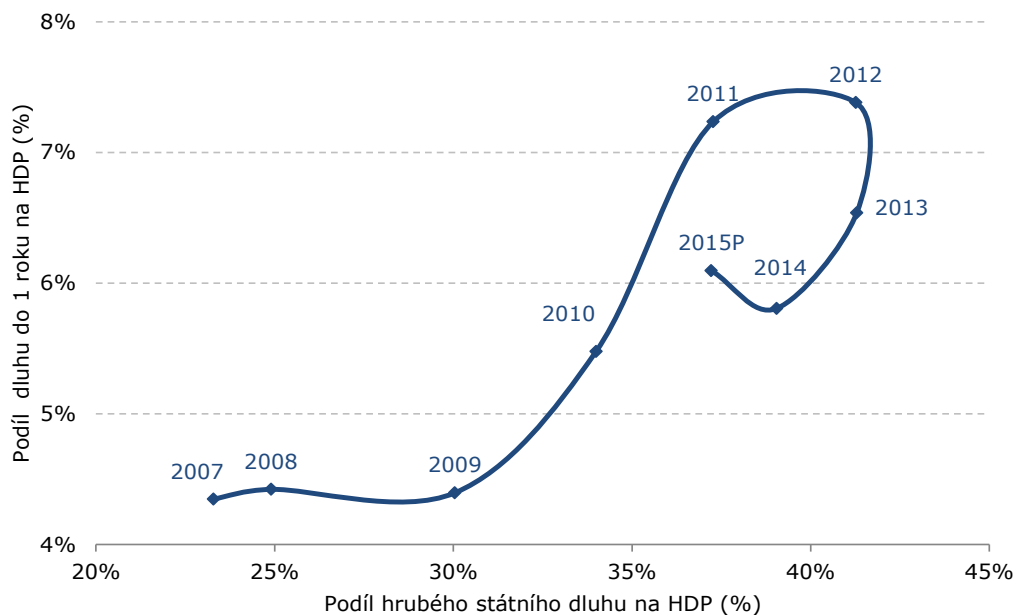
Poznámka: Ke konci příslušných let. Zdrojem dat HDP pro roky 2009 až 2014 je ČSÚ, pro rok 2015 Makroekonomická predikce České republiky – leden 2016  
Zdroj: MF, ČSÚ

I ke konci roku 2015 platí, že stav střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů vydaných na domácím i zahraničních trzích včetně spořicíh státních dluhopisů splatných do jednoho roku převyšuje stav instrumentů peněžního trhu v oběhu. Podíl instrumentů peněžního trhu na krátkodobém státním dluhu ke konci roku 2015 činí 31,9 % a poklesl o 12,7 p. b. oproti konci roku 2014. Podíl instrumentů peněžního trhu na celém státním dluhu ke konci roku 2015 činí 5,2 % a oproti konci roku 2014 poklesl o 1,4 p. b. V obou případech je pokles podílu dán především nahrazením části státních pokladničních poukázek v oběhu ke konci roku 2015 emisí Státního dluhopisu České republiky, 2015–2017, 0,00 % s pozitivním dopadem na refinanční a úrokové riziko.

V průběhu roku 2015 došlo k nárůstu absolutní výše krátkodobého státního dluhu o 26,6 mld. Kč. V posledních třech letech podíl státního dluhu na HDP klesl ze 41,3 % ke konci roku 2012 až na 37,2 % ke konci roku 2015, podíl krátkodobého státního dluhu na HDP klesal od konce roku 2012 do konce roku 2014, v roce 2015 vzrostl o 0,3 p. b. Ve srovnání s koncem roku 2014 došlo ke změně struktury krátkodobého dluhu zejména v případě instrumentů peněžního trhu, kde se podíl snížil o 12,7 p. b., kdy tento pokles je konzistentní

s poklesem jejich jmenovité hodnoty v oběhu ke konci roku 2015 a nahrazením emisí Státního dluhopisu České republiky, 2015–2017, 0,00 %. U korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů splatných do jednoho roku došlo k nárůstu o 6,4 p. b. z důvodu splátek tří emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2016 v celkové výši 142,6 mld. Kč oproti splátkám dvou emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2015 ve výši 113,0 mld. Kč. Rovněž u spořicíh státních dluhopisů splatných do jednoho roku došlo k nárůstu o 6,3 p. b. z důvodu čtyř řádných splátek emisí spořicíh státních dluhopisů v roce 2016 v celkové výši 30,0 mld. Kč oproti jedné řádné splátce emise spořicíh státních dluhopisů v roce 2015 ve výši 11,5 mld. Kč. U dluhopisů vydaných na zahraničních trzích splatných do jednoho roku došlo k meziročnímu nárůstu o 0,3 p. b. zejména z důvodu jedné splátky zahraniční emise v celkové jmenovité hodnotě 500,0 mil. CHF v roce 2016 oproti jedné splátce zahraniční emise v celkové jmenovité hodnotě 300,0 mil. EUR v roce 2015. Z důvodu nižších řádných splátek úvěrů Evropské investiční banky v roce 2016 oproti roku 2015 došlo také k meziročnímu poklesu podílu přijatých zápůjček a úvěrů na krátkodobém dluhu o 0,2 p. b.

**Obrázek 23: Hrubý státní dluh a státní dluh se splatností do 1 roku**

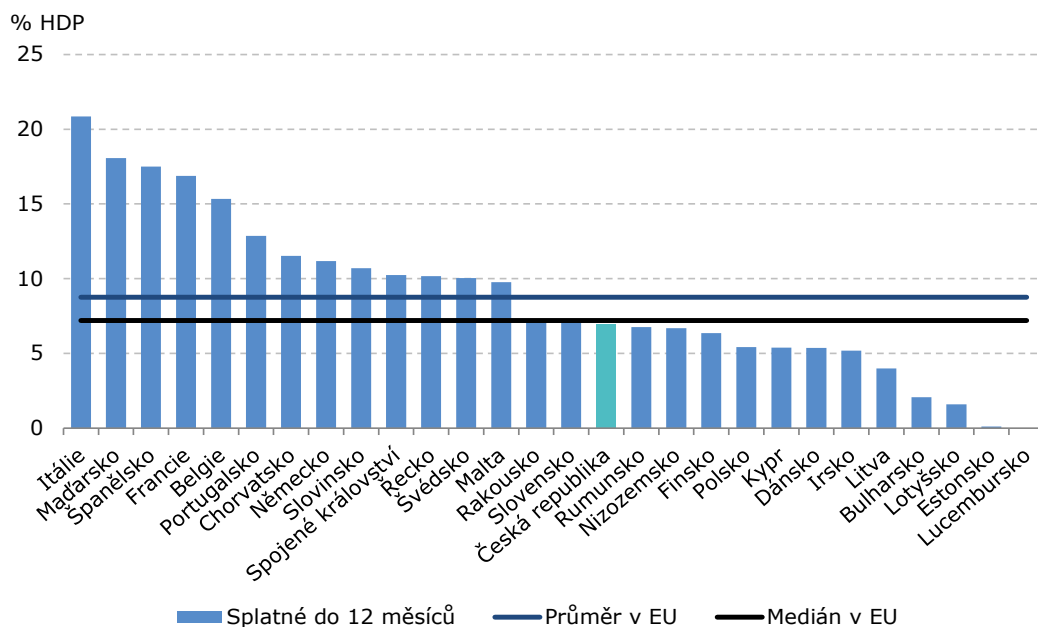


Poznámka: Ke konci jednotlivých let. Zdrojem dat HDP pro roky 2007 až 2014 je ČSÚ, pro rok 2015 Makroekonomická predikce České republiky – leden 2016. Zdroj: MF, ČSÚ

Velikost krátkodobého státního dluhu České republiky je poměrně nízká i ve srovnání se státy Evropské unie, když podíl krátkodobého státního dluhu na HDP leží pod průměrem stejně tak jako

pod mediánem Evropské unie, což je však dáno i relativně nízkým zadlužením České republiky v porovnání s ostatními státy Evropské unie.

**Obrázek 24: Krátkodobý státní dluh v zemích EU**



Poznámka: Ke konci listopadu 2015. Nezahrnuje neobchodovatelný státní dluh, zahrnuje retailový státní dluh. Predikce hrubého domácího produktu jednotlivých ekonomik vychází z předpovědí Evropské komise. Zdroj: ESRB Risk Dashboard

V souvislosti s refinančním rizikem je nutné zmínit i předčasné splacení spořicíh státních dluhopisů, jehož výše ani v roce 2015 zatím není signifikantní a nepředstavuje tak výrazné zvýšení refinančního rizika, když celková jmenovitá hodnota předčasně splacených spořicíh státních dluhopisů v roce 2015 činí 0,4 mld. Kč. Od pilotní série emisí v roce

2011 do konce 2015 činí splátky spořicíh státních dluhopisů před datem splatnosti 1,0 mld. Kč, což představuje pouze 1,0 % všech vydaných spořicíh státních dluhopisů v tomto období včetně reinvestic výnosů. Ministerstvo nadále monitoruje situaci, ale v současné době není očekáván větší nárůst splátek spořicíh státních dluhopisů před datem splatnosti,

mimo jiné z důvodu vyšších výnosů těchto dluhopisů oproti aktuální situaci na dluhopisových trzích.

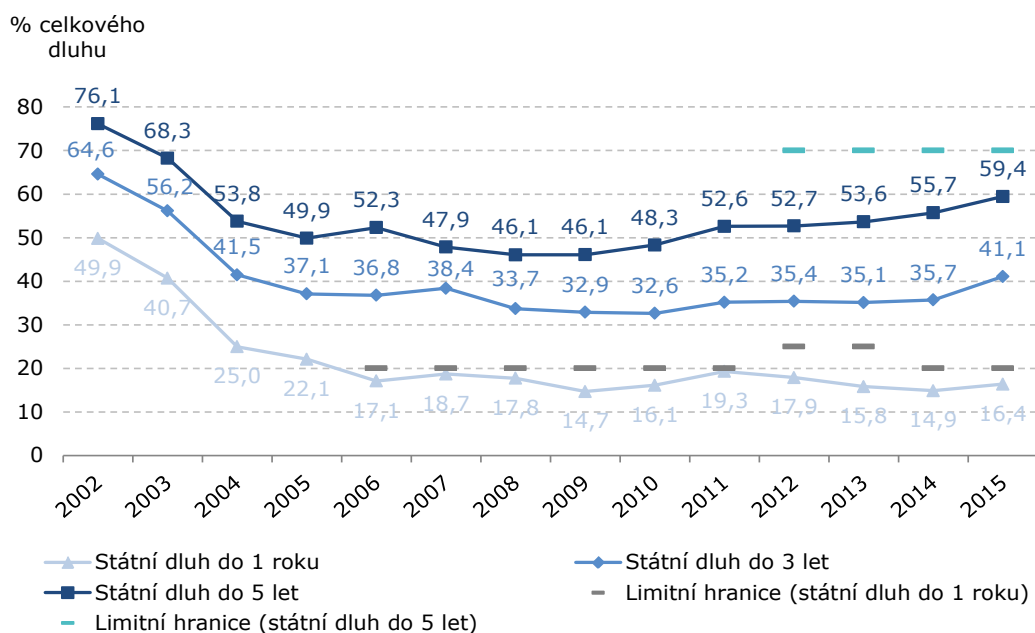
V roce 2015 Ministerstvo využívalo taktéž zápůjční facility pro poskytování zápůjček střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů ve formě repo operací, v nichž kolaterál představují střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy, které jsou poskytovány z majetkových účtů Ministerstva. I když je primárním účelem této facility zvýšit likviditu státních dluhopisů na sekundárním trhu zejména v případě krátkodobého převisu poptávky nad nabídkou u daného dluhopisu, z důvodu velmi nízkých repo sazeb považuje Ministerstvo tyto operace za výhodný zdroj v segmentu krátkodobého financování. Tím tyto operace přispívají k úspoře čistých úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu – avšak zároveň zvyšují refinanční i úrokové riziko. Vzhledem k relativně nízkému podílu státních pokladničních poukázek na celkovém státním dluhu a obecně celkovému relativně nízkému refinančnímu a úrokovému riziku portfolia státního dluhu nepředstavují zápůjční facility přílišné riziko pro portfolio státního dluhu i přes významný nárůst jejich využívání v roce 2015. Celková nominální hodnota repo operací provedených během roku 2015 činí 172,8 mld. Kč oproti 99,3 mld. Kč v roce 2014. V rámci zápůjčních facility byl v roce 2015 poskytnut kolaterál v celkové jmenovité hodnotě 141,4 mld. Kč. Ke konci roku 2015 činí celková výše přijatých peněžních prostředků z nesplacených zápůjčních facility 2,9 mld. Kč.

V rámci další podpory sekundárního trhu střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů začalo Ministerstvo v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2015 využívat s ohledem na poptávku primárních

dealerů zápůjční facility v podobě kolateralizované zápůjčky, kdy Ministerstvo za poplatek poskytovalo krátkodobě státní dluhopisy České republiky z vlastního majetkového účtu oproti jinému státnímu dluhopisu České republiky či poukázce ČNB. Tím tyto operace přispívají k úspoře čistých úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu. Oproti zápůjční facility ve formě repo operací kolateralizované zápůjčky neovlivňují výši hrubého státního dluhu a tím pádem i rizikové ukazatele portfolia státního dluhu, avšak Ministerstvo tyto zápůjčky intenzivně sleduje a vyhodnocuje. V rámci kolateralizovaných zápůjček byl v roce 2015 poskytnut kolaterál v celkové jmenovité hodnotě 10,4 mld. Kč.

V oblasti střednědobého refinančního rizika Ministerstvo sleduje a řídí podíly dluhu splatného do tří a do pěti let. Dluh splatný do pěti let je řízen pomocí ukazatele podíl střednědobého dluhu na celkovém státním dluhu, pro který nastavilo Ministerstvo explicitní limitní hranici, jejíž výše počínaje rokem 2012 činí 70,0 % celkového státního dluhu. Pro podíl střednědobého státního dluhu je pro střednědobý horizont do roku 2018 stanovena limitní hranice na úrovni 70,0 % celkového státního dluhu. Hodnota podílu střednědobého státního dluhu na celkovém státním dluhu ke konci roku 2015 činí 59,4 %. Ačkoliv oproti konci roku 2014 narostla o 3,7 p. b., nachází se ukazatel stále bezpečně pod stanovenou limitní hranicí. Průměrná měsíční hodnota podílu střednědobého státního dluhu na celkovém státním dluhu v roce 2015 činí 56,2 %. Podíl státního dluhu splatného do tří let dosahuje ke konci roku 2015 hodnoty 41,1 %, což představuje nárůst hodnoty tohoto ukazatele oproti konci roku 2014 o 5,4 p. b.

**Obrázek 25: Státní dluh dle splatnostních košů**



Poznámka: Ke konci jednotlivých let.  
Zdroj: MF

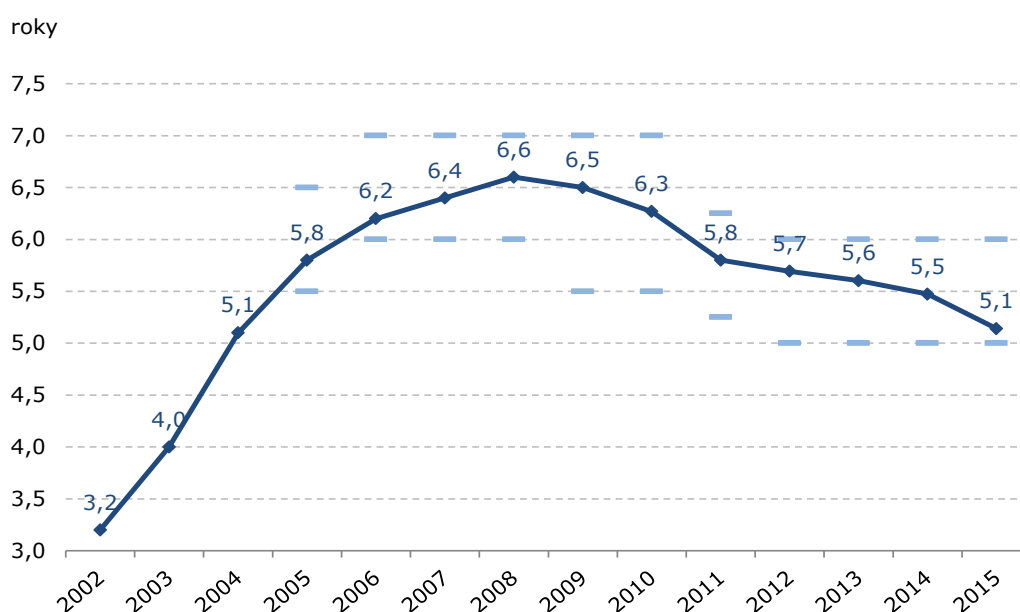
Dalším ukazatelem používaným při řízení refinančního rizika je průměrná doba do splatnosti státního dluhu. Poprvé byl cíl pro tento ukazatel explicitně vyhlášen pro rok 2005 v podobě intervalu. Počínaje rokem 2012 činí cíl pro průměrnou dobu do splatnosti 5,0 až 6,0 let. Vyhlášené cíle byly splněny ve všech letech jejich platnosti. Pro průměrnou dobu do splatnosti státního dluhu je pro střednědobý horizont do roku 2018 stanovena hodnota na úrovni 6,0 roku s možností odchylky 0,25 roku. O dosažení tohoto střednědobého cíle bude Ministerstvo uvažovat při setrvání příznivých tržních podmínek. 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 zahraničních trzích a nastavení splátkových kalendářů čerpaných úvěrů Evropské investiční banky.

Průměrná doba do splatnosti státního dluhu ke konci roku 2015 dosahuje hodnoty 5,1 roku, což představuje pokles ukazatele o 0,3 roku oproti konci roku 2014. V případě, že by Ministerstvo nevyužilo tržní situace a nevydalo by Státní dluhopis České republiky, 2015–2017, 0,00 % za záporný výnos do splatnosti za účelem realizace mimořádných příjmů do státního rozpočtu a tuto emisi by nahradilo zčásti emisí státních pokladničních poukázek ve výši 15,6 mld. Kč, tak aby jejich stav v oběhu

ke konci roku 2015 činil 100,0 mld. Kč, a zbylou část ve výši 44,1 mld. Kč by nahradilo v tom roce běžně vydávanými střednědobými a dlouhodobými státními dluhopisy, činila by odhadovaná průměrná doba do splatnosti 5,3 roku. Průměrná měsíční hodnota průměrné doby do splatnosti státního dluhu v roce 2015 činí 5,3 roku.

K poklesu průměrné splatnosti státního dluhu dochází zejména díky poklesu průměrné splatnosti hrubé emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2015 o 2 roky a 5 měsíců oproti roku 2014 (vztaheno ke konci roku) díky flexibilní reakci Ministerstva na tržní podmínky a zvýšené emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na kratším konci výnosové křivky a také nahrazení části emise státních pokladničních poukázek střednědobými a dlouhodobými státními dluhopisy. Tato skutečnost je dána především strukturou a velikostí dluhového portfolia a relativně nízkou hrubou emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů, kdy průměrná splatnost té části státního dluhu, která nebyla splatná v roce 2015 a jejíž výše činí přibližně 1,4 bilionu Kč, poklesla o 1 rok a je kompenzována hrubou emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v celkové výši přibližně 180 mld. Kč, tj. cca jednou osminou přetrvávajícího dluhového portfolia, s průměrnou splatností 5,8 roku, tj. 5 let a 9 měsíců vztahenou ke konci roku.

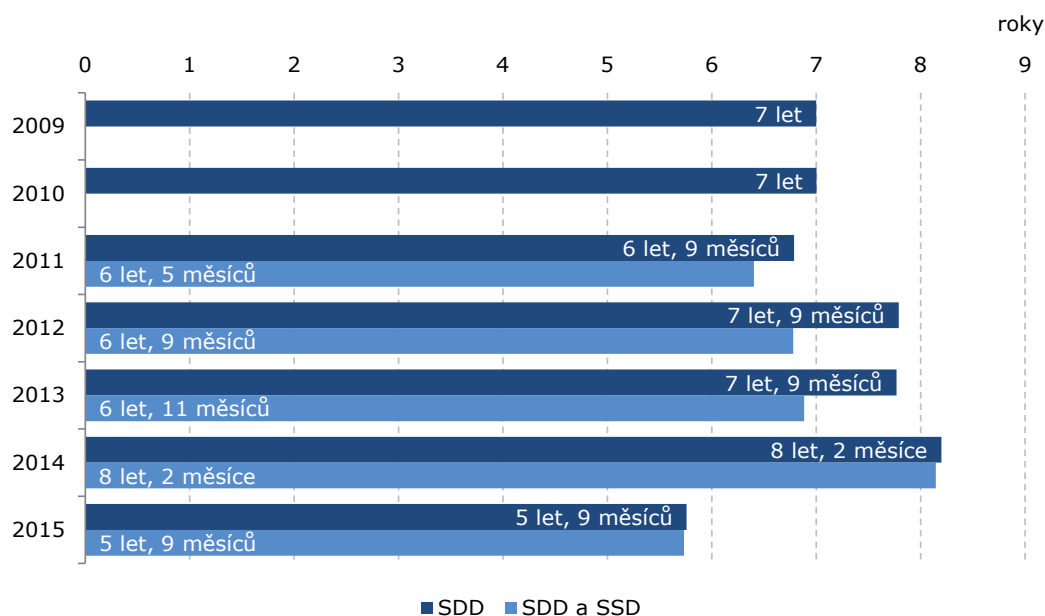
**Obrázek 26: Průměrná splatnost státního dluhu a vyhlášené cíle**



Poznámka: Ke konci jednotlivých let.  
Zdroj: MF



**Obrázek 27: Průměrná doba do splatnosti prodaných SDD a SSD na domácím trhu**



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

Ministerstvo sleduje nejen průměrnou dobu do splatnosti celkového dluhového portfolia, ale také průměrnou dobu do splatnosti jeho jednotlivých složek. Průměrná doba do splatnosti instrumentů peněžního trhu se od roku 2009 stabilizovala na hodnotě 0,4 roku. Průměrná doba do splatnosti zahraničních emisí ke konci roku 2015 klesla o 0,7 roku oproti konci roku 2014 na hodnotu 5,0 let, když v průběhu roku 2015 Ministerstvo neuskutečnilo žádné výpůjční operace na zahraničních trzích. Průměrná doba do splatnosti spořicíh státních dluhopisů ke konci roku 2015 poklesla o 0,7 roku oproti konci roku 2014 na hodnotu 1,7 let, když žádné nové série emisí spořicíh státních dluhopisů nebyly v roce 2015 realizovány, hrubá emise spořicíh státních dluhopisů ve výši 1,0 ml. Kč

byla uskutečněna výhradně formou reinvestice výnosů. Průměrná splatnost neobchodovatelného státního dluhu poklesla o 0,6 roku především z důvodu nečerpání nových tranší úvěrů EIB v roce 2015 a jejich splátek v tomto roce. Průměrná doba do splatnosti korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů ke konci roku 2015 poklesla oproti konci roku 2014 o 0,4 roku na hodnotu 5,5 let. Důvodem je zejména výše popsaná diskrepance mezi celkovou jmenovitou hodnotou již existujícího portfolia korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů a celkovou jmenovitou hodnotou nově prodaných korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v průběhu roku, u kterých průměrná doba do splatnosti vztažená ke konci roku 2015 činí 5,8 let.

**Tabulka 11: Průměrná doba do splatnosti složek státního dluhu**

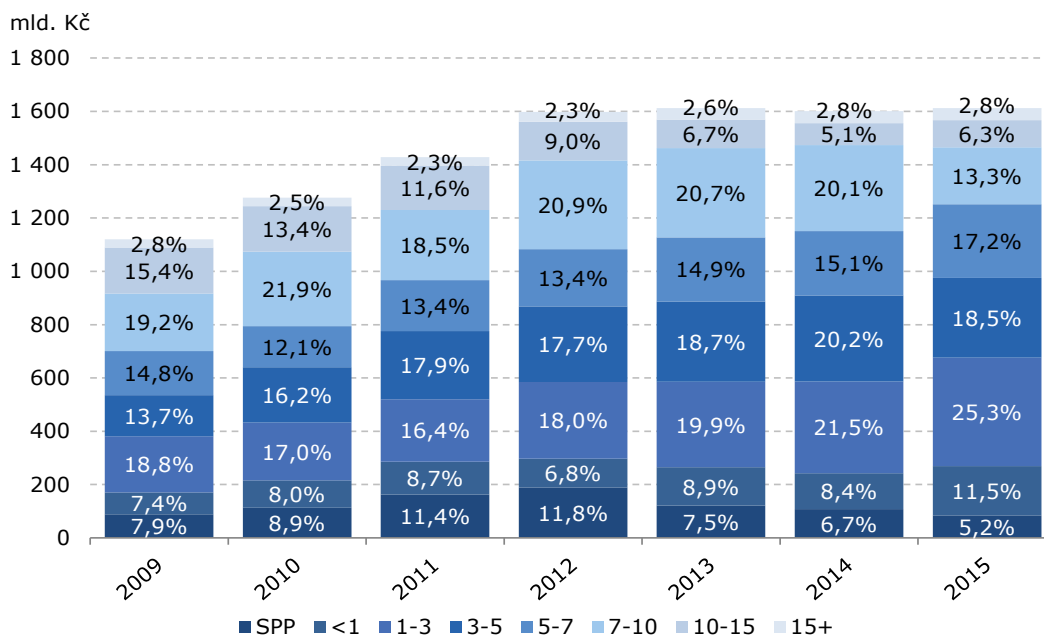
rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>SDD vydané na domácím trhu</b>	6,6	6,3	6,2	6,3	6,2	5,8	5,5
<b>SSD</b>	-	-	3,0	3,3	3,1	2,5	1,7
<b>SDD vydané na zahraničních trzích</b>	7,3	7,1	6,2	6,1	5,1	5,8	5,0
<b>Instrumenty peněžního trhu</b>	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
<b>Neobchodovatelný státní dluh</b>	12,2	12,5	11,5	11,8	11,4	10,4	9,8

Poznámka: Ke konci jednotlivých let. Neobchodovatelný státní dluh neobsahuje SSD. Zahraniční emise včetně kurzového zajištění cizoměnové jistiny.  
Zdroj: MF

Klesající trend průměrné doby do splatnosti státních dluhopisů trvající od roku 2009 je v roce 2015 dán zejména nárůstem celkové jmenovité hodnoty státních dluhopisů v oběhu v segmentu se zbytkovou dobou do splatnosti 3 let, jehož podíl na celkové jmenovité hodnotě všech státních dluhopisů v oběhu ke konci roku 2015 činí 42,0 % a narostl tak o 5,3 p. b. oproti

konci roku 2014 a také poklesem v segmentu 7 až 10 let o 6,9 p. b. na hodnotu 13,3 % všech státních dluhopisů v oběhu. Oproti konci roku 2014 dále vzrostl podíl dluhopisů v segmentech zbytkové doby do splatnosti 5 až 7 let a 10 až 15 let, v segmentech zbytkové doby do splatnosti 3 až 5 let podíl dluhopisů poklesl.

**Obrázek 28: Struktura státních dluhopisů dle doby do splatnosti**

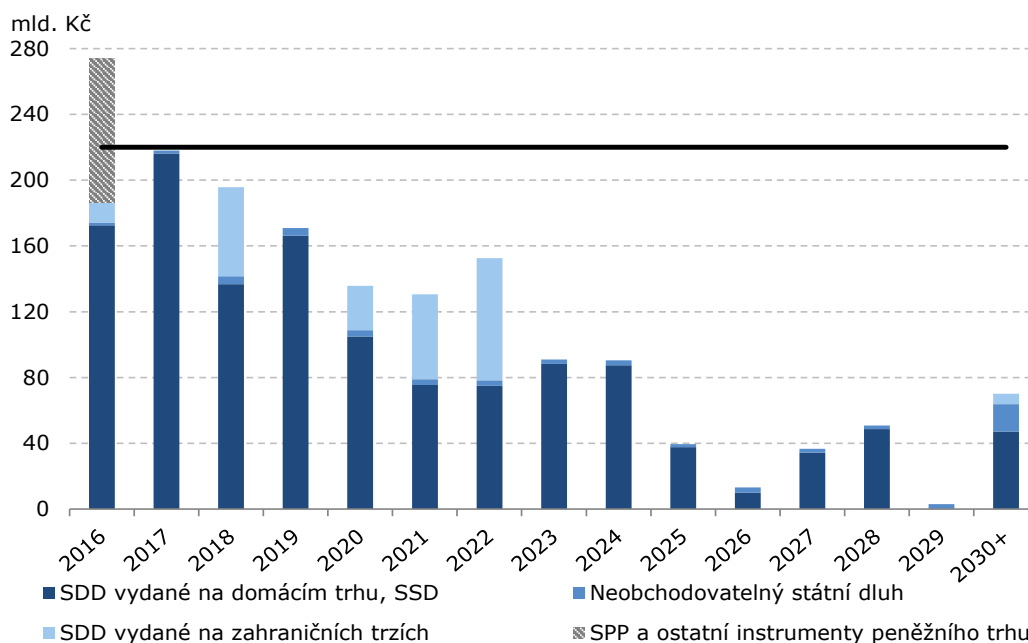


Poznámka: Ke konci jednotlivých let. Zahrnuje korunové SDD, zahraniční emise, SSD a SPP.  
Zdroj: MF

Emisní kalendáře státních dluhopisů, prodeje státních dluhopisů na sekundárním trhu, případné zahraniční emise a čerpání dlouhodobých úvěrů od Evropské investiční banky budou i nadále řízeny v souladu s plněním dalšího klíčového cíle v podobě stabilizace a vyhlazování splatnostního profilu státního dluhu v čase. Ve střednědobém výhledu se pohybují maximální roční splátky současného dluhového portfolia bez zohlednění vlivu plánovaných zpětných odkupů či výměn střednědobých a

dlouhodobých státních dluhopisů před jejich splatností a neuvažování splátek instrumentů peněžního trhu na úrovni 220 mld. Kč, a to v roce 2017. Vzhledem k dalšímu plánovanému nahrazení části státních pokladničních poukázek v oběhu střednědobými a dlouhodobými státními dluhopisy úročnými na kratším konci výnosové křivky v roce 2016 a vzhledem k plánovanému poklesu schodku státního rozpočtu v tomto roce se nepředpokládá výrazný nárůst potřeby financování v roce 2017 oproti roku 2016.

**Obrázek 29: Splatnostní profil státního dluhu ke konci 2015**



Poznámka: Neobchodovatelný státní dluh neobsahuje SSD. Zahraniční emise včetně kurzového zajištění cizoměnové jistiny  
Zdroj: MF

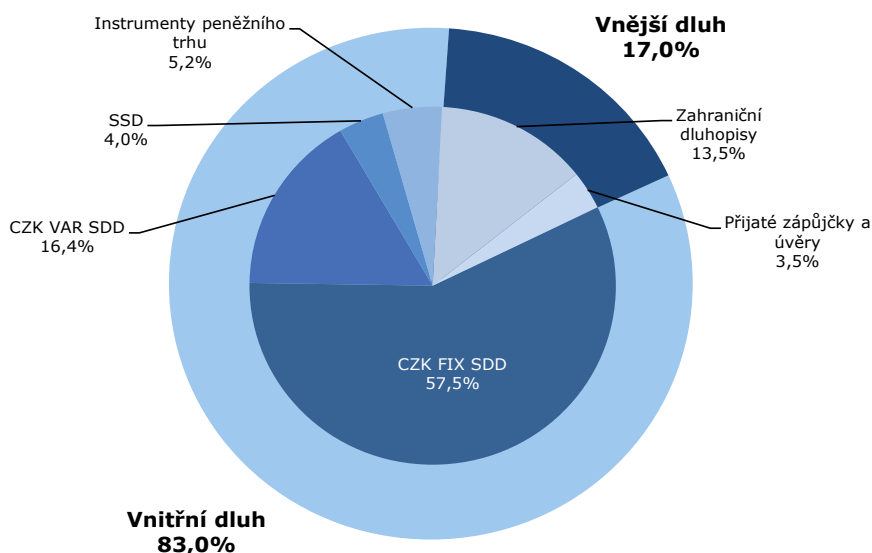


S ohledem na refinanční riziko sleduje Ministerstvo strukturu dluhového portfolia dle jednotlivých instrumentů. Dlouhodobě zaujímají největší podíl fixně úročené korunové střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy, jejichž podíl ke konci roku 2015 činí 57,5 % celkového státního dluhu, což představuje nárůst o 1,4 p. b. oproti konci roku 2014. Podíl variabilně úročených korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na státním dluhu dosahuje ke konci roku 2015 výše 16,4 %, což představuje nárůst o 1,8 p. b. oproti konci roku 2014.

Podíl celkové jmenovité hodnoty zahraničních emisí včetně zajištění jistin na celkovém

státním dluhu dosahuje ke konci roku 2015 hodnoty 13,5 %, což představuje pokles o 0,9 p. b. oproti konci roku 2014. Tento pokles byl způsoben především splátkou variabilně úročené zahraniční emise státního dluhopisu České republiky denominované v jednotné evropské měně v celkové jmenovité hodnotě 0,3 mld. EUR a neuskutečněním žádné zahraniční emise v roce 2015. Podíl instrumentů peněžního trhu na celkovém státním dluhu ke konci roku 2015 činí 5,2 %, což představuje pokles o 1,4 p. b. oproti konci roku 2014. Podíl spořicíh státních dluhopisů na celkovém dluhu ke konci roku 2015 činí 4,0 %, což představuje pokles o 0,7 p. b. oproti konci roku 2014.

**Obrázek 30: Struktura státního dluhu dle instrumentů ke konci 2015**

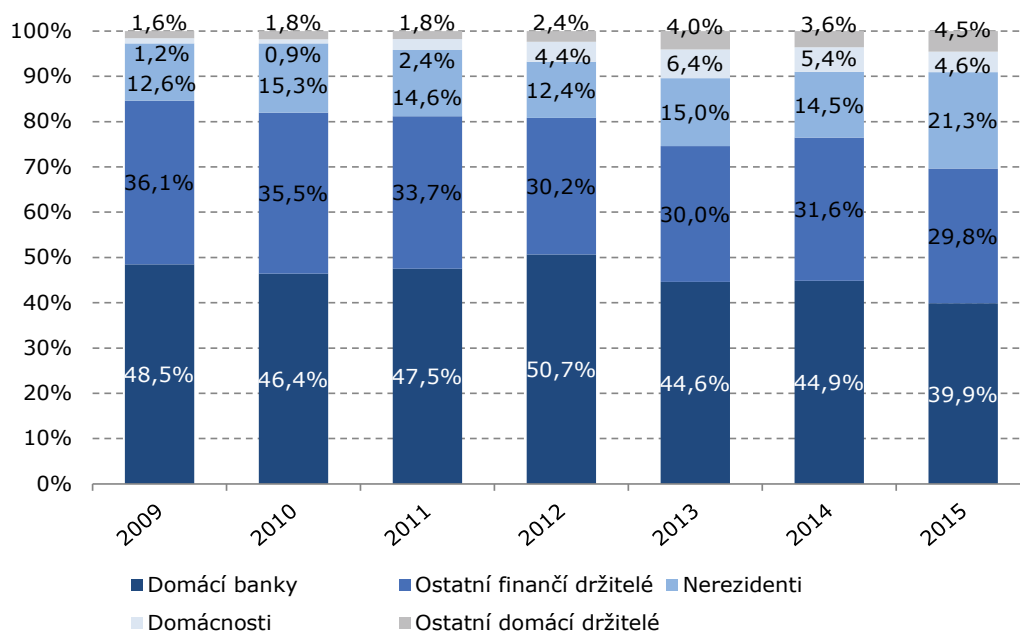


Zdroj: MF

Struktura držitelů korunových státních dluhopisů je v posledních letech relativně stabilní. Podíl nerezidentů na držbě domácích státních dluhopisů ke konci roku 2015 činí 21,3 % a oproti roku 2014 narostl o 6,8 p. b, podíl domácích bank na držbě domácích státních dluhopisů naopak oproti roku 2014 poklesl o 5,0 p. b. a ke konci roku 2015 činí 39,9 %. Tento vývoj je dán především vyšší atraktivitou krátkodobých státních dluhopisů České republiky zejména Státního dluhopisu České republiky, 2015–2017, 0,00 %, jehož emise nahradila část hrubé emise státních pokladničních poukázek v roce 2015, pro nerezidentní investory,

což vzhledem k jeho krátké zbytkové době do splatnosti představuje relativně nízké riziko i vzhledem k tomu, že u státních dluhopisů s delší zbytkovou dobou do splatnosti není pozorován žádný relativně vyšší podíl držby nerezidentních investorů. V průběhu roku 2015 pokračoval klesající trend podílu domácích na držbě domácích státních dluhopisů, když poklesl o 0,9 p. b. zejména z důvodu neuskutečnění žádné hrubé emise spořicíh státních dluhopisů v roce 2015, s výjimkou reinvestic výnosů, a jejich splátek. Ve střednědobém horizontu neočekává Ministerstvo žádné razantní změny ve struktuře držitelů domácích dluhopisů.

**Obrázek 31: Struktura korunových státních dluhopisů dle typu držitele**

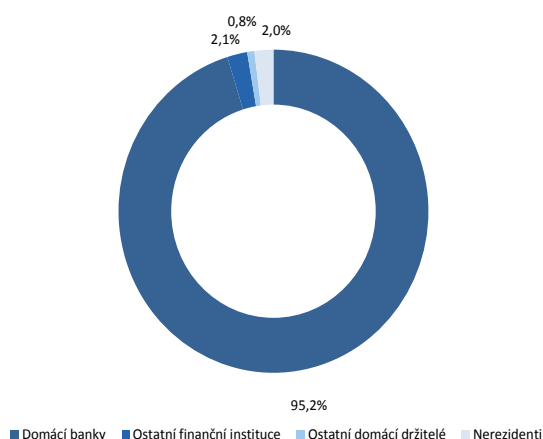


Poznámka: Ke konci jednotlivých let.  
Zdroj: MF, CDCP

Domácí banky jsou hlavním držitelem státních pokladničních poukázek v oběhu s podílem 95,2 % ke konci roku 2015. U ostatních sektorů se jmenovitá hodnota držení státních pokladničních poukázek pohybuje v řádu miliard Kč.

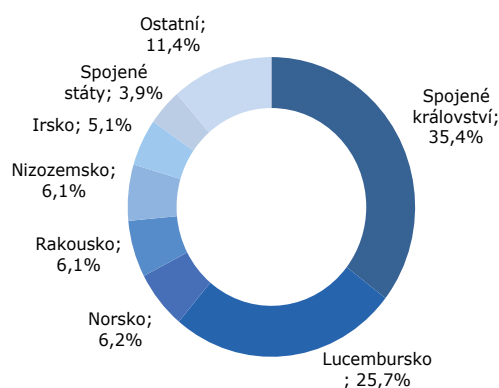
Z pohledu geografické struktury nerezidentů držících domácí státní dluhopisy dominují nerezidenti ze Spojeného království a z Lucemburska, kteří tvoří ke konci roku 2015 více jak 60 % všech nerezidentních držitelů domácích státních dluhopisů. Ke konci roku 2015 představují nerezidenti ze zemí Evropské unie 86,4 % všech domácích státních dluhopisů držících nerezidenty, nerezidenti z ostatní zemí tak drží 13,6 % domácích státních dluhopisů držících nerezidenty.

**Obrázek 32: Struktura držitelů SPP ke konci roku 2015**



Zdroj: MF, CDCP

**Obrázek 33: Struktura nerezidentů držících domácí SDD ke konci roku 2015**



Zdroj: MF, CDCP

## Úrokové riziko

Úrokové riziko zůstává nejdůležitějším tržním rizikem řízení státního dluhu. Ministerstvo řídí úrokové riziko pomocí strategického ukazatele průměrná doba do refixace státního dluhu. Počínaje rokem 2011 je v souladu s mezinárodní praxí s ohledem na optimalizaci nákladů státního dluhu a rizika plynoucího z refixace úrokových sazeb nastaven explicitní cíl pro tento ukazatel na hodnotu v intervalu 4,0 až 5,0 roku. Počínaje rokem 2016 nastavuje Ministerstvo v souladu s novou koncepcí řízení úrokového rizika střednědobou cílovou hodnotu průměrné doby do refixace na úrovni 4,0 roku.

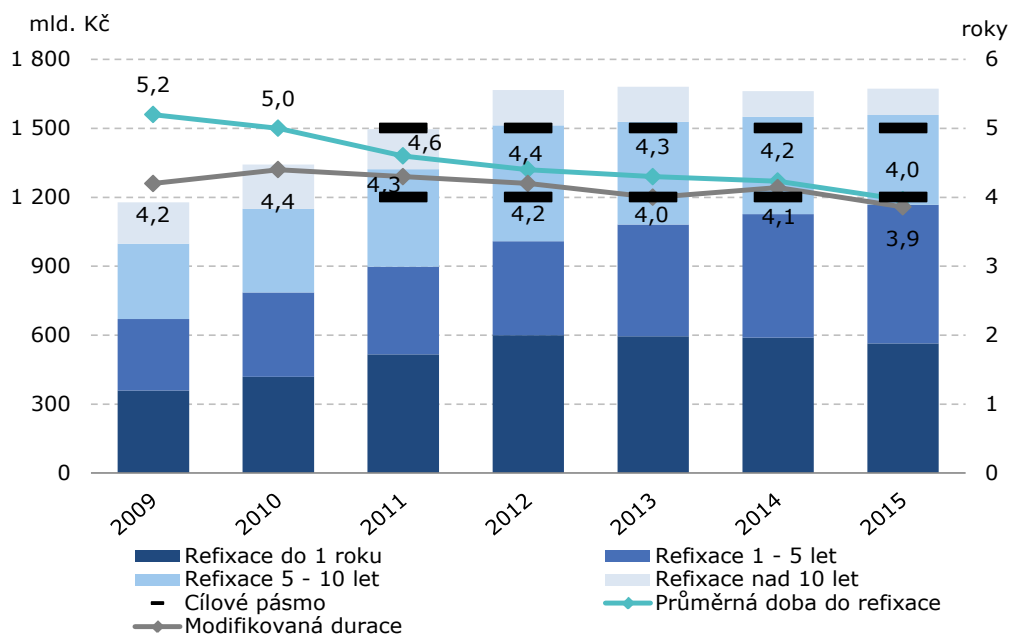
Průměrná doba do refixace státního dluhu ke konci roku 2015 činí 4,0 roku a nachází se tak na dolní hranici cílového pásma stanoveného pro tento rok. Oproti konci roku 2014 dochází k poklesu tohoto ukazatele o 0,3 roku. Pokles průměrné doby do refixace je v souladu s poklesem průměrné doby do splatnosti dluhového portfolia během roku 2015. Průměrná měsíční hodnota průměrné doby do refixace státního dluhu v roce 2015 činí 4,1 roku. V segmentu instrumentů úročených na krátkém konci výnosové křivky byly na primárním trhu v roce 2015 vydány variabilně úročené střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 32,5 mld. Kč, což činí 18,0 % celkové hrubé emise korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2015. Podíl nově vydaných variabilně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na hrubé emisi SDD v roce 2015 klesl o 7,4 p. b. oproti roku 2014, kdy tento podíl činil 25,4 %. V segmentu instrumentů úročených na krátkém konci výnosové křivky byly na primárním trhu v roce 2015 vydány fixně úročené střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy nebo střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy bez výnosu splatné do tří let v celkové jmenovité hodnotě 76,8 mld. Kč, což činí 42,6 % celkové hrubé emise korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2015. Podíl nově vydaných fixně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů nebo střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů bez výnosu splatných do tří let na hrubé emisi SDD v roce 2015 vzrostl o 37,4 p. b. oproti roku 2014, kdy tento podíl činil 5,2 %. Podíl státních pokladničních poukázek v oběhu na celkovém státním dluhu ke konci roku 2015 činí 5,0 % a poklesl tak oproti konci roku 2014 o 1,4 p. b.

z 6,5 %, přičemž podíl instrumentů peněžního trhu v oběhu na celkovém státním dluhu ke konci roku 2015 činí 5,2 % a poklesl tak oproti konci roku 2014 o 1,4 p. b. z 6,6 %.

Poklesem průměrné doby do refixace státního dluhu jsou úrokové výdaje státního dluhu v průměru generovány na kratším konci výnosové křivky, což by mělo ve střednědobém horizontu přispět k úspoře úrokových výdajů. Cenou za možnost generovat tuto úsporu je zvýšené riziko vzrůstu úrokových sazeb a výnosů, které může znamenat i negativní úsporu v následujících letech. V případě emise variabilně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v letech 2008 až 2015 bylo dosaženo na úrokových nákladech aktuální úspory přibližně 18 mld. Kč. Pro vyjádření realizované úspory je však nutná znalost výše všech kupónových plateb, tj. realizovanou úsporu v důsledku emise konkrétního variabilně úročeného dluhopisu je možné vyjádřit až po fixaci poslední kupónové sazby. Realizovanou úsporu na výdajích státního rozpočtu lze zatím vyjádřit pouze ve spojení s emisí Dluhopisu České republiky, 2009-2012, VAR, tj. již se splaceným dluhopisem, kde celková úspora dosáhla cca 1,0 mld. Kč oproti situaci, kdyby byl vždy místo tohoto dluhopisu prodáván fixně úročený dluhopis se stejnou dobou do splatnosti.

Benchmarkový model Ministerstva porovnává roční 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 konstantní dobou do splatnosti zajišťující dosažení takové průměrné doby do splatnosti syntetického benchmarkového a dluhového portfolia, která odpovídá průměrné době do splatnosti reálného portfolia ke konci roku 2015. Benchmarkový model ukazuje, že z titulu emisní činnosti na primárním trhu střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v důsledku tvaru výnosové křivky je generována průměrná roční úspora v aktuálním vyjádření ve výši 0,1 mld. Kč. Podrobné informace o tomto benchmarkovém portfoliu lze nalézt v části Benchmarkové portfolio.

**Obrázek 34: Úroková refixace státního dluhu**



Poznámka: Ke konci jednotlivých let.  
Zdroj: MF

Dalším ukazatelem, který Ministerstvo sleduje v souvislosti s řízením úrokového rizika a pro který Ministerstvo každoročně stanovuje strategický cíl, je úroková refixace dluhového portfolia do jednoho roku, což je podíl dluhu, který je citlivý na fluktuace úrokových sazeb na finančním trhu v následujícím roce. Počínaje rokem 2006 je pro tento ukazatel nastaveno cílové pásmo na úrovni 30,0 až 40,0 % celkového státního dluhu, cílové pásmo ve stejném rozsahu je pak stanoveno i pro střednědobý horizont do roku 2018. Tento cíl je v souladu se střednědobým cílem průměrné doby do refixace státního dluhu v pásmu 4,0 až 5,0 let. Počínaje rokem 2009 se úroková refixace dluhového portfolia do jednoho roku pohybuje v cílovém pásmu. Ke konci roku 2015 činí pokles tohoto ukazatele 1,7 p. b. oproti konci roku 2014, když se podíl úrokové refixace do jednoho roku na celkovém státním dluhu pohybuje na úrovni 33,7 % a drží se tak uvnitř cílového pásma platného pro rok 2015. Průměrná měsíční hodnota úrokové refixace do jednoho roku na celkovém státním dluhu v roce 2015 činí 35,4 %. Vývoj úrokové refixace do jednoho roku se tedy vyvíjí v souladu s průměrnou dobou do refixace.

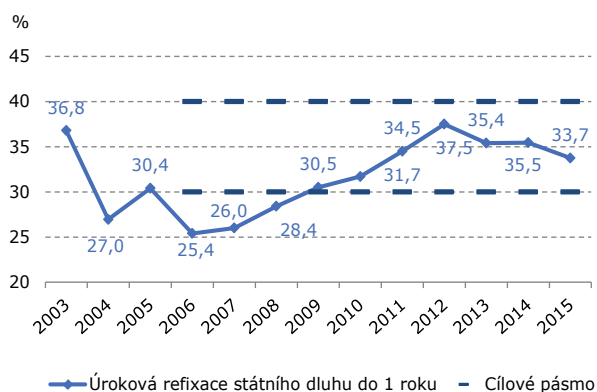
Struktura úrokové refixace do jednoho roku je důležitá nejenom pro vyjádření krátkodobého úrokového rizika, ale ovlivňuje i dlouhodobější úrokové riziko vyjádřené ukazatelem průměrná doba do refixace. Dluhové portfolio, které je citlivé na fluktuace úrokových sazeb na finančním trhu v roce 2016, tvoří převážně korunové variabilně úročené střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy (48,5 %), státní pokladniční poukázky a ostatní instrumenty peněžního trhu

(15,5 %) a korunové fixně úročené střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy (11,1 %). Přijaté zápůjčky a úvěry tvoří 9,6 % tohoto portfolia, státní dluhopisy vydané na zahraničních trzích včetně zajištění 9,3 % a spořicí státní dluhopisy 6,1 %.

Oproti roku 2014 došlo k změně struktury úrokové refixace státního dluhu, a to zejména u korunových fixně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů, kde se podíl snížil o 8,1 p. b. z důvodu dvou splátek fixně úročených emisí v celkové jmenovité hodnotě 62,6 mld. Kč v roce 2016 oproti dvěma splátkám fixně úročených emisí v celkové jmenovité hodnotě 113,0 mld. Kč v roce 2015. Hrubá emise variabilně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na primárním trhu v celkové jmenovité hodnotě 32,5 mld. Kč dále zapříčinila nárůst podílu variabilně úročených státních dluhopisů na úrokové refixaci státního dluhu do 1 roku o 7,4 p. b. oproti konci roku 2014. U spořicí státních dluhopisů došlo k nárůstu o 3,4 p. b. z důvodu čtyř řádných splátek emisí v celkové jmenovité hodnotě 30,0 mld. Kč v roce 2016 oproti jedné řádné splátce emise ve výši 11,5 mld. Kč v roce 2015. Pokles podílu instrumentů peněžního trhu na úrokové refixaci státního dluhu do 1 roku je konzistentní s poklesem jejich jmenovité hodnoty v oběhu ke konci roku 2015 a činí 3,2 p. b. oproti konci roku 2014. U dluhopisů vydaných na zahraničních trzích došlo k nárůstu o 0,7 p. b. zejména z důvodu jedné splátky zahraniční emise v celkové jmenovité hodnotě 500,0 mil. CHF v roce 2016 oproti jedné splátce zahraniční emise

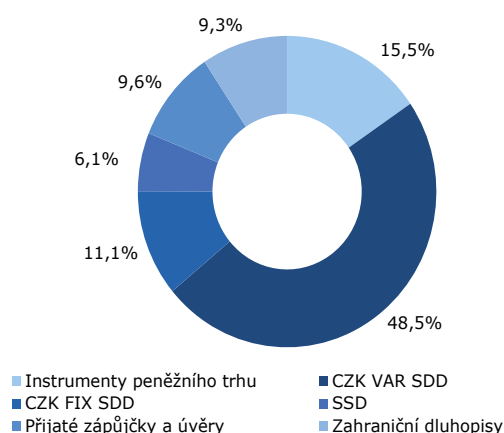
v celkové jmenovité hodnotě 300,0 mil. EUR v roce 2015. Z důvodu řádných splátek úvěrů Evropské investiční banky uskutečněných v roce 2015 došlo také k meziročnímu poklesu podílu přijatých zápůjček a úvěrů na úrokové refixaci do 1 roku o 0,1 p. b.

**Obrázek 35: Úroková refixace státního dluhu do 1 roku**



Poznámka: Ke konci jednotlivých let.  
Zdroj: MF

**Obrázek 36: Struktura úrokové refixace státního dluhu do 1 roku**



Poznámka: Stav ke konci roku 2015.  
Zdroj: MF

Ministerstvo sleduje rovněž strukturu korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů dle aktuální doby do splatnosti, původní doby do splatnosti a kupónové sazby. Takto konstruovaná struktura dluhopisů umožňuje detailně rozčlenit úrokové výdaje na obsluhu státního dluhu generované fixně úročenými korunovými střednědobými a dlouhodobými státními dluhopisy. Ke konci roku 2015 mají tyto dluhopisy průměrnou kupónovou sazbu ve výši 3,51 % p. a. Tyto dluhopisy splatné v roce 2016 mají průměrnou kupónovou sazbu 4,06 % p. a. V segmentu 2- až 4leté původní splatnosti mají tyto dluhopisy průměrnou kupónovou sazbu ve výši 0,40 % p. a., v segmentu 4- až 6leté původní splatnosti není v oběhu žádný tento dluhopis, v segmentu 6- až 8leté původní splatnosti mají tyto dluhopisy průměrnou kupónovou sazbu ve výši 1,50 % p. a., v segmentu 8- až 10leté původní splatnosti mají tyto dluhopisy průměrnou kupónovou sazbu ve výši 3,74 % p. a., v segmentu 10- až 15leté původní splatnosti mají tyto dluhopisy průměrnou kupónovou sazbu ve výši 4,49 % p. a. a v segmentu více jak 15leté původní splatnosti mají tyto dluhopisy průměrnou kupónovou sazbu ve výši 3,97 % p. a.

Diskont ze státních pokladničních poukázek a diskontovaných spořicí dluhopisů je výdajem státního rozpočtu v momentě prodeje dluhopisu, a proto neovlivňuje úrokové výdaje na obsluhu státního dluhu v následujících letech. V roce 2015 otevřelo Ministerstvo tři nové benchmarkové emise korunových fixně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů splatných v letech 2023, 2026 a 2030 a jednu novou emisi korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů bez výnosu splatnou v roce 2017, jejichž hrubá emise tvořila cca 47,1 % celkové hrubé emise korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na primárním trhu v roce 2015. Vzhledem k tomu, že nově vydaná emise je bez výnosu poklesl ukazatel průměrné kupónové sazby pro splatnost v roce 2017 o 1,59 p. b. Ve splatnostech 2023, 2026 a 2030 nebyl ke konci roku 2014 obsažen žádný fixně úročený střednědobý a dlouhodobý státní dluhopis.

**Tabulka 12: Průměrné kupónové sazby a nákladovost korunových SDD dle roku splatnosti**

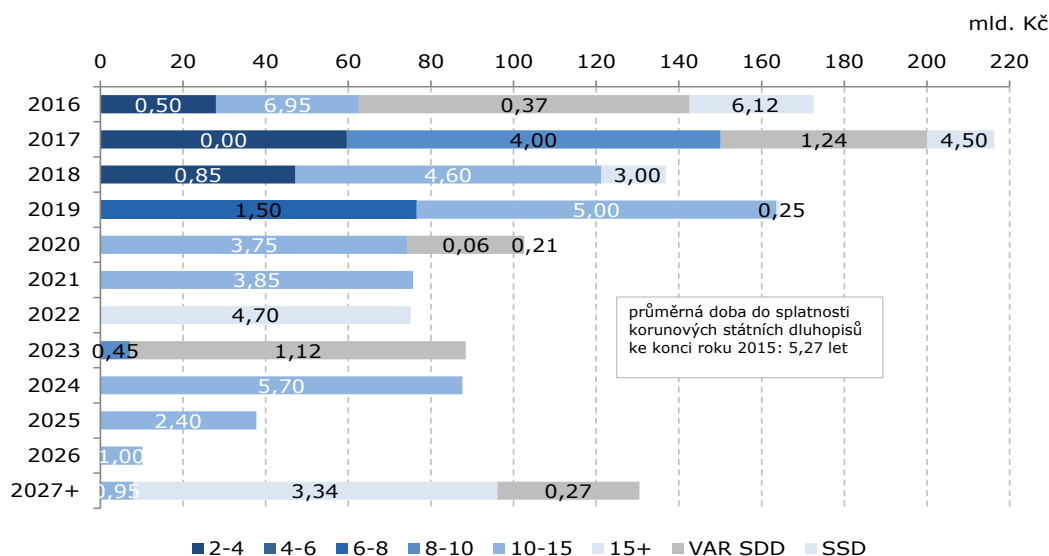
% p. a.	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027+	průměr
<b>Průměrná kupónová sazba<sup>1</sup></b>	4,06	2,41	3,14	3,36	3,75	3,85	4,70	0,45	5,70	2,40	1,00	3,15	3,51
<b>Průměrná nákladovost<sup>1</sup></b>	3,33	2,28	2,56	3,16	3,79	3,08	4,34	0,30	4,50	1,54	1,12	2,98	3,09

<sup>1</sup> Zahrnuje pouze fixně úročené SDD.  
Poznámka: Stav ke konci roku 2015.  
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 2015 dosahuje průměrná roční nákladovost korunových fixně úročených střednědobých a dlouhodobých státních

dluhopisů výše 3,09 % p. a. Zpětné odkupy dluhopisů s datem splatnosti v roce 2016 provedené v roce 2014 dosáhly průměrného výnosu do splatnosti 0,05 % p. a. V roce 2016 jsou splatné dluhopisy s průměrnou roční nákladovostí 3,33 % p. a. v následující struktuře: dluhopisy prodané jako 0- až 2leté s průměrnou roční nákladovostí 0,11 % p. a., dluhopisy prodané jako 2- až 4leté s průměrnou roční nákladovostí 0,61 % p. a. a dluhopisy prodané jako 10- až 15leté s průměrnou roční nákladovostí 5,54 % p. a.

**Obrázek 37: Splatnostní profil korunových SDD dle doby do splatnosti a kupónové sazby (% p. a.)**



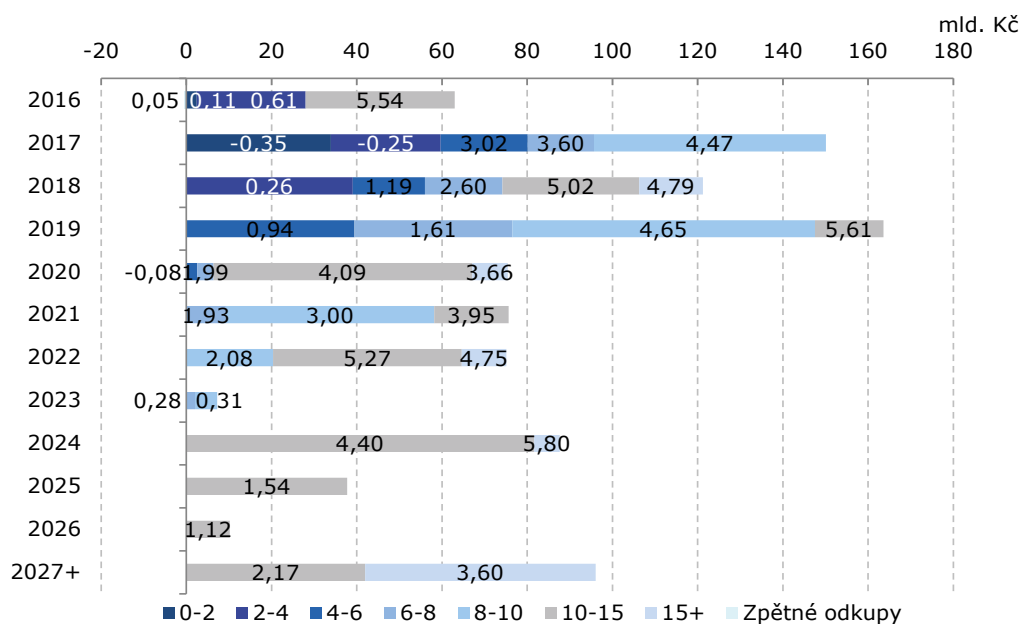
*Poznámka: Splatnostní profil ke konci roku 2015. Segmenty představují původní dobu splatnosti. Údaje v jednotlivých segmentech představují průměrnou kupónovou sazbu v % p. a. Bez zahrnutí proti-inflačních SSD. Zdroj: MF*

Klesající výnosy dosažené v aukcích střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2015 napříč splatnostním profilem zapříčinily pokles průměrné roční nákladovosti ve všech segmentech splatností oproti průměrné roční nákladovosti stanovené ke konci roku 2014. Nejvíce poklesla průměrná roční nákladovost střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů splatných v roce 2017 (pokles o 1,73 p. b.) a to z důvodu dosažených záporných výnosů do splatnosti při prodeji dluhopisu České republiky, 2015 – 2017, 0,00%. Znovuotevřením stávajících fixně úročených dluhopisů s dobou do splatnosti 5 let bylo v roce 2015 při prodeji dluhopisů České republiky, 2014 – 2018, 0,85%, dluhopisů České republiky, 2013 – 2019, 1,50% a dluhopisů České republiky, 2005 – 2020, 3,75% dosahováno relativně nízkých či záporných výnosů do splatnosti, přičemž průměrná roční nákladovost střednědobých a dlouhodobých

státních dluhopisů splatných v roce 2018 poklesla o 0,55 p. b., průměrná roční nákladovost střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů splatných v roce 2019 poklesla o 0,34 p. b. a průměrná roční nákladovost střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů splatných v roce 2020 poklesla o 0,14 p. b. Díky vydání nových benchmarkových emisí splatných v letech 2023, 2026 a 2030 průměrná roční nákladovost fixně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů splatných v roce 2023 dosahuje 0,30 % p. a., průměrná roční nákladovost střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů splatných v roce 2026 dosahuje 1,12 % p. a., průměrná roční nákladovost střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů splatných v roce 2030 dosahuje 1,26 % p. a., když ve splatnostech 2023, 2026 a 2030 nebyl ke konci roku 2014 obsažen žádný fixně úročený dluhopis.



**Obrázek 38: Splatnostní profil korunových SDD dle dosaženého výnosu do splatnosti (% p. a.)**



Poznámka: Splatnostní profil korunových fixně úročených SDD dle doby do splatnosti v okamžik prodeje ke konci roku 2015. Údaje v jednotlivých segmentech představují průměrný výnos do splatnosti dosažený v okamžik prodeje SDD v % p. a.. Bez zahrnutí SSD.  
Zdroj: MF

## Měnové riziko

Měnové riziko je dalším tržním rizikem, kterému je vystaveno portfolio státního dluhu. V souvislosti s měnovým rizikem sleduje Ministerstvo vývoj čisté cizoměnové expozice vypovídající o tržním riziku, kterému je vystaven cizoměnový státní dluh z titulu pohybu měnových kurzů po očištění o cizoměnovou expozici státních finančních aktiv, kde cizoměnový dluh představuje celkovou jmenovitou hodnotu dluhového portfolia denominovanou v cizí měně. V této souvislosti Ministerstvo rozlišuje čistou cizoměnovou expozici státního dluhu s dopadem na výši státního dluhu a čistou cizoměnovou expozici s dopadem na výši úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu. Výše čisté cizoměnové expozice je ovlivněna taktéž derivátovými operacemi, které zajišťují část cizoměnového dluhu proti nepříznivému vývoji měnových kurzů. Klíčovými ukazateli zavedenými v souvislosti s řízením měnového rizika je podíl čisté cizoměnové expozice státního dluhu s dopadem na výši státního dluhu na celkovém státním dluhu, pro který byla počínaje rokem 2012 zavedena strategická limitní hranice ve výši 15 % + 2 p. b. a podíl čisté cizoměnové expozice státního dluhu s dopadem na výši úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu na celkovém státním dluhu s limitní hranicí 15 % + 2 p. b., přičemž platí, že dlouhodobé překročení 15% hranice není možné, překročení o 2 p. b. slouží pouze ke krátkodobému překlenutí nenadálé depreciace domácí měny. Výše takto stanovených limitů je podmíněna přetrvávající situací na devizovém trhu v případě, že nedojde

k výraznějšímu oslabení koruny vůči euru oproti současnému závazku ČNB poblíž hladiny EURCZK 27,0, než byl průměrný vývoj od listopadu 2013.

Ke konci roku 2015 činí hodnota podílu čisté cizoměnové expozice s dopadem na výši státního dluhu 10,9 % celkového státního dluhu a pohybuje se tak bezpečně pod svojí limitní hranicí. Oproti konci roku 2014 došlo k nárůstu ukazatele o 0,5 p. b. Průměrná měsíční hodnota podílu čisté cizoměnové expozice s dopadem na výši státního dluhu v roce 2015 činí 10,8 % státního dluhu. Hodnota podílu čisté cizoměnové expozice s dopadem na výši úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu činí ke konci roku 2015 10,2 % celkového státního dluhu a pohybuje se tak bezpečně pod svojí limitní hranicí. Oproti konci roku 2014 došlo k nárůstu ukazatele o 0,8 p.b. Průměrná měsíční hodnota podílu čisté cizoměnové expozice s dopadem na výši úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu v roce 2015 činí 9,8 % státního dluhu.

Citlivost úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu na změnu měnového kurzu koruny je relativně nízká a to i ve srovnání s citlivostí úrokových výdajů na posun výnosové křivky. Ke konci roku 2015 je čistá cizoměnová expozice státního dluhu s dopadem na výši úrokových výdajů denominována výhradně v měně euro. Pokud by na počátku roku 2016 oslabil kurz EURCZK o 1 % oproti úrovni z konce roku 2015, tj. z 27,025 na 27,295, a tento kurz by trval po celý rok 2016,



potom by se očekávané čisté úrokové výdaje na obsluhu státního dluhu z tohoto titulu navýšily o cca 86 mil. Kč. Více informací je obsaženo v sekci Cost-at-Risk státního dluhu. Dominantní část čisté cizoměnové expozice je dlouhodobě tvořena měnou euro.

Podíl cizoměnového státního dluhu na celkovém státním dluhu ke konci roku 2015 činí 13,6 %, když oproti konci roku 2014 došlo k poklesu ukazatele o 0,8 p. b. z důvodu splátky zahraniční

emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů České republiky denominovaných v jednotné evropské měně v celkové jmenovité hodnotě 0,3 mld. EUR. V roce 2015 nerealizovalo Ministerstvo žádnou emisi státních dluhopisů na zahraničních trzích z důvodu relativně nízké hrubé výpůjční potřeby a také vyšších výdajů spojených s touto emisí ve srovnání se srovnatelnou emisí státních dluhopisů na domácím trhu po zohlednění výdajů na zajištění měnového rizika.

## Benchmarkové portfolio

Pro posouzení nastavení struktury emisních kalendářů a schopnosti profitovat na vývoji výnosů státních dluhopisů během roku a na tvaru výnosové křivky vytvořilo Ministerstvo tzv. syntetické benchmarkové portfolio skládající se pouze z fixně úročených korunových dluhopisů.

Dluhopisy obsažené v benchmarkovém portfolio jsou vydávány vždy v den aukce ve stejné jmenovité hodnotě jako skutečně vydávané dluhopisy. Všechny dluhopisy benchmarkového portfolio jsou vydávány se stejnou zbytkovou dobou do splatnosti, přičemž tato zbytková doba do splatnosti zaručuje stejnou průměrnou dobu do splatnosti syntetického portfolio státního dluhu obsahujícího benchmarkové portfolio, jako činí průměrná doba do splatnosti skutečného portfolio ke konci roku. Průměrná doba do splatnosti státního dluhu ke konci roku 2015 činí 5,1 roku. Pokud jsou skutečné emise korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů nahrazeny fixně úročenými dluhopisy benchmarkového portfolio se splatností 6,2 roku v době aukce, bude činit požadovaná průměrná splatnost syntetického portfolio státního dluhu 5,1 roku ke konci roku 2015.

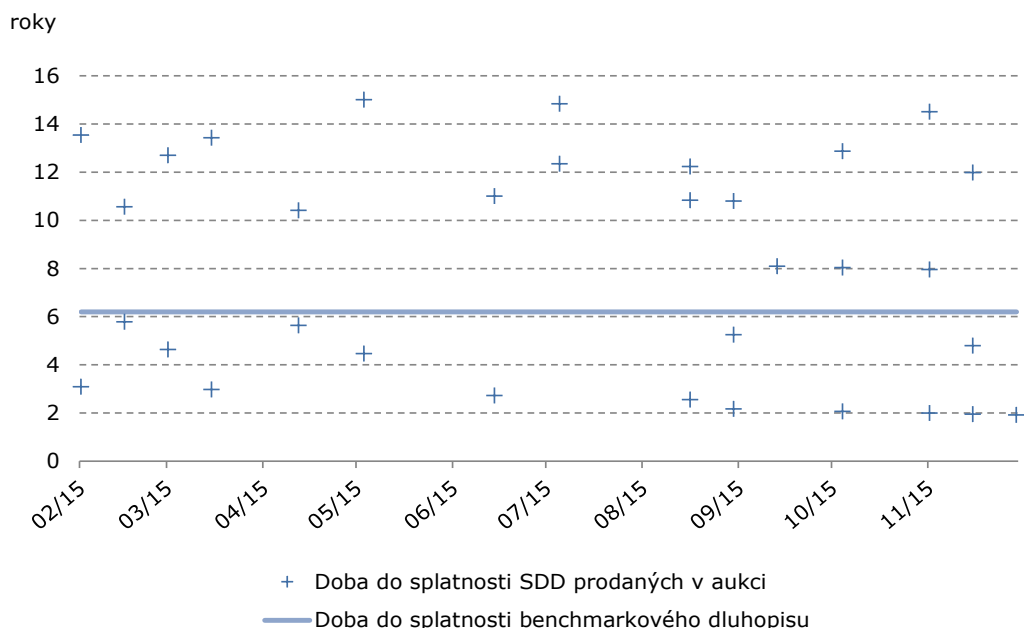
Průměrný vážený výnos portfolio korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů skutečně prodaných v aukcích během roku 2015 za použití průměrného výnosu do splatnosti dosaženého v aukci v případě fixně úročených

dluhopisů a průměrné přírážky nad referenční úrokovou sazbu dosažené v aukci a příslušných forwardových hodnot referenční úrokové sazby PRIBOR v případě variabilně úročených dluhopisů činil 0,17 % p. a. Průměrný vážený výnos dluhopisů benchmarkového portfolio dosažený v roce 2015 činí 0,22 % p. a., tj. je vyšší o pět bazických bodů než výnos skutečného portfolio.

Pro posouzení skutečně dosažené úspory v roce 2015 je potřeba vyjádřit aktuální úrokový náklad z každého vydaného dluhopisu ve skutečném i benchmarkovém portfolio, a poté tyto celkové aktuální náklady v jednotlivých portfolioch porovnat. Celkový roční náklad v aktuálním vyjádření ze všech skutečně prodaných korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v aukcích během roku 2015 činí 0,3 mld. Kč. Celkový aktuální roční úrokový náklad generovaný v benchmarkovém portfolio činí 0,4 mld. Kč.

Je nutné upozornit, že dosažená roční úspora v aktuálním vyjádření ve výši 0,1 mld. Kč je generována pouze nastavením emisního kalendáře a plyne z tvaru výnosové křivky. Dále je nutné upozornit, že úspora je vyjádřena na základě forwardových hodnot referenční úrokové sazby PRIBOR, skutečně dosaženou úsporu tak lze stanovit až na základě skutečných budoucích hodnot referenční úrokové sazby PRIBOR.

**Obrázek 39: Doba do splatnosti SDD prodaných v aukcích v roce 2015 a benchmarkového dluhopisu**

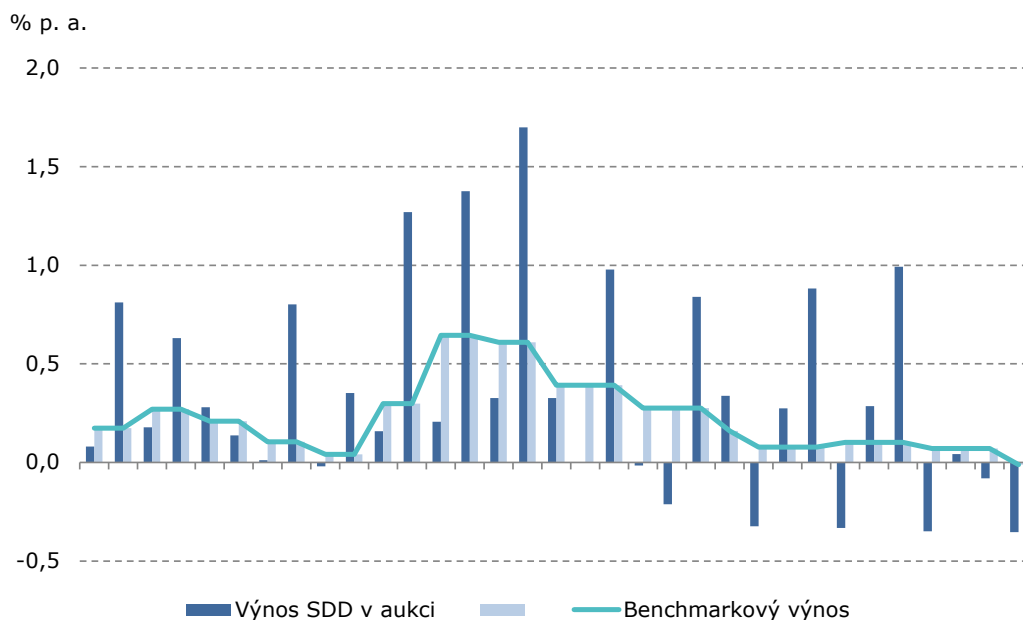


Zdroj: MF

V průběhu roku 2015 bylo na primárním trhu státních dluhopisů uskutečněno 26 aukcí fixně úročených korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v celkové jmenovité hodnotě 147,9 mld. Kč a 7 aukcí variabilně úročených korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v celkové

jmenovité hodnotě 32,5 mld. Kč. Průměrná vážená doba do splatnosti všech korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů prodaných v aukcích na primárním trhu průběhu roku 2015 dosahuje 6,2 roku a je totožná s dobou do splatnosti benchmarkového dluhopisu.

**Obrázek 40: Výnosy korunových SDD v aukcích a výnosy benchmarkového dluhopisu v roce 2015**



Zdroj: MF

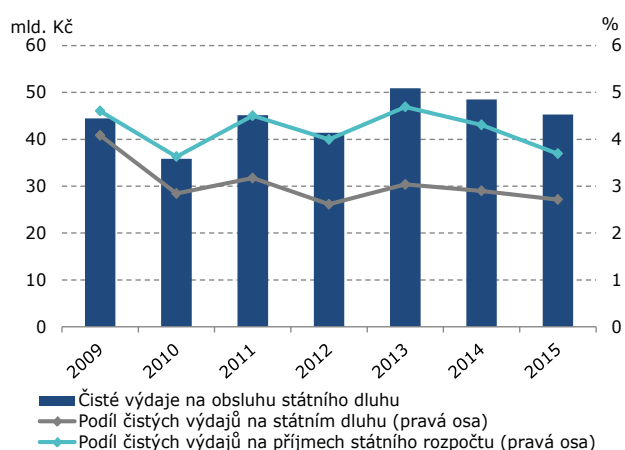
## 5 – Výdaje na obsluhu státního dluhu

### Hotovostní a akruální vyjádření

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

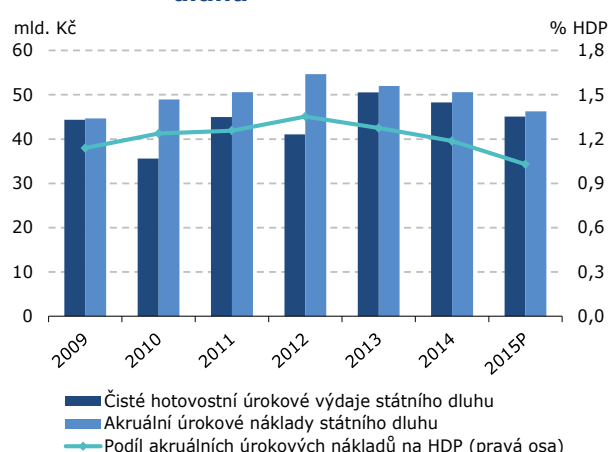
ESA2010, která probíhá až při přípravě dat pro notifikace. Podíl čistých výdajů na obsluhu státního dluhu na příjmech státního rozpočtu, státním dluhu i HDP je v posledních letech relativně stabilní a počínaje rokem 2014 je zřejmý klesající trend.

**Obrázek 41: Čisté výdaje na obsluhu státního dluhu**



Poznámka: Příjmy státního rozpočtu jsou očištěny o příjmy kapitoly 396 – Státní dluh.  
Zdroj: MF

**Obrázek 42: Čisté hotovostní výdaje a akruální náklady na obsluhu státního dluhu**



Poznámka: Zdroj pro HDP v metodice ESA2010 v letech 2008 až 2014 je ČSÚ, pro rok 2015 Makroekonomická predikce České republiky – leden 2016.  
Zdroj: MF, ČSÚ

Sledování vývoje příjmů a výdajů, resp. čistých výdajů na obsluhu státního dluhu nemusí podávat vždy zcela přesnou informaci o tom, jaké ekonomické náklady jsou v daném období reálně spojeny se státním dluhem. Pro tyto účely lépe vyhovuje akruální vyjádření nákladů, které je založeno na postupné kumulaci úrokových nákladů na denní bázi. Vývoj akruálních úrokových nákladů tak má tendenci vykazovat výrazně nižší volatilitu než vývoj úroků na hotovostní bázi, neboť není ovlivněn časovými disproporcemi mezi obdobím vzniku příslušného čistého úrokového nákladu a datem realizace s ním spojeného výdaje či příjmu. Až do roku 2012 náklady v akruálním vyjádření rostly a obdobně se vyvíjel i jejich podíl na HDP. Pokles akruálních nákladů v letech 2013 až 2015 je způsoben souběhem velmi mírného růstu, resp. stagnace stavu státního dluhu, a poklesu výnosů státních dluhopisů na historická minima.

Mezi faktory ovlivňující vztah mezi hotovostními výdaji rozpočtu a akruálními náklady patří vývoj stavu jednotlivých dluhových instrumentů, kdy při jeho růstu se úrokové platby vyplácené na konci trvání kalkulačního období, tj. především kupony korunových i cizoměnových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů, úroky z úvěrů od Evropské investiční banky a swapové úroky, nejprve projeví akruálně a teprve na konci tohoto období hotovostně. Při růstu státního dluhu pak dochází z tohoto titulu v daném období k převaze akruálních nákladů. V případě diskontovaných dluhových instrumentů 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. Stejný princip platí i pro inkasované prémie střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů.

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

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

**Tabulka 13: Hotovostní diskonty a prémie SDD a rozdíl hotovostních výdajů a akruálních nákladů SDD**

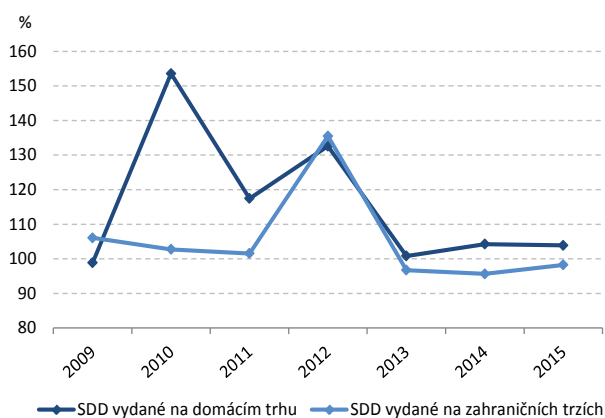
mln. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Hotovostní prémie SDD</b>	2,0	9,4	7,4	11,8	5,8	6,0	7,1
<b>Hotovostní diskonty SDD</b>	6,3	0,0	0,7	0,8	1,4	1,3	0,6
<b>Rozdíl hotovostních diskontů a premií SDD</b>	4,3	-9,3	-6,8	-11,0	-4,4	-4,7	-6,5
<b>Rozdíl hotovostních výdajů a akruálních nákladů SDD</b>	0,4	-13,1	-5,7	-9,7	-0,3	-1,5	-1,3

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

Základní trendy vývoje hotovostních výdajů a akruálních nákladů jsou do značné míry dány vývojem těchto ukazatelů u střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů vydaných na domácím trhu, které tvoří dominantní část státního dluhu a v roce 2015 se podílí téměř třemi čtvrtinami na celkových akruálních nákladech státního dluhu. Bilance mezi akruálními náklady a hotovostními úrokovými výdaji u střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů vydaných na domácím trhu je v roce 2015 přibližně vyrovnaná. V případě střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů vydaných na zahraničním trhu, které se v roce 2015 podílí na celkových akruálních nákladech cca jednou pětinou, je bilance mezi akruálními náklady

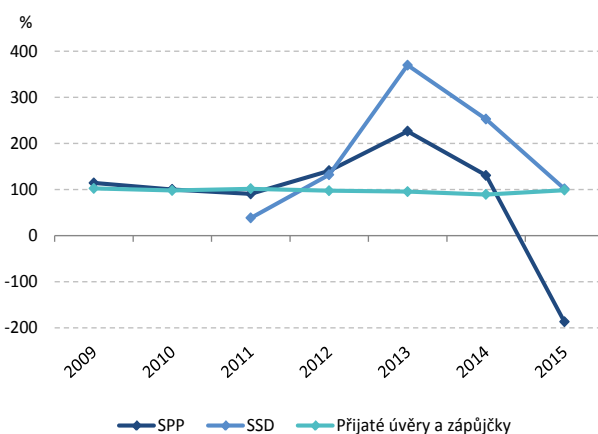
a hotovostními úrokovými výdaji rovněž přibližně vyrovnaná. V případě státních pokladničních poukázek významně převažují akruální náklady nad hotovostními výdaji, resp. hotovostními příjmy. Vzhledem ke krátké době splatnosti většiny poskytnutých zápůjček v podobě zápůjčních facilit u nichž nejsou rozdíly mezi hotovostními výdaji a akruálními náklady příliš významné. Totéž platí i pro krátkodobé přijaté zápůjčky a vzhledem k většinou krátké době refixace ve většině případů i u úvěrů přijatých od Evropské investiční banky. U spořicíh státních dluhopisů je bilance mezi akruálními náklady a hotovostními úrokovými výdaji opět přibližně vyrovnaná.

**Obrázek 43: Podíl akruálních nákladů a čistých hotovostních úrokových výdajů SDD (%)**



Zdroj: MF

**Obrázek 44: Podíl akruálních nákladů a čistých hotovostních úrokových výdajů dalších složek státního dluhu (%)**



Zdroj: MF

## Rozpočet kapitoly Státní dluh v roce 2015

Rozpočet kapitoly 396 – Státní dluh je každoročně sestavován na základě analýzy úrokových výdajů Cost-at-Risk a pro rok 2015 byl založen na 95% kvantilu rozdělení čistých úrokových výdajů, což znamená, že s pravděpodobností 95 % nebudou tyto výdaje překročeny.

Očekávané čisté výdaje činily 48,7 mld. Kč. Skutečně dosažené čisté výdaje kapitoly v roce 2015 činí 45,3 mld. Kč, tj. zhruba 1,0 % HDP a 3,7 % celkových příjmů státního rozpočtu bez zahrnutí příjmů kapitoly 396. Rozdíl skutečných čistých výdajů oproti původně schválenému rozpočtu ve výši 57,3 mld. Kč činí 12,0 mld. Kč,

což částečně přispělo k lepšímu než očekávanému hospodaření vládního sektoru v roce 2015. Rozdíl mezi skutečnými a rozpočtovanými čistými výdaji je zapříčiněn především nižšími hrubými výdaji, zatímco příjmy dosáhly vyšší úrovně oproti schválenému rozpočtu. Oproti roku 2014 došlo k poklesu čistých výdajů o cca 6,6 %.

V průběhu roku 2015 bylo z výdajů kapitoly formou rozpočtových opatření do jiných rozpočtových kapitol převedeno celkem 7,1 mld. Kč. Výsledný rozdíl skutečných čistých výdajů oproti konečnému rozpočtu po zahrnutí vlivu rozpočtových opatření činí 4,9 mld. Kč.

**Tabulka 14: Rozpočtové příjmy a výdaje kapitoly Státní dluh v roce 2015**

mil. Kč	Skutečnost 2014	Rozpočet 2015		Skutečnost 2015	% Plnění	Index 2015/2014 (%)
		Schválený	Po změnách			
<b>1. Úrokové výdaje a příjmy celkem</b>	55 694	64 016	56 924	52 995	93,1	95,2
	(-) 7 402	(-) 7 200	(-) 7 200	(-) 7 914	109,9	106,9
<b>Vnitřní dluh</b>	42 537	53 340	46 247	42 779	92,5	100,6
	(-) 7 207	(-) 7 164	(-) 7 164	(-) 7 900	110,3	109,6
Instrumenty peněžního trhu	77	931	931	18	2,0	23,9
	(-) 241	(-) 60	(-) 60	(-) 146	244,0	60,8
SSD	909	2 236	2 236	2 111	94,4	232,1
	0	-	-	-	-	-
SDD vydané na domácím trhu	41 551	50 173	43 080	40 649	94,4	97,8
	(-) 6 966	(-) 7 104	(-) 7 104	(-) 7 753	109,1	111,3
<b>Vnější dluh</b>	13 156	10 672	10 672	10 216	95,7	77,7
	(-) 195	(-) 36	(-) 36	(-) 14	38,2	7,1
SDD vydané na zahraničních trzích	12 596	10 067	10 067	9 822	97,6	78,0
	(-) 195	(-) 36	(-) 36	(-) 14	38,2	7,1
Přijaté zápůjčky a úvěry	560	604	604	394	65,2	70,3
<b>Bankovní účty</b>	1	5	5	-	-	-
	0	-	-	0	-	678,2
Příjmy (-) a výdaje (+) z vkladů na účtech	1	5	5	-	-	-
	0	-	-	0	-	678,2
<b>2. Poplatky</b>	<b>201</b>	<b>450</b>	<b>450</b>	<b>199</b>	<b>44,2</b>	<b>99,2</b>
	<b>0</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>0</b>	<b>-</b>	<b>1 226,7</b>
<b>Saldo kapitoly celkem</b>	<b>48 493</b>	<b>57 266</b>	<b>50 174</b>	<b>45 280</b>	<b>90,2</b>	<b>93,4</b>

Poznámka: (-) značí příjmy, resp. výnosy.  
Zdroj: MF

Rozdíl mezi skutečnými a rozpočtovanými výdaji je dán několika faktory. Hlavním faktorem je především charakter konstrukce rozpočtovaných výdajů kapitoly. Rozpočtované výdaje představují hranici výdajů, která bude s určitou pravděpodobností překročena. Tato pravděpodobnost se zpravidla pohybuje v rozmezí 1 % až 5 %. Díky vyšším rozpočtovaným výdajům oproti výdajům očekávaným je možno držet část státního dluhu ve formě variabilně úročených instrumentů, které jsou v průměru zpravidla úročeny níže než fixně úročené dluhopisy, a tím dosahovat úspory na výdajích státního rozpočtu. Dalším faktorem je potom výrazný a v průběhu přípravy státního rozpočtu na rok 2015 neočekávaný pokles výnosů státních dluhopisů na nová historická minima zejména v druhé polovině roku 2015, přičemž výnosy státních dluhopisů úročené na krátkém konci výnosové křivky dosáhly i záporných hodnot, na což Ministerstvo flexibilně zareagovalo a vydalo státní dluhopis České republiky bez výnosu splatný v listopadu 2017 v celkové jmenovité hodnotě 59,7 mld. Kč. Celkový dodatečný příjem státního rozpočtu z titulu emise státních dluhopisů a státních pokladničních poukázek se zápornými výnosy do splatnosti činil 413,7 mil. Kč.

Celková úspora státního rozpočtu díky prodeji variabilně úročených dluhopisů oproti prodeji fixně úročených dluhopisů se stejnou dobou do splatnosti, tj. při zachování stejného refinančního

rizika, v letech 2008 až 2015 činí cca 18 mld. Kč. Pro vyjádření realizované úspory je však nutná znalost výše všech kuponových plateb, tj. realizovanou úsporu v důsledku emise konkrétního variabilně úročeného dluhopisu je možné vyjádřit až po fixaci poslední kuponové sazby. Realizovanou úsporu na výdajích státního rozpočtu lze zatím vyjádřit pouze ve spojení s emisí Dluhopisu České republiky, 2009-2012, VAR, tj. již se splaceným dluhopisem, kde celková úspora dosáhla cca 1,0 mld. Kč oproti situaci, kdyby byl vždy místo tohoto dluhopisu prodáván fixně úročený dluhopis se stejnou dobou do splatnosti.

Úrokové náklady na obsluhu státního dluhu dosahují v roce 2015 v aktuálním vyjádření výše 46,3 mld. Kč, z čehož činí úrokové náklady na státní dluh vydaný v roce 2015 cca 0,3 mld. Kč. Celková jmenovitá hodnota státního dluhu vydaného v roce 2015 činí 279,7 mld. Kč včetně revolvingu státních pokladničních poukázek. Z důvodu časové nesourodosti jednotlivých výpůjčních operací v rámci roku 2015 budou aktuální náklady na tento dluh pozvolně růst s tím, jak budou spláceny jednotlivé instrumenty, které jsou součástí státního dluhu vydaného v roce 2015, z důvodu dosažených záporných výnosů v aukcích státních pokladničních poukázek a střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů s relativně krátkou dobou do splatnosti, až na cca 0,5 mld. Kč v roce 2018.

**Tabulka 15: Úrokové výdaje a aktuální náklady na nově vydaný státní dluh**

mld. Kč	Jmenovitá hodnota	Čisté úrokové výdaje / aktuální náklady			
		2015	2016P	2017P	2018P
<b>Hotovostní vyjádření</b>	279,7	-6,3	1,3	1,3	1,3
<b>Aktuální vyjádření</b>	279,7	0,3	0,3	0,3	0,5
<b>Hrubá emise SDD</b>	180,4	0,3	0,3	0,3	0,5
<b>Hrubá emise SPP</b>	99,3	0,0	0,0	-	-

Zdroj: MF

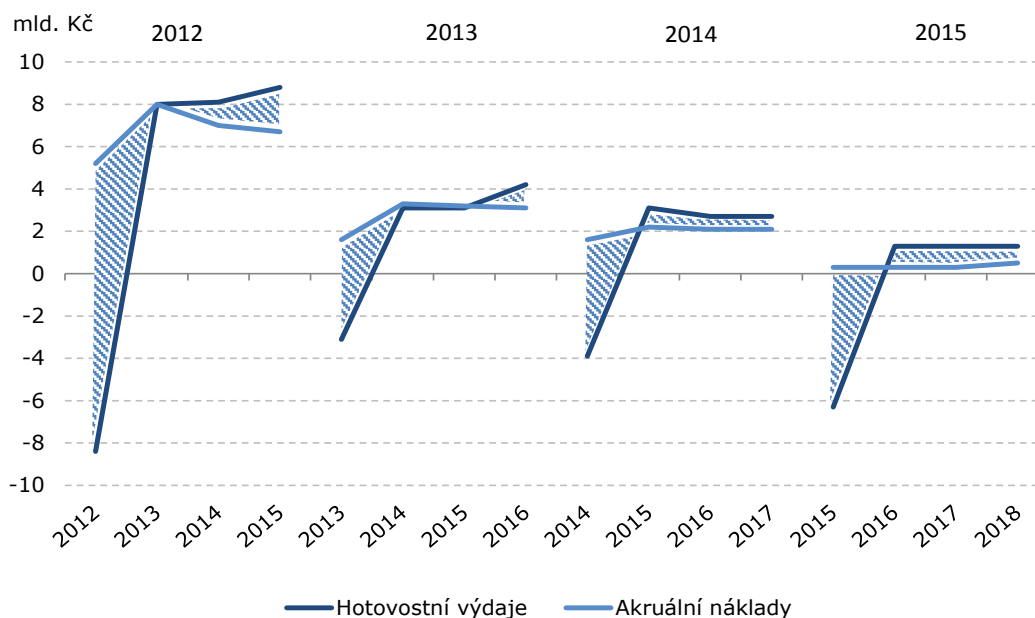
Odlisňný vývoj vykazují čisté úrokové výdaje na tentýž dluh v hotovostním vyjádření, když výše těchto výdajů v roce 2015 činí -6,3 mld. Kč. V letech 2016 až 2018 se očekávají čisté úrokové výdaje na nový státní dluh na úrovni cca 1,3 mld. Kč. Nově vydaný státní dluh v roce 2015 tedy v roce 2015 přinesl čistý hotovostní příjem státního rozpočtu ve výši 6,3 mld. Kč z důvodu zновуotevírání emisí s vyššími kuponovými sazbami, které spolu s nízkými tržními výnosy generovaly aukční prémie. Příjmy rozpočtu generované ze státního dluhu vydaného v roce 2015 však budou v následujících letech vykompenzovány vyššími hotovostními výdaji v porovnání s aktuálními. Platí, že čisté hotovostní úrokové výdaje a aktuální náklady na nový státní dluh se za dobu existence tohoto

dluhu rovnají. Následující obrázek dokumentuje, že v letech 2012 až 2015 generoval dluh vydaný v každém z těchto roků hotovostní příjem v roce vydání, což bylo způsobeno především nepřetržitým poklesem tržních výnosů. Pokud by byly v každém roce vydávány pouze nové emise dluhopisů s tržní kupónovou sazbou a kupónem vypláceným ke konci roku budou aktuální náklady a čisté hotovostní úrokové výdaje v roce vydání totožné. Z tohoto důvodu je aktuální vyjádření nákladů na státní dluh přesnější a více vypovídající, jelikož není ovlivněno zновуotevíráním emisí s jinou než tržní kupónovou sazbou, kterému se ale nelze v reálném světě vyhnout, protože malé objemy emisí dluhopisů způsobují nelikvidnost těchto dluhopisů a v konečném důsledku mohou

způsobit nárůst úrokových nákladů z titulu premie za nelikvidnost. Z grafu je dále patrný pokles akruálních nákladů na nový státní dluh, což souvisí

jednak se snížením celkové emise dluhových instrumentů a jednak trvajícím poklesem výnosů státních dluhopisů.

**Obrázek 45: Čistě hotovostní a akruální úrokové náklady nového dluhu**

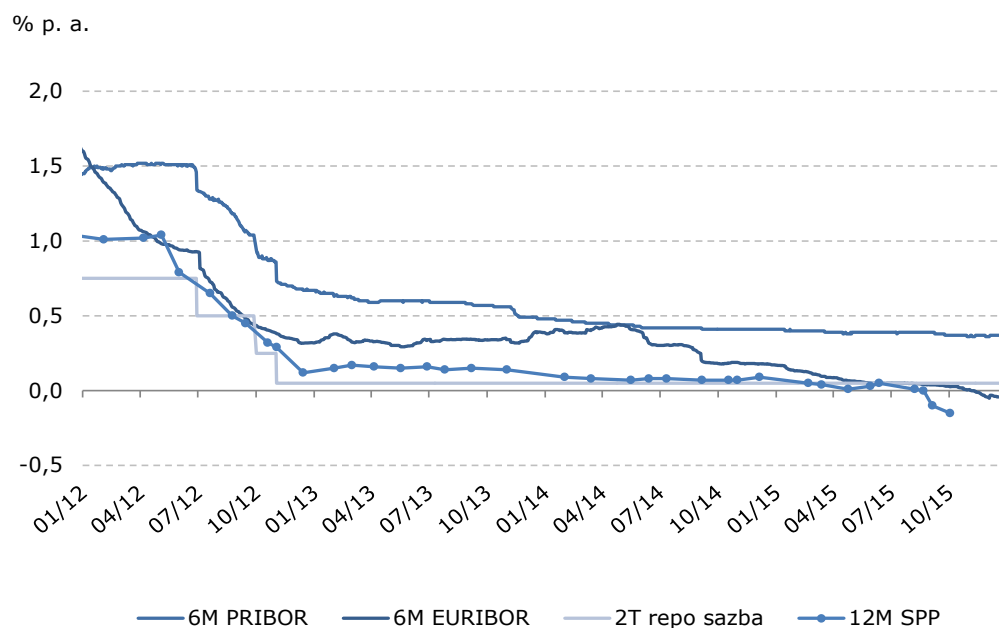


Zdroj: MF

V roce 2015 došlo k dalšímu poklesu výnosových křivek korunového i eurového peněžního trhu. Sazba šestiměsíční PRIBOR v roce 2015 nadále klesala s velmi nízkou volatilitou. Sazba šestiměsíční EURIBOR během roku 2015 rovněž klesala

avšak s výrazně vyšší volatilitou. ČNB ponechala základní úrokovou sazbu (2týdenní repo sazbu) na historickém minimu ve výši 0,05 % p. a. po celý rok 2015.

**Obrázek 46: Vývoj sazeb: 6M PRIBOR, 6M EURIBOR, 2T repo sazba a výnos 12M SPP**



Poznámka: Stav k 31. 12. 2015.  
Zdroj: Bloomberg, ČNB

Výnosy korunových státních dluhopisů po celé délce výnosové křivky během prvního čtvrtletí 2015

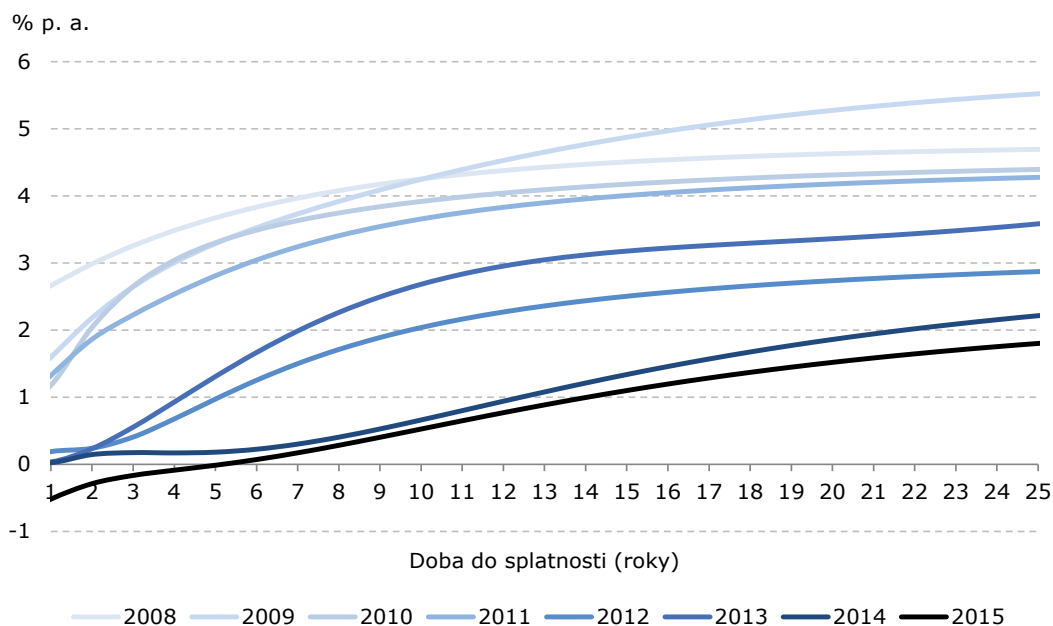
nejprve pozvolna klesaly, poté mírně vzrostly a opět začaly mírně klesat. Během druhého čtvrtletí 2015



postupně rostly až na svá maxima v tomto roce. V druhé polovině roku 2015 pozvolna opět klesaly, přičemž výnosy korunových státních dluhopisů s relativně krátkou dobou do splatnosti poklesly na konci roku až na svá historická minima do záporných hodnot. Rozdíl mezi swapovou sazbou a výnosem státního dluhopisu, tzv. swap spread, po celý rok 2015 dosahoval kladných hodnot pro dobu do splatnosti 10 let. Kladná hodnota swap spreadu potvrzuje atraktivitu České republiky jako emitenta

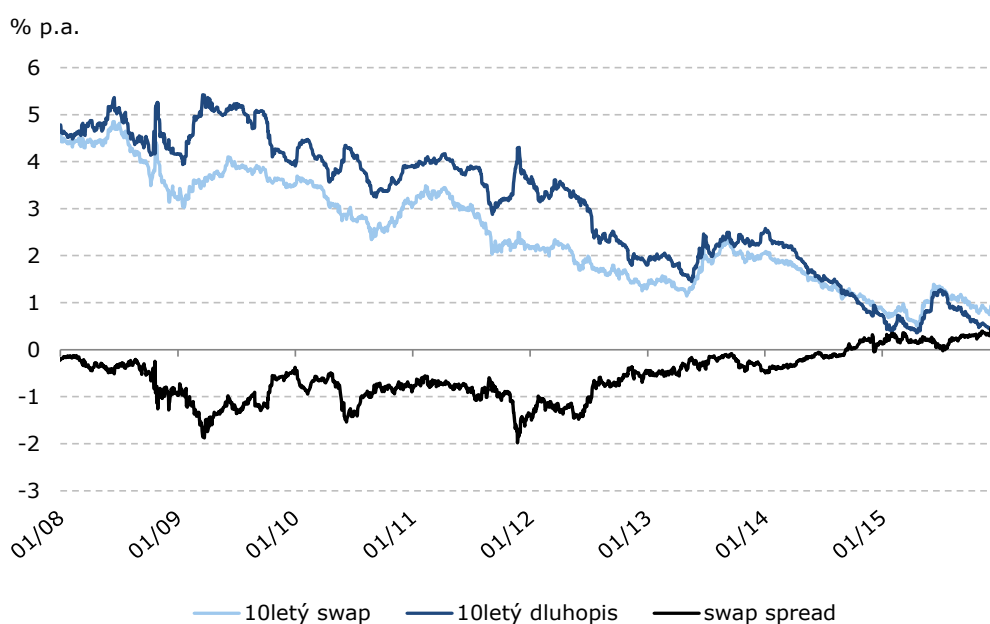
státních dluhopisů mezi investory a současně potvrzuje správnost rozhodnutí Ministerstva modelovat rizikovou prémii státních dluhopisů méně konzervativním způsobem. Hodnota swap spreadu se v případě desetileté splatnosti pohybovala na počátku roku 2015 na úrovních cca 10 bazických bodů, přičemž ke konci prosince 2015 dosahuje hodnoty 50 bazických bodů. Průměrná hodnota swap spreadu u desetiletého swapu dosahuje během roku 2015 hodnoty cca 20 bazických bodů.

**Obrázek 47: Výnosová křivka korunových státních dluhopisů**



Poznámka: Jedná se o „par“ výnosovou křivku fixně úročených státních dluhopisů vydaných na domácím trhu zkonstruovanou na základě rozšířeného modelu Nelsona-Siegela - tzv. Svenssonova modelu.  
Zdroj: MF, Bloomberg, MTS

**Obrázek 48: Swapová sazba a výnos do splatnosti korunového SDD**



Zdroj: MF, Bloomberg

## Cost-at-Risk státního dluhu

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

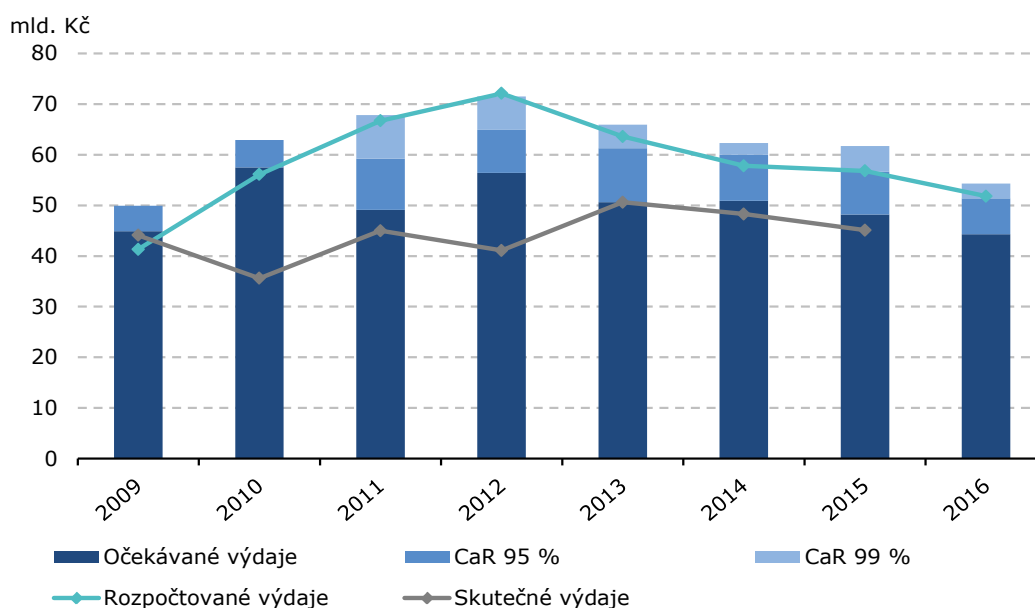
Primární cíl modelu spočívá ve stanovení maximálních úrokových výdajů státního dluhu, které nebudou s danou 95%, resp. 99% pravděpodobností překročeny (CaR 95 % a CaR 99 %). Sekundární cíl modelu spočívá v odhadu skutečných úrokových výdajů státního dluhu. Při aplikaci analýzy CaR jsou výstupem modelu

nejenom hodnoty kvantilů CaR 95 % a CaR 99 %, ale zároveň celé pravděpodobnostní rozdělení úrokových výdajů v libovolném časovém okamžiku, což z této analýzy činí mocný nástroj pro analýzu úrokových výdajů státního rozpočtu ve vztahu k emisní činnosti a situaci na finančních trzích.

Simulační rámec pracuje odděleně s úrokovými výdaji a úrokovými příjmy. Výsledkem agregace úrokových výdajů a úrokových příjmů jsou čisté úrokové výdaje státního dluhu. Úrokové výdaje nezahrnují poplatky spojené s obsluhou státního dluhu, které jsou deterministické povahy.

Ve všech letech aplikace metodologie CaR model splnil primární cíl, když predikované maximální úrokové výdaje nebyly překročeny v žádném z těchto roků.

**Obrázek 49: Čisté úrokové výdaje a Cost-at-Risk**



Poznámka: V letech 2009 až 2015 se jedná o původně rozpočtované čisté úrokové výdaje, v roce 2016 o rozpočtované čisté úrokové výdaje v zákoně o státním rozpočtu České republiky na rok 2016. Zdroj: MF

**Tabulka 16: Čisté úrokové výdaje a Cost-at-Risk**

mld. Kč	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Rozpočtované výdaje<sup>1</sup></b>	41,3	56,1	66,7	72,1	63,6	57,8	56,8	51,8	53,2	58,1
<b>Skutečné výdaje</b>	44,1	35,6	45,0	41,1	50,6	48,3	45,1			
<b>Očekávané výdaje</b>	44,9	57,5	49,1	56,4	50,6	50,9	48,2	44,3	45,9	48,0
<b>CaR 95 %</b>	49,9	62,9	59,2	64,9	61,3	60,0	56,6	51,4	56,0	59,6
<b>CaR 99 %</b>	-	-	67,8	71,5	65,9	62,3	61,7	54,3	60,3	66,4

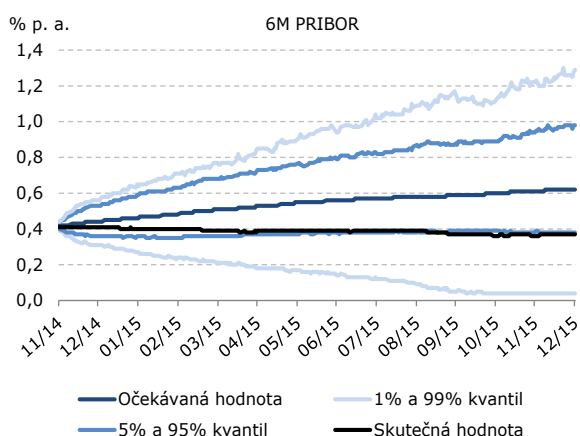
<sup>1</sup> V letech 2009 až 2015 se jedná o původně rozpočtované čisté úrokové výdaje, v roce 2016 o rozpočtované čisté úrokové výdaje v zákoně o státním rozpočtu České republiky na rok 2016. V letech 2017 a 2018 se jedná o střednědobý výhled. Zdroj: MF

## Cost-at-Risk na rok 2015

Ve Zprávě o řízení státního dluhu České republiky v roce 2014 byl uveřejněn Cost-at-Risk státního dluhu pro rok 2015. Výpočet ukazatele CaR vychází ze simulací vývoje časové struktury úrokových sazeb k 28. listopadu 2014.

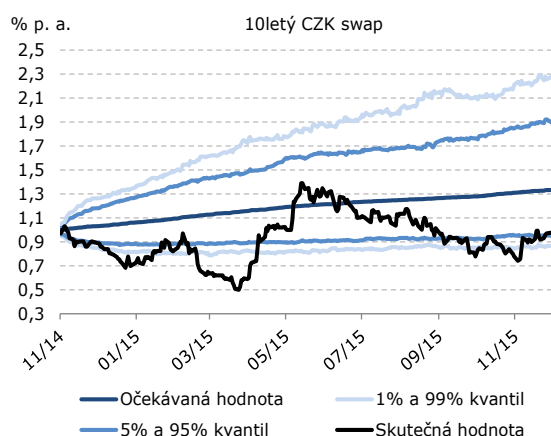
Porovnání skutečného vývoje úrokových sazeb šestiměsíční PRIBOR a desetiletý swap s jejich simulacemi za období od 28. listopadu 2014 do 31. prosince 2015 zachycují následující obrázky.

**Obrázek 50: Skutečné vs. simulované sazby 6M PRIBOR**



Zdroj: MF

**Obrázek 51: Skutečné vs. simulované sazby 10leté CZK swapové sazby**



Zdroj: MF

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

a úrokových výdajů v riziku CaR (95% a 99% kvantil simulací) v letech 2014 a 2015 zachycuje následující tabulka.

**Tabulka 17: Očekávané vs. skutečné čisté úrokové výdaje v letech 2014 a 2015**

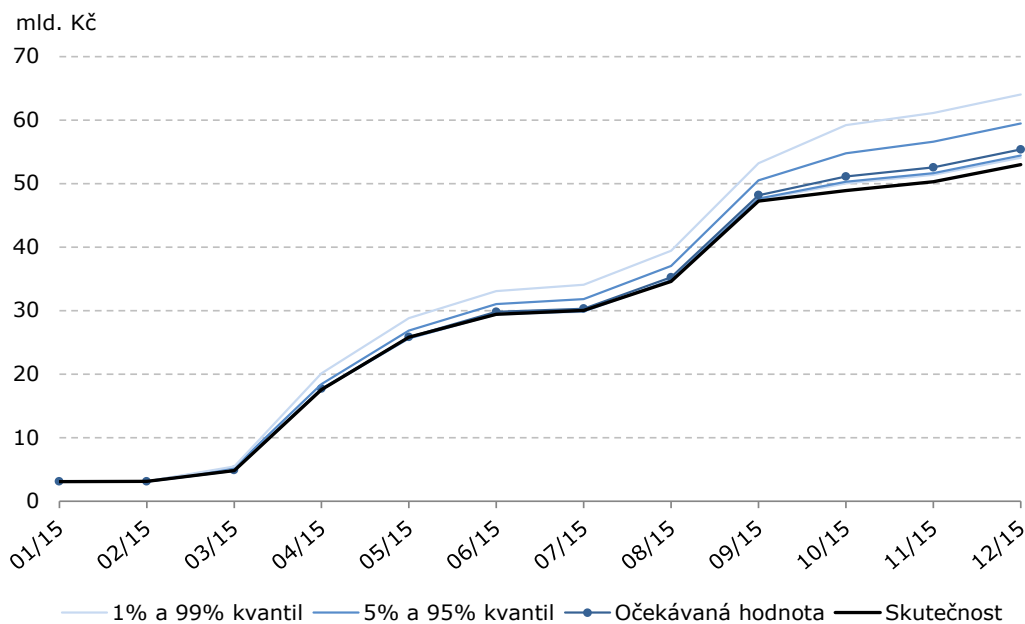
mld. Kč	2014	2015
<b>Skutečné výdaje</b>	48,3	45,1
<b>Očekávané výdaje</b>	50,9	48,2
<b>CaR 95 %</b>	60,0	56,6
<b>CaR 99 %</b>	62,3	61,7
<b>Odchylka očekávání od skutečnosti</b>	2,6	3,1

Zdroj: MF

V roce 2015 činí hrubé úrokové výdaje 53,0 mld. Kč, očekávané hrubé úrokové výdaje v roce 2015 predikované modelem se nacházejí na úrovni 55,4 mld. Kč. Úrokové příjmy v roce 2015 činí 7,9 mld. Kč a nalézají se o 0,7 mld. Kč výše než

očekávané příjmy predikované modelem. Čisté úrokové výdaje státního dluhu v roce 2015 činí 45,1 mld. Kč, čisté úrokové výdaje predikované modelem činí 48,2 mld. Kč.

**Obrázek 52: Skutečné vs. simulované hrubé úrokové výdaje v roce 2015**



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

Čisté úrokové výdaje tak i v roce 2015 zůstaly pod hranicí CaR 95 % i CaR 99 %, které byly stanoveny na 56,6 mld. Kč, respektive na 61,7 mld. Kč. Primární cíl modelu byl tedy splněn, když skutečné úrokové výdaje státního dluhu zůstaly pod hranicí CaR 99 % a nebylo ohroženo dodržení salda státního rozpočtu na rok 2015 schváleného Poslaneckou sněmovnou Parlamentu České republiky z titulu kapitoly Státní dluh. Očekávané hrubé úrokové výdaje predikované modelem jsou cca o 2,4 mld. Kč vyšší oproti skutečnosti, očekávané čisté úrokové výdaje predikované modelem jsou cca o 3,1 mld. Kč vyšší oproti skutečnosti.

Diference očekávaných hrubých úrokových výdajů je dána především poklesem výnosů korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů oproti očekávání dané modelem, která trvala prakticky po celý rok 2015. Zejména ve druhé polovině roku 2015 výnosy státních dluhopisů poklesly až na nová historická minima, přičemž výnosy státních dluhopisů úročených na krátkém konci výnosové křivky dosáhly i záporných hodnot.

### Cost-at-Risk na roky 2016 až 2018

V důsledku relativní stabilizace finanční a ekonomické situace zemí eurozóny a Evropské unie, racionální fiskální politiky vlády a politiky nulových úrokových sazeb České národní banky bylo možné čisté výdaje na obsluhu státního dluhu ze státního rozpočtu na rok 2016 snížit o 5,0 mld. Kč oproti schválenému rozpočtu na rok 2015 a o 11,6 mld. Kč oproti střednědobému výhledu státního rozpočtu na roky 2016 a 2017, se kterým pracovala Strategie financování a řízení státního dluhu na rok 2015, a

Ministerstvo flexibilně zareagovalo na situaci na finančním trhu a navýšilo emise na krátkém konci výnosové křivky. Diference z tohoto titulu činí celkem 1,7 mld. Kč a je dána především změnou struktury emisního kalendáře střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů. Dalším výrazným faktorem byly nižší hladiny referenční úrokové sazby PRIBOR a referenční úrokové sazby EURIBOR. Z titulu nižších než očekávaných hodnot referenční sazby činí diference očekávání cca 0,4 mld. Kč. Diference cca 0,2 mld. Kč je způsobena vlivem nižších než očekávaných výnosů státních pokladničních poukázek, když ve druhé polovině roku výnosy státních pokladničních poukázek dosahovaly rovněž záporných hodnot. Diference očekávaných příjmů ve výši 0,7 mld. Kč je dána především poklesem výnosů korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů oproti očekávání dané modelem. Celkový dodatečný příjem státního rozpočtu z titulu emise státních dluhopisů a státních pokladničních poukázek se zápornými výnosy do splatnosti činil 0,4 mld. Kč.

aktuální výhled čistých výdajů na obsluhu státního dluhu na rok 2017 byl oproti předchozímu výhledu snížen o 19,7 mld. Kč.

Modelem očekávané čisté úrokové výdaje v roce 2016 se nalézají na úrovni 44,3 mld. Kč. Čisté úrokové výdaje v riziku, tj. CaR 99 % činí 54,3 mld. Kč (CaR 95 % 51,4 mld. Kč). Skutečné čisté úrokové výdaje v roce 2016 tak s 99% pravděpodobností nebudou vyšší o cca 10,0 mld. Kč

oproti očekávaným výdajům. Rozpočtované čisté úrokové výdaje na obsluhu státního dluhu v roce 2016 činí 51,8 mld. Kč a nachází se tak mezi 95% a 99% kvantilem ukazatele CaR, nebudou tedy překročeny s více než 95% pravděpodobností.

Následující tabulka detailně zobrazuje vývoj kumulovaných čistých úrokových výdajů státního dluhu v roce 2016 predikovaných modelem vždy ke konci měsíce. Dále obsahuje příslušné kritické hodnoty CaR 95 % a CaR 99 %.

**Tabulka 18: Měsíční vývoj kumulovaných čistých úrokových výdajů v roce 2016**

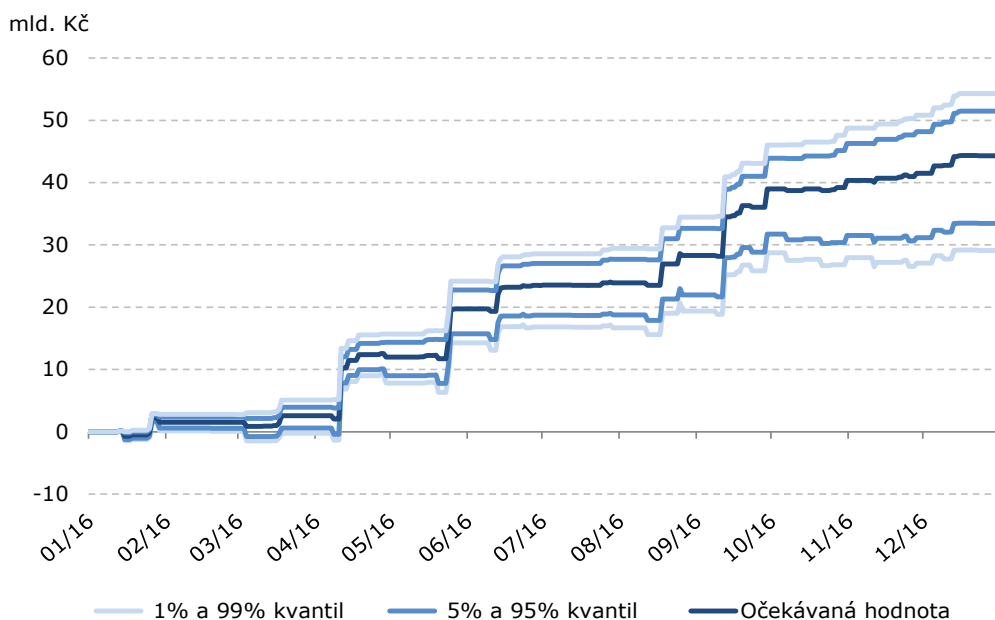
mld. Kč	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Očekávané výdaje</b>	1,5	1,5	2,6	12,0	19,7	23,5	23,9	28,3	39,0	40,3	41,5	44,3
<b>CaR 95 %</b>	2,4	2,4	3,9	14,4	22,8	27,0	27,7	32,6	43,9	46,3	48,2	51,4
<b>CaR 99 %</b>	2,8	2,8	5,1	15,7	24,2	28,6	29,4	34,5	46,0	48,7	50,8	54,3

Zdroj: MF

Grafická prezentace simulací kumulovaných čistých úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu v roce 2016 stanovených na denní bázi je zobrazena na

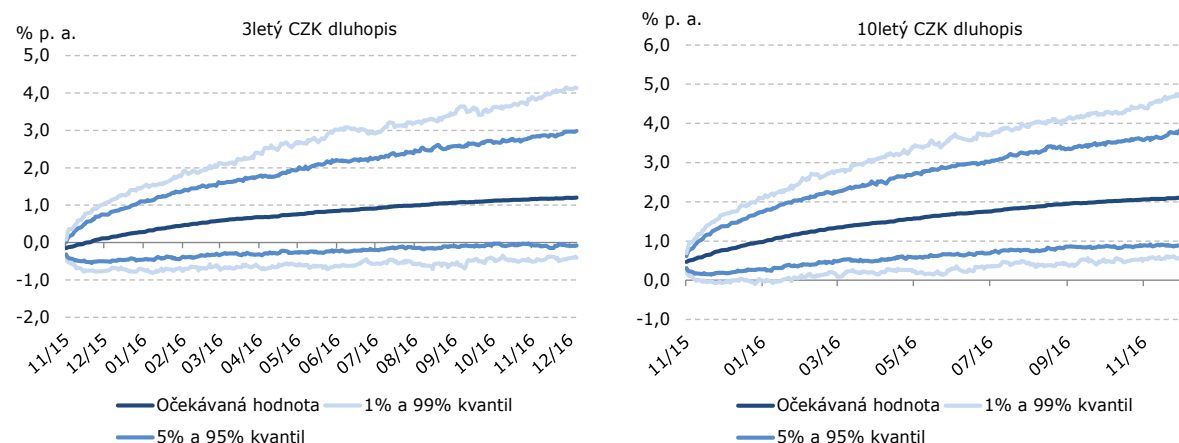
následujícím obrázku. Obrázek dále zobrazuje očekávané hodnoty čistých výdajů a příslušné 5% a 95%, 1% a 99% kvantily simulovaných hodnot.

**Obrázek 53: Simulace čistých úrokových výdajů státního dluhu v průběhu roku 2016**



Poznámka: Vývoj čistých úrokových výdajů na denní bázi.  
Zdroj: MF

**Obrázek 54: Simulace korunových úrokových sazeb v roce 2016**



Zdroj: MF

Ministerstvo se nadále zabývá problémem skokového zvýšení výnosů, ke kterému by mohlo dojít např. prudkým zvýšením základní sazby České národní banky, náhlým zhoršením ekonomického stavu eurozóny, prudkým zvýšením rizikové prémie státních dluhopisů, atd. Ministerstvo se snaží kvantifikovat dopad těchto vlivů na čisté úrokové výdaje na obsluhu státního dluhu. Každá ekonomická událost má vliv na určitou část výnosové křivky,

proto je pro ministerstvo důležité pozorovat posun jednotlivých částí výnosových křivek odděleně. Následující tabulka kvantifikuje důsledky možného zvýšení sazeb na krátkém konci výnosové křivky, na dlouhém konci výnosové křivky a na celé křivce rovnoměrně, vše během celého roku 2016. Tato analýza dále umožňuje nerovnoměrné posunutí krátkého a dlouhého konce výnosové křivky a libovolné zvolení data tohoto posunu.

**Tabulka 19: Vývoj čistých úrokových výdajů v případě skokového zvýšení sazeb**

mld. Kč	aktuální model	posun sazeb na krátkém konci výnosové křivky		posun sazeb na dlouhém konci výnosové křivky		posun celé výnosové křivky	
		o 1 p.b.	o 5 p.b.	o 1 p.b.	o 5 p.b.	o 1 p.b.	o 5 p.b.
<b>Očekávané výdaje</b>	44,3	46,5	55,1	51,1	72,3	53,3	83,0
<b>CaR 95 %</b>	51,4	53,5	61,7	57,5	76,3	59,6	86,5
<b>CaR 99 %</b>	54,3	56,3	64,5	60,0	77,6	62,0	87,9

*Poznámka: Šok v podobě jednorázového posunu výnosové křivky nastane na počátku roku 2016.  
Zdroj: MF*

Posun výnosové křivky korunových státních dluhopisů na jejím krátkém konci o 1 p.b. směrem nahoru by v roce 2016 přinesl zvýšení očekávaných čistých úrokových výdajů o 2,2 mld. Kč. V případě zvýšení sazeb na dlouhém konci výnosové křivky 1 p.b. by očekávané čisté úrokové výdaje vzrostly o 6,8 mld. Kč. Posun celé výnosové křivky korunových státních dluhopisů o 1 p.b. směrem nahoru by měl za následek zvýšení očekávaných čistých úrokových výdajů o cca 9,0 mld. Kč.

Ministerstvo rovněž kvantifikuje citlivost čistých úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu na změnu měnového kurzu koruny. Tato citlivost je relativně nízká a to i ve srovnání s citlivostí úrokových výdajů na posun výnosové křivky. Ke konci roku 2015 je čistá cizoměnová expozice státního dluhu s dopadem na výši úrokových výdajů denominována výhradně v měně euro.

**Tabulka 20: Navýšení čistých úrokových výdajů v případě skokového zvýšení kurzu EURCZK**

mld. Kč	posun kurzu EURCZK	
	o 1 %	o 10 %
<b>Očekávané výdaje</b>	0,086	0,856
<b>CaR 95 %</b>	0,087	0,869
<b>CaR 99 %</b>	0,088	0,875

*Poznámka: Šok v podobě jednorázového oslabení kurzu koruny nastane na počátku roku 2016  
Zdroj: MF*

Pokud by na počátku roku 2016 oslabil kurz EURCZK o 1% oproti úrovni z konce roku 2015, tj. z 27,025 na 27,295, a tento kurz by trval po celý rok 2016, potom by se očekávané čisté úrokové výdaje na obsluhu státního dluhu z tohoto titulu navýšily o cca 86 mil. Kč.

Ministerstvo dále kvantifikuje dopady neplánovaného navýšení schodku státního rozpočtu na úrokové výdaje na obsluhu státního dluhu. V případě navýšení schodku státního rozpočtu České republiky v roce 2016 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 snížení očekávaných čistých úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu o 0,2 mld. Kč, avšak v následujících letech by čisté výdaje státního rozpočtu činily cca 0,1 mld. Kč. Vliv na státní rozpočet založený na hotovostní bázi je velmi citlivý na vybraný způsob financování navýšení schodku. V případě emise dluhopisu s premií se zvýšená hrubá emise s ohledem na hotovostní princip rozpočtu nemusí projevit růstem úrokových výdajů a způsobí snížení čistých úrokových výdajů, výdaje se projeví až v dalších letech v podobě zvýšených kuponových plateb. V případě aktuálního přístupu, by se zvýšení hrubé emise projevilo okamžitě.

V rámci tříletého simulačního horizontu Ministerstvo zároveň konstruuje ukazatele CaR i pro roky 2017 a 2018. Očekávané hodnoty čistých úrokových výdajů činí 45,9 mld. Kč v roce 2017 a 48,0 mld. Kč v roce 2018, což je dáno především použitím méně konzervativního modelu pro rizikovou premii státních dluhopisů a současnými historicky nejnižšími výnosy státních dluhopisů.

Ve střednědobém výhledu rozpočtu České republiky pro roky 2017 a 2018 leží výdajové rámce kapitoly 396 - Státní dluh pod 95% kvantilem. Pro rok 2017 činí výdajový rámec 53,2 mld. Kč a nachází se o 2,8 mld. Kč pod 95% kvantilem úrokových výdajů. Pro rok 2018 činí výdajový rámec 58,1 mld.

Kč, čímž leží o 1,5 mld. Kč pod 95% kvantilem úrokových výdajů. Rostoucí trend střednědobého výhledu rozpočtovaných i predikovaných úrokových výdajů je způsoben především volatilitou úrokových sazeb, která roste se zvyšujícím se horizontem predikce. Vzhledem k tomu, že státní rozpočet je sestavován vždy pouze na následující rok, bude horizont predikce úrokových výdajů při sestavování rozpočtu na následující rok kratší a za předpokladu nezměněných tržních podmínek lze očekávat, že díky nižší volatilitě predikce úrokových sazeb poklesne hodnota rizikových ukazatelů CaR 95 % a CaR 99 %.

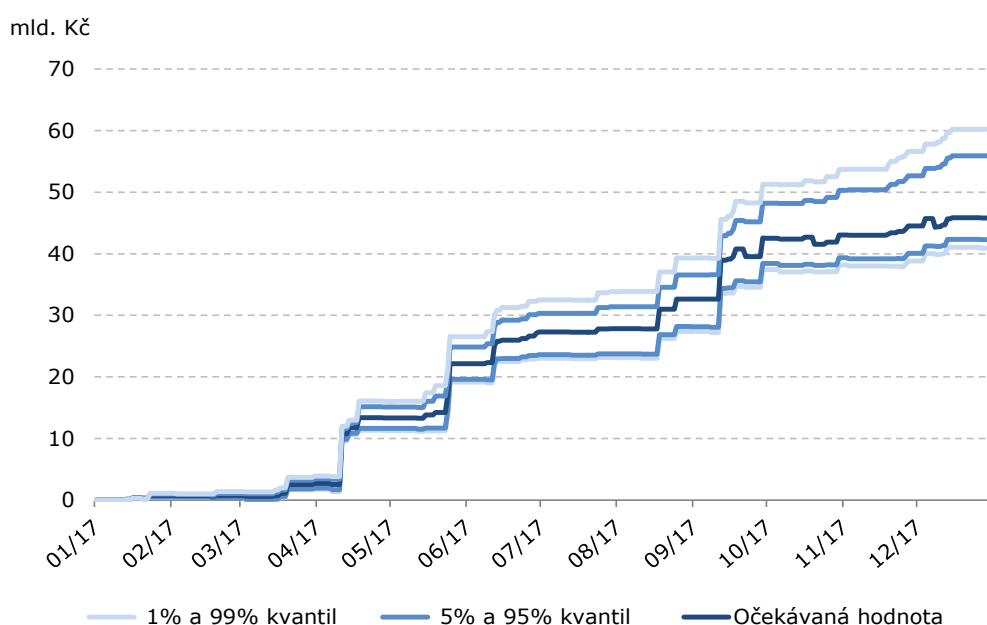
Očekávané čisté úrokové výdaje v roce 2017 jsou modelem predikovány na úrovni 45,9 mld. Kč. Následující tabulka detailně zobrazuje vývoj kumulovaných očekávaných čistých úrokových výdajů státního dluhu v roce 2017 vždy ke konci měsíce. Tabulka dále obsahuje příslušné kritické hodnoty ukazatelů CaR 95 % a CaR 99 %. Rozdíl mezi ukazatelem CaR 99 % a očekávanými výdaji je v roce 2017 vyšší než stejný rozdíl v roce 2016. Důvodem pro tuto diferenci je vyšší nejistota při delším horizontu predikce výnosových křivek, což zvyšuje volatilitu sazeb.

**Tabulka 21: Měsíční vývoj kumulovaných čistých úrokových výdajů v roce 2017**

mld. Kč	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Očekávané výdaje</b>	0,8	0,8	2,7	13,4	22,2	27,3	27,8	32,7	42,5	43,0	44,5	45,9
<b>CaR 95 %</b>	1,0	1,1	3,5	15,1	24,9	30,3	31,4	36,5	48,2	50,3	52,7	56,0
<b>CaR 99 %</b>	1,1	1,4	3,9	16,0	26,6	32,5	33,9	39,3	51,3	53,7	56,6	60,3

Zdroj: MF

**Obrázek 55: Simulace čistých úrokových výdajů státního dluhu v průběhu roku 2017**



Poznámka: Vývoj čistých úrokových výdajů na denní bázi.  
Zdroj: MF

Očekávané čisté úrokové výdaje v roce 2018 jsou modelem predikovány na úrovni 48,0 mld. Kč. Následující tabulka detailně zobrazuje vývoj kumulovaných očekávaných čistých úrokových výdajů státního dluhu v roce 2018 vždy ke konci měsíce. Tabulka dále obsahuje příslušné kritické

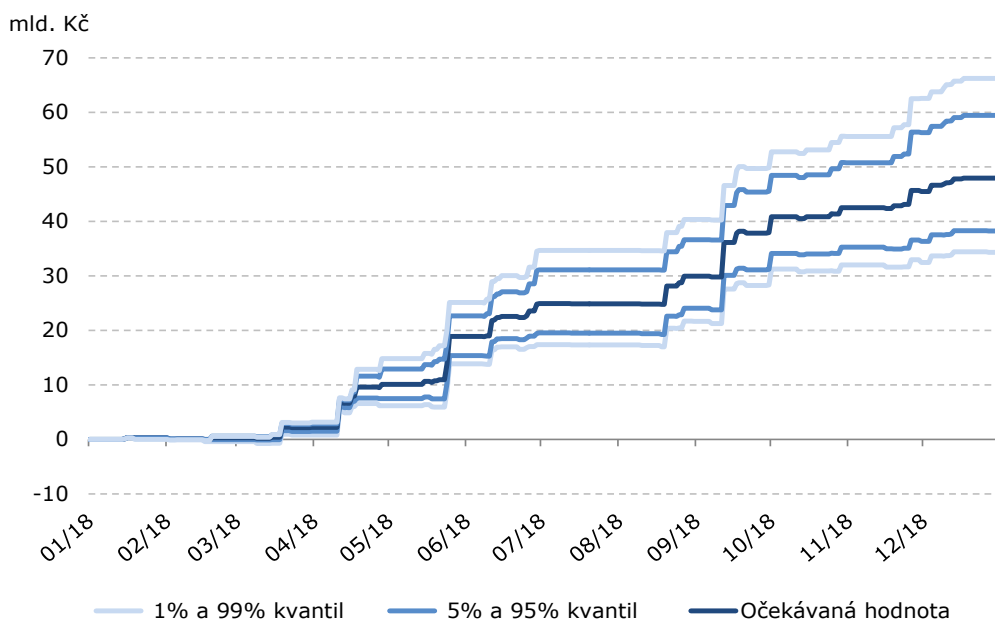
hodnoty ukazatelů CaR 95 % a CaR 99 %. Rozdíl mezi ukazatelem CaR 99 % a očekávanými výdaji je v roce 2018 vyšší než stejný rozdíl v letech 2016 a 2017. Důvodem pro tuto diferenci je vyšší nejistota při delším horizontu predikce výnosových křivek, což zvyšuje volatilitu sazeb.



**Tabulka 22: Měsíční vývoj kumulovaných čistých úrokových výdajů v roce 2018**

mld. Kč	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Očekávané výdaje</b>	0,3	0,3	2,2	10,1	18,9	24,9	24,9	30,0	37,9	42,5	45,5	48,0
<b>CaR 95 %</b>	0,2	0,6	2,9	12,9	22,7	31,1	31,1	36,6	45,5	50,8	56,3	59,6
<b>CaR 99 %</b>	0,0	0,6	3,2	14,8	25,1	34,7	34,7	40,3	49,8	55,6	62,6	66,4

Zdroj: MF

**Obrázek 56: Simulace čistých úrokových výdajů státního dluhu v průběhu roku 2018**

Poznámka: Vývoj čistých úrokových výdajů na denní bázi.  
Zdroj: MF

## Efektivní hranice a alternativní dluhová portfolia

Cílem Ministerstva je vždy na prvním místě bezproblémové profinancování hrubé výpůjční potřeby při minimálních nákladech spojených s konkrétní úrovní rizika. Vzhledem k tomu, že financování hrubé výpůjční potřeby je v roce 2016 tvořeno převážně státními dluhopisy, je důležité vydat dluhopisy s takovými parametry, které uspokojí poptávku investorů. Dalším důležitým faktorem, který musí Ministerstvo sledovat, je likvidita sekundárního trhu dluhopisů. Pro udržení určité úrovně likvidity sekundárního trhu státních dluhopisů je potřeba u každé emise dluhopisu zajistit poměrně vysokou celkovou jmenovitou hodnotu v oběhu. Dle teorie portfolia může nastat situace, že vydávání dluhopisů dle emisního kalendáře, tak aby byly naplněny požadavky investorů a byla zaručena likvidita sekundárního trhu státních dluhopisů, vytvoří určitou neefektivnost v řízení dluhového portfolia. Odstranění této neefektivnosti by mohlo být teoreticky dosaženo uzavřením swapových operací, což však s sebou přináší dodatečné náklady a nutnost řízení kreditního rizika. Pro srovnání skutečné strategie financování s jinými alternativními strategiemi z hlediska nákladů a

rizika provádí Ministerstvo od roku 2012 analýzu založenou na metodologii CaR s cílem konstrukce tzv. efektivní hranice.

V klasickém portfolio managementu jsou výnosy a riziko jednotlivých možných investic v rámci daného portfolia porovnávány přímo mezi sebou. Hlavním faktorem ovlivňujícím strukturu portfolia při řízení dluhového portfolia jsou naproti tomu doby do splatnosti jednotlivých instrumentů. 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 zновуotevření, 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.

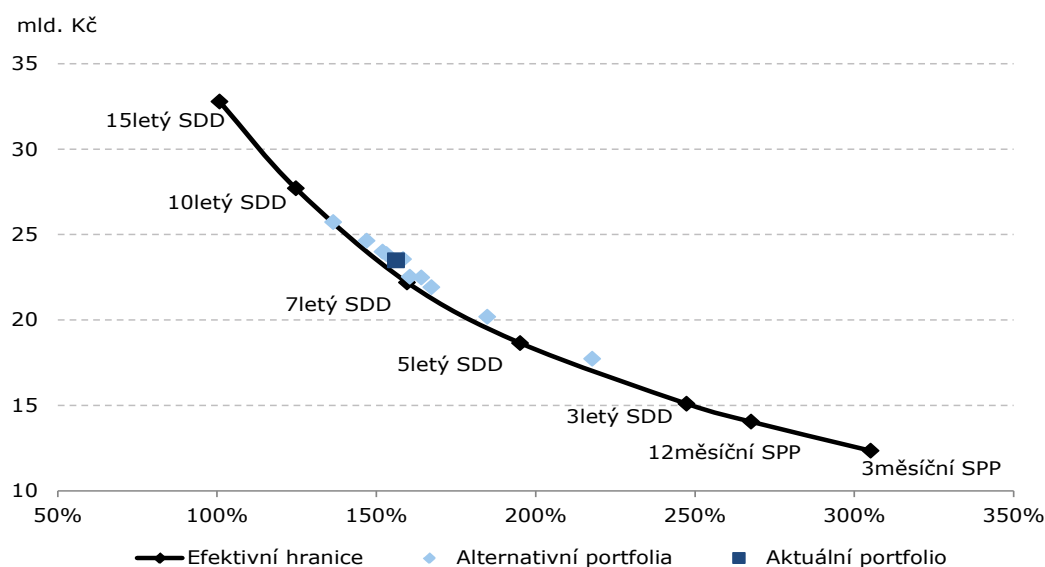
Pro všechna alternativní dluhová portfolia v provedené analýze probíhá veškeré financování hrubé výpůjční potřeby v následujících letech ve dnech skutečně plánovaných aukcí pouze pomocí dluhopisů dle definice alternativního portfolia (bez uvažování znovuotevření emisí). Efektivní hranice je tvořena sedmi 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. Oproti efektivní hranici konstruované v předchozím roce je patrný nárůst výnosů státních dluhopisů během tříletého simulačního horizontu, který se odráží ve zvýšení očekávaných nákladů v následujících letech. Dále jsou rovněž patrné velmi nízké výnosy na krátkém konci výnosové křivky, když očekávané náklady v případě emise 3letého státního dluhopisu se příliš neliší od očekávaných nákladů v případě emise státních pokladničních poukázek.

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

Těchto deset alternativních portfolií je vytvořeno analogicky jako portfolia ležící na efektivní hranici, mix státních dluhopisů s různými splatnostmi, pomocí kterých je financována hrubá výpůjční potřeba 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 ve střednědobém horizontu do roku 2018 na úrovni 6,0 let. 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 57: 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 2016 až 2018. Ve všech případech jsou náklady vyjádřeny aktuálně, čímž je dosaženo srovnatelné polohy jednotlivých alternativních portfolií. V případě skutečného portfolia je tím dosaženo očištění od vlivu znovuotevíraných emisí, které v krátkém simulačním horizontu vede k nadhodnocení rizika i očekávaných nákladů. Pro určení míry rizika jednotlivých dluhových portfolií je využit kumulovaný ukazatel CaR 99 % v letech 2016 až 2018, konkrétně se na vodorovné ose jedná o možné procentní navýšení očekávaných nákladů, při kterém bude dosaženo kumulovaného ukazatele CaR 99 %.

Z obrázku je patrné, že žádné alternativní ani skutečné dluhové portfolio, které obsahuje mix státních dluhopisů s různými dobami do splatnosti, neleží na efektivní hranici. Skutečné dluhové portfolio obsahující současnou skutečnou strategii financování hrubé výpůjční potřeby se však efektivní hranici velice blíží. Aktuální dluhové portfolio leží v blízkosti shluku alternativních portfolií, které jsou tvořeny mixem dluhopisů s podobnými

průměrnými dobami do splatnosti. Kumulované očekávané aktuální náklady nově vydaného dluhu dle skutečných emisních kalendářů činí 23,5 mld. Kč s rizikem cca 156,0 %. Existuje tedy riziko, že skutečně realizované náklady za následující 3 roky převýší očekávané náklady o 156,0 %, v absolutním vyjádření o 36,7 mld. Kč. Oproti předchozímu roku tak očekávané náklady výrazně narostly a zároveň se snížilo riziko. Pokud by se snížila průměrná doba do splatnosti nově vydaného skutečného dluhu, poloha skutečného portfolia by se přiblížila ose x a vzdálila od osy y, tj. snížily by se očekávané náklady a vzrostlo by riziko, že budou překročeny.

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

## 6 - Primární a sekundární trh státních dluhopisů

### Primární dealeri státních dluhopisů České republiky

Status primárního dealera českých státních dluhopisů byl smluvně formalizován 1. října 2011, kdy vstoupila v platnost Dohoda o plnění funkce primárního dealera státních dluhopisů České republiky, která byla s platností od 1. ledna 2014 přejmenována na Dohodu o výkonu práv a povinností primárního dealera českých státních dluhopisů (dále Dohoda). Dohoda v souladu s nejlepší mezinárodní praxí specifikuje práva a povinnosti jednotlivých členů skupiny primárních dealerů a tím poskytuje institucionální rámec pro spolupráci Ministerstva s finančními institucemi při financování státu a řízení státního dluhu. Pouze primární dealer, jenž uzavřel tuto Dohodu s Ministerstvem, má právo se od 1. ledna 2012 účastnit aukcí v souladu s Pravidly pro primární prodej státních dluhopisů organizovaný Českou národní bankou.

Primárnímu dealerovi náleží právo exkluzivního přístupu do aukcí státních dluhopisů a operací Ministerstva na sekundárním trhu, jako jsou zpětné odkupy a výměny státních dluhopisů, přímé prodeje na sekundárním trhu státních dluhopisů, zápůjční facility (ve formě repo operací a od prosince roku 2015 také v podobě kolateralizované zápůjčky střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů) a reversní repo operace. Primární dealeri jsou také protistranami Ministerstva při realizaci syndikovaných zahraničních emisí, privátních umístění a jiných finančních operací státu. Primární dealeri mají také exkluzivní právo účastnit se

pravidelných setkání se zástupci Ministerstva obvykle jednou za čtvrtletí a podílet se mimo jiné na přípravě emisních kalendářů státních dluhopisů a navrhnout alternativní instrumenty financování výpůjční potřeby státu, včetně navazujících operací pro řízení rizik.

Povinností primárního dealera je nakoupit vždy během čtyř po sobě jdoucích čtvrtletí nejméně 3 % z celkové jmenovité hodnoty střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů prodaných v primárních aukcích, včetně nekonkurenčních částí těchto aukcí. Další významnou povinností je rovněž plnit kotační povinnosti na sekundárním trhu prostřednictvím určené elektronické obchodní platformy DETS (Designated Electronic Trading System) s cílem dosáhnout vysoce likvidního sekundárního trhu státních dluhopisů. Pro roky 2016 a 2017 byla touto platformou na základě rozhodnutí Výboru primárních dealerů ze dne 16. října 2015 opět vybrána elektronická obchodní platforma MTS Czech Republic. Systém zasílaných upozornění v případě nedodržení jedné ze dvou klíčových povinností se osvědčil a v této praxi bude Ministerstvo i nadále pokračovat.

Skupina primárních dealerů českých státních dluhopisů je potvrzována Ministerstvem na každý kalendářní rok. V roce 2015 měla Česká republika celkem 13 primárních dealerů a jejich počet i složení zůstalo v porovnání s rokem 2014 neměnné.

**Tabulka 23: Seznam primárních dealerů státních dluhopisů v roce 2015**

Rok 2015	
Barclays Bank PLC	ING Bank N. V.
Citibank Europe plc	J. P. Morgan Securities plc
Erste Group Bank AG / Česká spořitelna, a.s.	Morgan Stanley & Co International PLC
KBC Bank NV / Československá obchodní banka, a. s.	PPF banka, a.s.
Deutsche Bank AG	Société Générale / Komerční banka, a.s.
Goldman Sachs International	UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s.
HSBC Bank plc	

Zdroj: MF

## Hodnocení primárních dealerů v roce 2015

Úprava hodnocení primárních dealerů platná pro rok 2015 ponechává tři výchozí kritéria hodnocení i jejich váhové rozložení. Důležitost významu funkčního a likvidního sekundárního trhu dokládá i přidělení vysoké váhy tomuto kritériu, které umožní ocenění aktivních tvůrců trhu v relaci k výkonnosti v aukcích státních dluhopisů na primárním trhu. Maximální hodnocení každého primárního dealera může dosáhnout 100 bodů, přičemž toto hodnocení je počítáno na relativní bázi. Činnost primárních dealerů je takto hodnocena čtvrtletně vždy za uplynulá čtyři čtvrtletí.

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

**Tabulka 24: Celkové hodnocení primárních dealerů v roce 2015**

Pořadí	Primární dealer	Body
1	<b>Citibank Europe plc</b>	<b>75,0</b>
2	KBC Bank NV / Československá obchodní banka, a.s.	66,5
3	PPF banka a.s.	54,7
4	Erste Group Bank AG / Česká spořitelna, a.s.	52,3
5	Société Générale / Komerční banka, a.s.	49,5
6	J.P.Morgan Securities Ltd.	43,0
7	ING Bank N.V.	38,6

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

**Tabulka 25: Primární trh v roce 2015**

Pořadí	Primární dealer	Body
1	<b>Citibank Europe plc</b>	<b>35,2</b>
2	KBC Bank NV / Československá obchodní banka, a.s.	26,5
3	Erste Group Bank AG / Česká spořitelna, a.s.	24,4
4	PPF banka a.s.	22,8
5	Société Générale / Komerční banka, a.s.	20,9
6	J.P.Morgan Securities Ltd.	17,0
7	ING Bank N.V.	16,1

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

**Tabulka 26: Sekundární trh v roce 2015**

Pořadí	Primární dealer	Body
1	<b>Citibank Europe plc</b>	<b>26,7</b>
2	KBC Bank NV / Československá obchodní banka, a.s.	26,6
3	PPF banka a.s.	21,1
4	Société Générale / Komerční banka, a.s.	16,9
5	Erste Group Bank AG / Česká spořitelna, a.s.	15,0
6	J.P.Morgan Securities Ltd.	14,2
7	UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s.	12,9

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

## Sekundární trh státních dluhopisů a MTS Czech Republic

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

pravidel v reálném čase jako podklad pro následné hodnocení jejich výkonnosti a bonifikaci. Implementace této platformy také umožnila rozšířit okruh primárních dealerů o nové zahraniční tvůrce domácího trhu.

Efektivní sekundární trh z pohledu minimalizace transakčních nákladů a udržení hloubky trhu a cenové stability je nezbytnou podmínkou pro realizaci emisní činnosti státu a pro zajištění hladkého a nákladově efektivního financování

státu v dlouhodobém horizontu. Za tímto účelem rozšířilo Ministerstvo od 1. ledna 2016 na základě předchozí diskuse s primárními dealery na zasedání Výboru primárních dealerů, jako i na zasedání řídicího výboru MTS Czech Republic, jenž je složen ze zástupců Ministerstva a primárních dealerů, seznam benchmarkových emisí o nově vydané státní dluhopisy v roce 2015 se splatnostmi v letech 2023, 2026, 2030, jejichž jmenovitá hodnota v oběhu byla dostatečná, aby umožňovala plnění kotečních povinností tvůrce trhu. Dále byla na základě dohody s primárními dealery ze seznamu vyřazena emise státních dluhopisů se splatností v roce 2036 kvůli značnému nedostatku dluhopisu

dostupného k obchodování, což neumožňovalo primárním dealerům pokrýt krátkou pozici. Státní dluhopis se splatností 2036 byl tak nahrazen emisí se splatností 2030, aby byla Ministerstvu i nadále umožněna konstrukce dlouhého konce výnosové křivky státních dluhopisů České republiky. Státní dluhopis České republiky 2013-2016, 0,50 % a 2008 – 2016, VAR % byl od 1. ledna 2016 odstraněn ze seznamu benchmarkových emisí z důvodu zbytkové doby do splatnosti kratší než 1,25 roku. Změnami v benchmarkové emisi platnými od ledna 2016 se celkový počet povinně kotovaných dluhopisů nemění, když jejich počet zůstává 13.

**Tabulka 27: Benchmarkové emise státních dluhopisů k 1. lednu 2016**

Číslo emise	Název emise	ISIN	kupon	Datum splatnosti	Splatnostní koš
51. emise	ČR, 4,00 %, 17	CZ0001001903	4,00 %	11. 04. 2017	A
88. emise	ČR, 0,85 %, 18	CZ0001004246	0,85 %	17. 03. 2018	A
41. emise	ČR, 4,60 %, 18	CZ0001000822	4,60 %	18. 08. 2018	A
56. emise	ČR, 5,00 %, 19	CZ0001002471	5,00 %	11. 04. 2019	A
76. emise	ČR, 1,50 %, 19	CZ0001003834	1,50 %	29. 10. 2019	B
61. emise	ČR, 3,85 %, 21	CZ0001002851	3,75 %	29. 09. 2021	B
52. emise	ČR, 4,70 %, 22	CZ0001001945	4,70 %	12. 09. 2022	C
<b>97. emise<sup>1</sup></b>	<b>ČR, 0,45 %, 23</b>	<b>CZ0001004600</b>	<b>0,45 %</b>	<b>25. 10. 2023</b>	<b>C</b>
58. emise	ČR, 5,70 %, 24	CZ0001002547	5,70 %	25. 05. 2024	C
89. emise	ČR, 2,40 %, 25	CZ0001004253	2,40 %	17. 09. 2025	C
<b>95. emise<sup>1</sup></b>	<b>ČR, 1,00 %, 26</b>	<b>CZ0001004469</b>	<b>1,00 %</b>	<b>26. 06. 2026</b>	<b>C</b>
78. emise	ČR, 2,50 %, 28	CZ0001003859	2,50 %	25. 08. 2028	C
<b>94. emise<sup>1</sup></b>	<b>ČR, 0,95 %, 30</b>	<b>CZ0001004477</b>	<b>0,95 %</b>	<b>15. 05. 2030</b>	<b>D</b>

<sup>1</sup> Emise byla zařazena mezi benchmarkové od 1. 1. 2016  
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 zbytkové doby do splatnosti, minimálně 5 hodin během jednoho obchodního dne.

**Tabulka 28: Splatnostní koše dle minimální kotované jmenovité hodnoty**

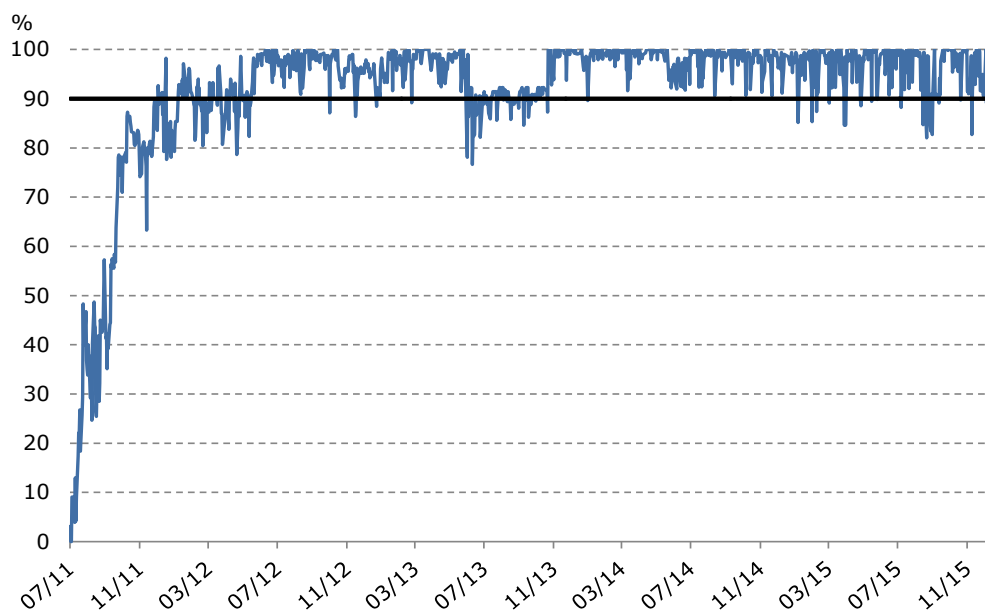
<b>A</b>	<b>Dluhopisy se splatností 1,25 až 3,5 let</b>	50 mil. Kč
<b>B</b>	<b>Dluhopisy se splatností 3,5 až 6,5 let</b>	50 mil. Kč
<b>C</b>	<b>Dluhopisy se splatností 6,5 až 13,5 let</b>	40 mil. Kč
<b>D</b>	<b>Dluhopisy se splatností 13,5 let a více</b>	30 mil. Kč

Zdroj: MF

Kotované ceny se 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. Ministerstvo sleduje plnění kotečních povinností na denní bázi, hodnocení výkonnosti a aktivity účastníků probíhá na měsíční bázi. V roce 2015 se primárním dealerům v průměru dařilo koteční povinnosti úspěšně plnit.

**Obrázek 58: Průměrné denní plnění kotačních povinností dealerů**

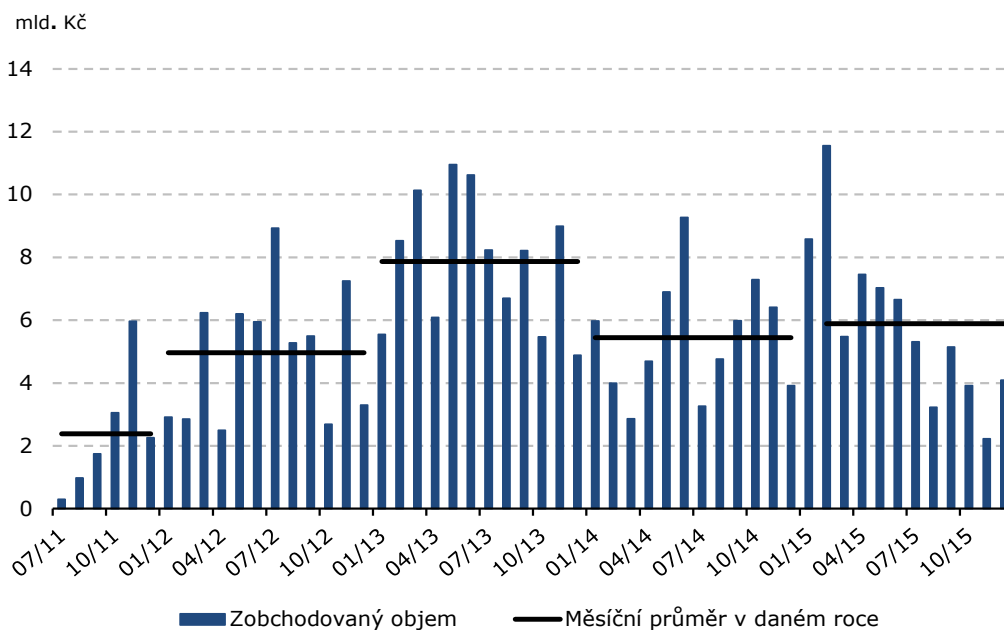


Zdroj: MF, MTS

Po nárůstu jmenovité hodnoty obchodů korunových státních dluhopisů, uskutečněných mezi primárními dealery na elektronické obchodní platformě MTS Czech Republic v prvních třech čtvrtletích roku 2013 na domácím sekundárním trhu, došlo od listopadu 2013 do března 2014 k celkovému poklesu jmenovité hodnoty obchodů. Od března 2014 postupně začala jmenovitá hodnota obchodů významně růst, když v červnu dosáhla svého

vrcholu 9,275 mld. Kč. V roce 2014 se jmenovitá hodnota obchodů ustálila na průměrné měsíční hodnotě 5,5 mld. Kč. V únoru 2015 dosáhla jmenovitá hodnota obchodů na MTS Czech Republic svého historického maxima od založení v červenci 2011, když se dostala na úroveň 11,552 mld. Kč. V roce 2015 se zobchodovaná jmenovitá hodnota ustálila zhruba na úrovni roku 2014, když měsíční zobchodovaný průměr byl téměř 6 mld. Kč.

**Obrázek 59: Jmenovitá hodnota obchodů na MTS Czech Republic**



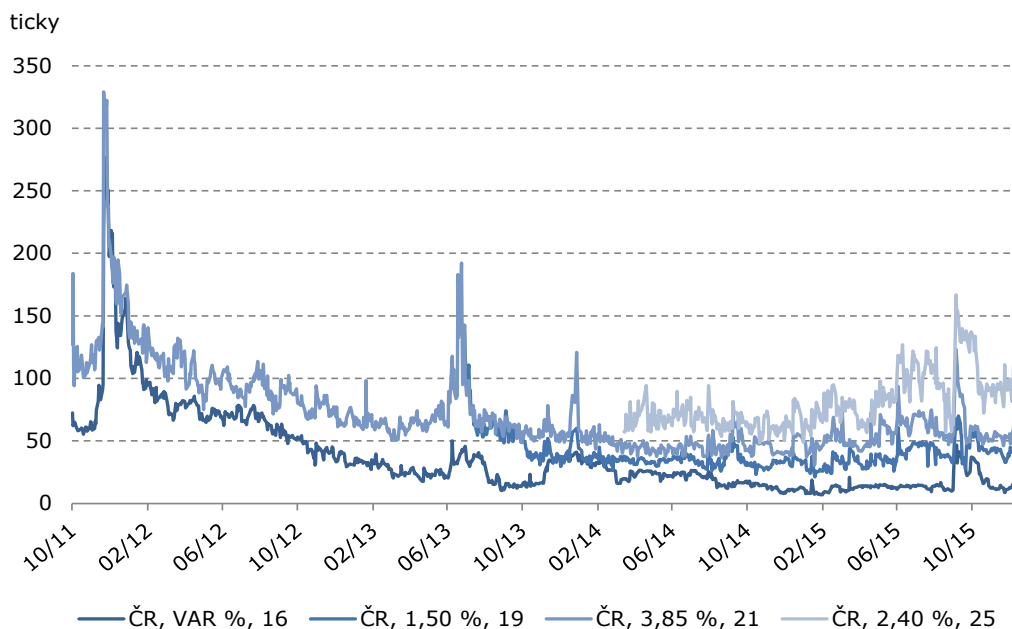
Poznámka: Bez zahrnutí operací Ministerstva na sekundárním trhu.  
Zdroj: MF, MTS



Rozpětí „bid“ a „offer“ cen prošlo od června do září 2015 zejména ve vyšších splatnostech nestabilním obdobím. S klesající nejistotou na finančních trzích byl stabilní vývoj v případě rozpětí kotovaných cen následně obnoven. Ke stabilizaci trhu a dlouhodobě nízké výši cenových rozpětí kontinuálně přispívá

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

**Obrázek 60: Rozpětí „bid“ a „offer“ cen vybraných dluhopisů kotovaných na MTS Czech Republic**



Zdroj: MF, MTS

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

vzhledem k nabídce pouze několika z povinně kotovaných střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v primárních aukcích v roce 2015. Zápůjční facility ve formě repo operací a nově i v podobě kolateralizovaných zápůjček cenných papírů, budou v průběhu roku 2016 nadále aktivně využívány nástroji Ministerstva při jeho přímém působení na likviditu sekundárního trhu.

## Operace Ministerstva na sekundárním trhu

Od prosince roku 2011 Ministerstvo aktivně vstupuje na sekundární trh zejména prostřednictvím elektronické obchodní platformy MTS Czech Republic. Za účelem nejvyšší možné míry transparentnosti informuje Ministerstvo o záměru provést zpětný odkup, výměnu či přímý prodej na sekundárním trhu (typ transakce, státní dluhopis, maximální jmenovitá hodnota transakcí, čas přijímaných nabídek, konverzní poměr u výměn, datum vypořádání, kontaktní osoba) všechny primární dealery minimálně jeden obchodní den před dnem, ve kterém má transakce proběhnout. Ministerstvo zveřejňuje výsledek transakcí (celkovou jmenovitou hodnotu uskutečněných transakcí v rámci jednoho zpětného odkupu či přímého prodeje, počet těchto transakcí a váženou průměrnou cenu) na

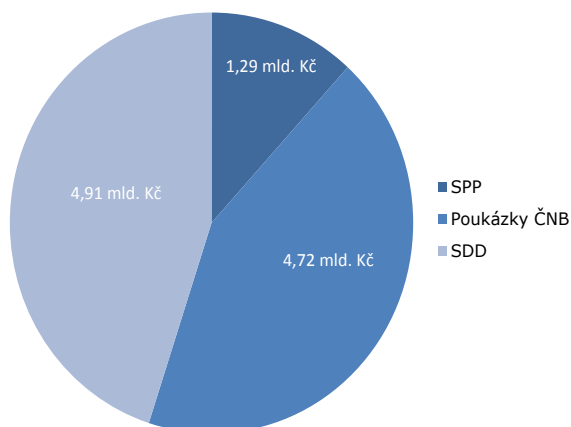
svých internetových stránkách k datu vypořádání transakcí.

Veškeré operace na sekundárním trhu jsou realizovány flexibilně v závislosti na potřebách Ministerstva a situaci na finančních trzích. V průběhu roku 2015 Ministerstvo neuskutečnilo žádné zpětné odkupy ani přímé prodeje na sekundárním trhu. Ministerstvo nadále pokračovalo i v průběhu roku 2015 v rozsáhlé realizaci krátkodobých zápůjčních facilit střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů pro primární dealery ve formě repo operací a od prosince 2015 i v podobě zápůjčky cenných papírů. Zápůjčky cenných papírů, které jsou standardním finančním instrumentem ve světě, budou Ministerstvem podporovány i v dalším

období. Podobně jako u repo operací, primární dealer má možnost zapůjčit si cenné papíry z majetkových účtů Ministerstva za poplatek až na období 90 dní vůči nepeněžnímu kolaterálu ve formě poukázek Ministerstva, poukázek ČNB, nebo střednědobým a dlouhodobým státním dluhopisům. Výhodou zápůjčky státních dluhopisů je obousměrná podpora likvidity sekundárního trhu bez dopadu na hrubou výpůjční potřebu Ministerstva a ukazatele dluhového portfolia. Paralelní trh v podobě zápůjček cenných papírů má význam při zamrznutí repo trhu nebo v případě zavedení záporných sazeb ČNB, což by se mohlo projevit nárůstem rozpětí „bid“ a „offer“ cen. Zápůjčky cenných papírů plně pokrývá standardní smluvní dokumentace, tj. Rámcová smlouva o obchodování na finančním trhu nebo mezinárodní smlouva Global Master Securities Lending Agreement. Zápůjčky cenných papírů zároveň pomáhají primárním dealerům lépe optimalizovat obchodní portfolio bez ohledu na jejich likvidní pozici, a dále výrazně redukuje jejich závislost na repo trhu.

V září 2015 vzrostl celkový rozsah zápůjční facility vyjádřený jmenovitou hodnotou poskytnutého kolaterálu až na úroveň 16,69 mld. Kč. Jedná se tak o historicky nejvyšší měsíční objem poskytnutých státních dluhopisů formou repo operací od jejich zavedení. V prosinci 2015 pak celková poskytnutá jmenovitá hodnota zápůjčních facility narostla na úroveň přes 20 mld. Kč, avšak tento vývoj byl dán podporou Ministerstva a primárních dealerů nově vznikajícího trhu kolateralizovaných zápůjček cenných papírů. V prosinci poskytlo Ministerstvo formou zápůjčky cenných papírů dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 10,36 mld. Kč a zároveň přijalo akceptovatelný kolaterál jako zajištění v celkové jmenovité hodnotě 10,92 mld. Kč.

**Obrázek 61: Přijatý kolaterál v rámci zápůjček státních dluhopisů v roce 2015**



Zdroj: MF

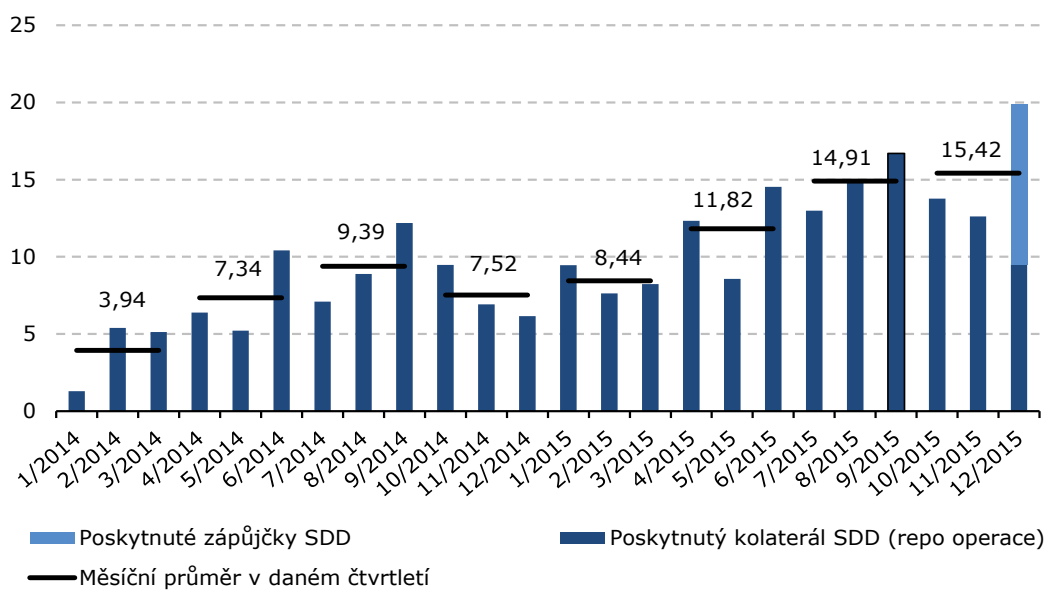
Zájem o krátkodobé zápůjční facility byl ze strany primárních dealerů v roce 2015 významný i navzdory dlouhodobým poklesům výnosů státních dluhopisů a volatilitě na finančních trzích. Celkový rozsah přijatých peněžních prostředků v rámci krátkodobých zápůjčních facility v roce 2015 se oproti roku 2014 zvýšil o 73,5 mld. Kč. Z pohledu primárních dealerů krátkodobé zápůjční facility Ministerstva umožňují pokrývat jejich krátké pozice a tím přispívat k plynulému plnění kotečních povinností, udržení dostatečné hloubky trhu a likvidity státních dluhopisů i v časech výkyvů na finančních trzích. Rozdíl mezi jmenovitou hodnotou obchodů na elektronické obchodní platformě MTS a poptávkou primárních dealerů po státních dluhopisech tak může být vyplněn prostřednictvím krátkodobých zápůjčních facility. Zápůjční facility proto tvoří významnou alternativu pro získání státních dluhopisů v případě zhoršených podmínek na sekundárním trhu a výrazně přispívají k obchodní aktivitě primárních dealerů. Tím umožňují stabilizovat tržní rozpětí kotovaných dluhopisů, což se přímo odráží ve snižování prémie za nelikviditu jako i v poptávce po českých státních dluhopisech ze strany konečných investorů.

I když je primárním cílem zápůjčních facility navýšení likvidity státních dluhopisů na sekundárním trhu zejména v případě krátkodobého převisu poptávky nad nabídkou u daného dluhopisu, výnosy ze zápůjčních facility mají pozitivní vliv na zvýšení příjmů kapitoly Státní dluh. Získané peněžní prostředky z repo operací jsou za vyšší výnos investovány na peněžním trhu v rámci efektivního řízení likvidity státní pokladny, čímž dochází k dalšímu navýšení výnosů z investiční činnosti Ministerstva. V roce 2015 příspěvek zápůjčních facility k výnosům z investičních operací činil 4,3 mil. Kč

V souvislosti s poskytováním zápůjčních facility řídí Ministerstvo aktivně stav státních dluhopisů na svých majetkových účtech s ohledem na poptávku primárních dealerů. V roce 2015 nejvýznamnější část zápůjčních facility tvořily: Státní dluhopis České republiky, 2013 – 2019, 1,50 %, Dluhopis České republiky, 2011 – 2023, VAR %, Dluhopis České republiky, 2010 – 2021, 3,85 %, Dluhopis České republiky, 2009 – 2024, 5,70 % a Dluhopis České republiky, 2006 – 2036, 4,20 %. U ostatních dluhopisů byla poptávka rozložena rovnoměrně podél celé výnosové křivky.

**Obrázek 62: Jmenovitá hodnota realizovaných zápůjčních facilit**

mld. Kč



Poznámka: Zápůjční facility SDD jsou uvedeny ve jmenovité hodnotě kolaterálu SDD z majetkových účtů Ministerstva.  
Zdroj: MF

## Příloha I

### Metodika hodnocení primárních dealerů platná pro rok 2015

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

Kvantitativní hodnocení v rámci kritéria B. Sekundární trh a operace s likviditou, které vychází zejména z dostupných statistických a monitorovacích nástrojů elektronické obchodní platformy MTS Czech Republic, se soustředí na kótační činnost, její kvalitu, zobchodované jmenovité hodnoty a realizované operace s Ministerstvem. Hodnocení plnění kótačních povinností je dále předmětem prvního subkritéria. Kvalitou kótační činnosti se rozumí hodnocení průměrného kotovaného rozpětí

váženého časem a celkovou jmenovitou hodnotou, jež je dále zohledněno dobou do splatnosti daného dluhopisu. Obdobně se i u dalšího subkritéria zobchodované jmenovité hodnoty váží dobou do splatnosti dluhopisu. U následujícího subkritéria je primární dealer hodnocen na základě podílu celkové jmenovité hodnoty jím uskutečněných obchodů (typu repo operace, buy/sell back operace, depo operace, zápůjční facility střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů, 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.

V souladu s rozhodnutím 12. výboru primárních dealerů konaného dne 16. října 2015 došlo k úpravě tohoto subkritéria účinné od čtvrtého čtvrtletí 2015, kdy byly stanoveny tři skupiny typů instrumentů obchodovaných na sekundárním trhu a každý primární dealer je poté hodnocen na základě podílu celkové jmenovité hodnoty uskutečněných obchodů s příslušnými instrumenty v rámci dané skupiny, kdy u daného obchodu vystupoval jako protistrana, na celkové jmenovité hodnotě všech uskutečněných obchodů s příslušnými instrumenty v rámci dané skupiny uskutečněných se všemi primárními dealery. Celkové hodnocení za dané subkritérium je poté určeno váženým průměrem těchto podílů za všechny tři stanovené skupiny.

**Tabulka 29: Skupiny typů obchodů hodnocených v rámci subkritéria B.4.**

Skupina	Typy obchodů zahrnuté do dané skupiny	Váha dané skupiny
1	Depo, repo, reverzní repo operace v rámci řízení likvidity a devizové swapy	70 %
2	Zápůjční facility SDD	15 %
3	Přímé prodeje, zpětné odkupy a výměny SDD	15 %

Zdroj: MF

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

Kvalitativní hodnocení v rámci kritéria C. hodnotí derivátové operace, marketing, poradenství a kredibilitu primárního dealera. Primární dealeři jsou hodnoceni vzestupně v závislosti na jimi

poskytnutých cenách různých derivátových instrumentů. Ministerstvo dále hodnotí kvalitu činnosti v oblasti poradenství, schopnosti spolupráce a sdílení informací, lidských a technických zdrojů vztahujících se k řízení rizik a optimalizaci dluhového portfolia České republiky. Součástí subkritéria C.2 je rovněž hodnocení analytických výstupů či ekonomických analýz, jež primární dealeři mohou zasílat do speciálně zřízené emailové schránky Ministerstva.

**Tabulka 30: Kritéria hodnocení primárních dealerů platná pro rok 2015**

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

**Metodika hodnocení primárních dealerů platná pro rok 2016**

Dle nové Dohody o výkonu práv a povinností primárního dealera českých státních dluhopisů platné od 1. ledna 2016 dochází ke změně metodiky hodnocení primárních dealerů. Počínaje rokem 2016 přestává Ministerstvo hodnotit kvalitativní kritérium C, a místo toho navyšuje maximální dosažitelné bodové ohodnocení v kritériích A a B se souvisejícím navýšením maximálního dosažitelného bodového ohodnocení v příslušných subkritériích, čímž bude ve větší míře hodnotit aktivní a kvalitní tvorbu

primárního i sekundárního trhu státních dluhopisů České republiky i účast na nich.

Zároveň dochází k další úpravě subkritéria B.4. Operace Ministerstva financí na sekundárním trhu a operace s likviditou, kdy jednotlivé operace budou nově váženy délkou jejich trvání, čímž se zajistí jejich vyšší srovnatelnost v rámci daných skupin typů instrumentů.

**Tabulka 31: Kritéria hodnocení primárních dealerů platná od roku 2016**

A. Primární trh	55 b	B. Sekundární trh a operace s likviditou	45 b
A.1. Podíl na primárním trhu SDD	30 b	B.1. Hodnocení koteční povinnosti na DETS	10 b
A.2. Spolehlivost aukční poptávky	5 b	B.2. Kvalita koteční činnosti na DETS	10 b
A.3. Aukční cenová strategie	5 b	B.3. Objemy obchodované na DETS	10 b
A.4. Pravidelnost účasti v aukcích	5 b	B.4. Operace Ministerstva financí na sekundárním trhu a operace s likviditou	10 b
A.5. Podíl na primárním trhu SPP	10 b	B.5. Cenová strategie přímých prodejů, zpětných odkupů a výměn	5 b

Zdroj: MF

## Příloha II

**Tabulka 32: Parametry státního dluhu a likvidních státních finančních aktiv**

	31. 12. 2014	31. 3. 2015	30.6. 2015	30. 9. 2015	31. 12. 2015
<b>Státní dluh celkem (mld. Kč)</b>	<b>1 663,7</b>	<b>1 663,1</b>	<b>1 663,0</b>	<b>1 663,0</b>	<b>1 673,0</b>
Tržní hodnota státního dluhu (mld. Kč) <sup>1</sup>	1 925,0	1 943,1	1 884,5	1 901,6	1 913,5
Krátkodobý státní dluh (%)	14,9	15,0	13,1	12,4	16,4
Střednědobý státní dluh (%)	55,7	56,0	54,9	58,1	59,4
Státní pokladniční poukázky (%)	6,5	4,9	5,3	6,3	5,0
Ostatní instrumenty peněžního trhu (%)	0,2	0,3	0,7	0,6	0,2
Průměrná splatnost (roky)	5,5	5,4	5,4	5,3	5,1
Úroková refixace do 1 roku (%)	35,5	36,1	34,7	34,5	33,7
Průměrná doba do refixace (roky)	4,2	4,1	4,2	4,1	4,0
Variabilně úročený státní dluh (%)	18,7	19,3	19,7	20,3	19,9
Modifikovaná durace (roky)	4,1	4,1	4,0	4,0	3,9
Čistá cizoměnová expozice s dopadem na výši státního dluhu (%)	10,4	10,7	11,0	11,0	10,9
Čistá cizoměnová expozice s dopadem na výši úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu (%)	9,4	9,5	9,8	9,8	10,2
Cizoměnový státní dluh (%)	14,5	14,5	14,3	14,3	13,6
Podíl € na čisté cizoměnové expozici s dopadem na výši státního dluhu (%)	90,1	89,0	89,6	89,9	89,8
Podíl € na čisté cizoměnové expozici s dopadem na výši úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu (%)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Neobchodovatelný státní dluh (%) <sup>2</sup>	3,6	3,6	3,6	3,5	3,5
Podíl spořicíh státních dluhopisů na státním dluhu (%)	4,7	4,7	4,7	4,7	4,0
<b>Obchodovatelný státní dluh (mld. Kč)</b>	<b>1 525,4</b>	<b>1 525,6</b>	<b>1 525,7</b>	<b>1 527,1</b>	<b>1 548,1</b>
Tržní hodnota obchodovatelného dluhu (mld. Kč) <sup>1</sup>	1 778,3	1 796,9	1 739,1	1 757,4	1 782,2
Krátkodobý obchodovatelný dluh (%)	15,3	15,4	12,9	12,2	15,7
Střednědobý obchodovatelný dluh (%)	54,8	55,1	53,8	57,2	58,8
Státní pokladniční poukázky (%)	7,1	5,4	5,8	6,9	5,5
Ostatní instrumenty peněžního trhu (%)	0,2	0,3	0,8	0,7	0,2
Průměrná splatnost (roky)	5,4	5,4	5,3	5,3	5,1
Úroková refixace do 1 roku (%)	33,9	34,6	32,6	32,5	30,8
Průměrná doba do refixace (roky)	4,5	4,4	4,4	4,3	4,2
Variabilně úročený obchodovatelný dluh (%)	16,4	17,1	17,6	18,3	17,7
Modifikovaná durace (roky)	4,3	4,3	4,2	4,2	4,1
Čistá cizoměnová expozice s dopadem na výši obchodovatelného státního dluhu (%)	11,4	11,6	12,0	11,9	11,8
Čistá cizoměnová expozice s dopadem na výši úrokových výdajů na obsluhu obch. státního dluhu	10,2	10,3	10,7	10,7	11,0
Cizoměnový státní dluh (%)	15,8	15,8	15,6	15,5	14,7
Podíl € na čisté cizoměnové expozici s dopadem na výši obchodovatelného státního dluhu (%)	90,1	89,0	89,6	89,9	89,8
Podíl € na čisté cizoměnové expozici s dopadem na výši úrokových výdajů na obsluhu obch. státního dluhu (%)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<b>Investiční portfolia (mld. Kč)</b>	<b>45,4</b>	<b>45,8</b>	<b>46,7</b>	<b>47,1</b>	<b>47,4</b>
Podíl aktiv do 1 roku na celkovém státním dluhu (%)	2,2	2,3	2,3	2,3	2,4
Průměrná výnosnost (%)	1,2	1,2	0,8	0,7	0,8
Průměrná splatnost (roky)	1,0	0,9	0,8	0,8	0,6
Modifikovaná durace (roky)	0,7	0,6	0,6	0,6	0,4

<sup>1</sup> Včetně vlivu derivátů.

<sup>2</sup> Neobsahuje spořicí státní dluhopisy.

Zdroj: MF

**Tabulka 33: Vydané střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy na domácím trhu k 31. 12. 2015**

Název emise	Číslo emise	ISIN	Datum splatnosti	Jmenovitá hodnota v oběhu	Jmenovitá hodnota na majetkových účtech MF
ČR, 6,95 %, 16	34.	CZ0001000749	26.1.2016	34 573 000 000	0
ČR, 0,50 %, 16	77.	CZ0001003842	28.7.2016	28 000 000 000	0
ČR, VAR %, 16	55.	CZ0001002331	27.10.2016	80 000 000 000	0
ČR, 4,00 %, 17	51.	CZ0001001903	11.4.2017	90 400 000 000	3 600 000 000
ČR, VAR %, 17	67.	CZ0001003438	23.7.2017	50 000 000 000	0
ČR, 0,00 %, 17	96.	CZ0001004592	9.11.2017	59 670 540 000	10 329 460 000
ČR, 0,85 %, 18	88.	CZ0001004246	17.3.2018	47 236 220 000	2 763 780 000
ČR, 4,60 %, 18	41.	CZ0001000822	18.8.2018	74 000 000 000	1 000 000 000
ČR, 5,00 %, 19	56.	CZ0001002471	11.4.2019	87 120 000 000	1 980 000 000
ČR, 1,50 %, 19	76.	CZ0001003834	29.10.2019	76 471 370 000	3 528 630 000
ČR, 3,75 %, 20	46.	CZ0001001317	12.9.2020	74 402 040 000	597 960 000
ČR, VAR %, 20	91.	CZ0001004113	9.12.2020	28 158 750 000	1 000 000 000
ČR, 3,85 %, 21	61.	CZ0001002851	29.9.2021	75 635 000 000	2 000 000 000
ČR, 4,70 %, 22	52.	CZ0001001945	12.9.2022	75 116 740 000	2 000 000 000
ČR, VAR %, 23	63.	CZ0001003123	18.4.2023	81 207 870 000	5 792 130 000
ČR, 0,45 %, 23	97.	CZ0001004600	25.10.2023	7 197 450 000	1 000 000 000
ČR, 5,70 %, 24	58.	CZ0001002547	25.5.2024	87 600 000 000	2 400 000 000
ČR, 2,40 %, 25	89.	CZ0001004253	17.9.2025	37 757 970 000	2 242 030 000
ČR, 1,00 %, 26	95.	CZ0001004469	26.6.2026	10 193 760 000	1 000 000 000
ČR, VAR %, 27	90.	CZ0001004105	19.11.2027	34 419 550 000	2 000 000 000
ČR, 2,50 %, 28	78.	CZ0001003859	25.8.2028	48 696 540 000	0
ČR, 0,95 %, 30	94.	CZ0001004477	15.5.2030	7 890 940 000	1 000 000 000
ČR, 4,20 %, 36	49.	CZ0001001796	4.12.2036	28 428 970 000	1 417 620 000
ČR, 4,85 %, 57	53.	CZ0001002059	26.11.2057	11 020 000 000	6 980 000 000
<b>Celkem</b>				<b>1 235 196 710 000</b>	<b>52 631 610 000</b>

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

**Tabulka 34: Vydané střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy na zahraničních trzích k 31. 12. 2015**

ISIN	Měna	Datum splatnosti	Jmenovitá hodnota v oběhu	Jmenovitá hodnota na majetkových účtech MF
CH0106812362	CHF	23.11.2016	500 000 000	0
XS0368800073	EUR	11.6.2018	2 000 000 000	0
XS0215153296	EUR	18.3.2020	1 000 000 000	0
XS0541140793	EUR	14.4.2021	2 000 000 000	0
XS0750894577	EUR	24.5.2022	2 750 000 000	0
XS0240954361	JPY	16.1.2036	30 000 000 000	0
<b>Celkem EUR</b>			<b>7 750 000 000</b>	<b>0</b>
<b>Celkem CHF</b>			<b>500 000 000</b>	<b>0</b>
<b>Celkem JPY</b>			<b>30 000 000 000</b>	<b>0</b>

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



**Tabulka 35: Vydané státní pokladniční poukázky k 31. 12. 2015**

Číslo emise	Splatnost (týdny)	ISIN	Datum splatnosti	Jmenovitá hodnota v oběhu	Jmenovitá hodnota na majetkových účtech MF
708.	39	CZ0001004501	12.2.2016	6 000 000 000	0
705.	52	CZ0001004444	19.2.2016	8 000 000 000	0
706.	52	CZ0001004485	11.3.2016	4 000 000 000	0
711.	39	CZ0001004535	25.3.2016	4 000 000 000	0
713.	39	CZ0001004550	15.4.2016	8 000 000 000	0
707.	52	CZ0001004493	22.4.2016	8 000 000 000	30 000 000 000
709.	52	CZ0001004519	27.5.2016	6 000 000 000	0
710.	52	CZ0001004527	10.6.2016	8 000 000 000	0
714.	52	CZ0001004576	5.8.2016	5 707 000 000	0
715.	52	CZ0001004584	19.8.2016	6 705 000 000	0
716.	52	CZ0001004618	2.9.2016	8 520 000 000	0
720.	52	CZ0001004659	30.9.2016	11 500 000 000	0
<b>Celkem</b>				<b>84 432 000 000</b>	<b>30 000 000 000</b>

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

**Tabulka 36: Vydané spořicí státní dluhopisy k 31. 12. 2015**

Dluhopis	Číslo emise	ISIN	Datum splatnosti	Jmenovitá hodnota v oběhu	Jmenovitá hodnota na majetkových účtech MF
SSD - prémiový	80.	CZ0001003982	12.6.2016	7 383 546 416	0
SSD - kuponový	65.	CZ0001003305	11.11.2016	1 924 295 835	0
SSD - reinvestiční	66.	CZ0001003297	11.11.2016	9 675 827 002	0
SSD - prémiový	84.	CZ0001004170	12.12.2016	11 029 236 195	0
SSD - kuponový	68.	CZ0001003560	12.6.2017	1 128 022 732	0
SSD - reinvestiční	69.	CZ0001003578	12.6.2017	5 614 712 362	0
SSD - kuponový	74.	CZ0001003784	12.12.2017	1 764 237 241	0
SSD - reinvestiční	75.	CZ0001003792	12.12.2017	7 739 604 099	0
SSD - kuponový	81.	CZ0001004014	12.6.2018	817 370 434	0
SSD - reinvestiční	82.	CZ0001004006	12.6.2018	5 798 752 155	0
SSD - kuponový	85.	CZ0001004188	12.12.2018	1 355 771 518	0
SSD - reinvestiční	86.	CZ0001004196	12.12.2018	7 618 676 749	0
SSD - proti-inflační	70.	CZ0001003586	12.6.2019	1 899 784 083	0
SSD - reinvestiční	92.	CZ0001004303	12.6.2019	743 497 966	0
SSD - proti-inflační	83.	CZ0001003990	12.6.2020	380 869 192	0
SSD - proti-inflační	87.	CZ0001004204	12.12.2020	2 016 688 991	0
SSD - variabilní	93.	CZ0001004311	12.12.2020	31 286 157	0
<b>Celkem</b>				<b>66 922 179 127</b>	<b>0</b>

Zdroj: MF

**Tabulka 37a: Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2015**

Název emise	Číslo emise a tranše	Datum aukce	Datum vydání	Datum splatnosti	Měna	Max. nabízená jmenovitá hodnota do konkurenční části aukce	Prodaná jmenovitá hodnota celkem
ČR, 0,85 %, 18	88. 5.	11.2.	13.2.	17. 3. 2018	CZK	6 000 000 000	5 087 090 000
ČR, 2,50 %, 28	78. 11.	11.2.	13.2.	25. 8. 2028	CZK	7 000 000 000	4 993 570 000
ČR, VAR %, 20	91. 3.	25.2.	27.2.	9. 12. 2020	CZK	7 000 000 000	5 957 540 000
ČR, 2,40 %, 25	89. 5.	25.2.	27.2.	19. 7. 2025	CZK	7 000 000 000	5 010 570 000
ČR, 1,50 %, 19	76. 13.	11.3.	13.3.	29. 10. 2019	CZK	7 000 000 000	5 553 760 000
ČR VAR %, 27	90. 4.	11.3.	13.3.	19. 11. 2027	CZK	7 000 000 000	5 473 800 000
ČR, 0,85 %, 18	88. 6.	25.3.	27.3.	17. 3. 2018	CZK	6 000 000 000	3 447 940 000
ČR, 2,50 %, 28	78. 12.	25.3.	27.3.	25. 8. 2028	CZK	7 000 000 000	4 799 650 000
ČR, 2,40 %, 25	89. 6.	22.4.	24.4.	19. 7. 2025	CZK	7 000 000 000	5 041 000 000
ČR, VAR %, 20	91. 4.	22.4.	24.4.	9. 12. 2020	CZK	7 000 000 000	7 089 980 000
ČR, 1,50 %, 19	76. 14.	13.5.	15.5.	29. 10. 2019	CZK	10 000 000 000	9 980 000 000
ČR, 0,95 %, 30	94. 1.	13.5.	15.5.	15. 5. 2030	CZK	8 000 000 000	4 469 000 000
ČR, 0,85 %, 18	88. 7.	24.6.	26.6.	17. 3. 2018	CZK	10 000 000 000	9 550 100 000
ČR, 1,00 %, 26	95. 1.	24.6.	26.6.	26. 6. 2026	CZK	8 000 000 000	4 345 320 000
ČR, VAR %, 27	90. 5.	15.7.	17.7.	19. 11. 2027	CZK	8 000 000 000	3 566 510 000
ČR, 0,95 %, 30	94. 2.	15.7.	17.7.	15. 5. 2030	CZK	3 000 000 000	1 219 180 000
ČR, VAR %, 27	90. 6.	26.8.	28.8.	19. 11. 2027	CZK	7 000 000 000	4 125 180 000
ČR, 0,85 %, 18	88. 8.	26.8.	28.8.	17. 3. 2018	CZK	6 000 000 000	4 172 200 000
ČR, 1,00 %, 26	95. 2.	26.8.	28.8.	26. 6. 2026	CZK	7 000 000 000	3 470 860 000
ČR, 0,00 %, 17	96. 1.	9.9.	11.9.	9. 11. 2017	CZK	15 000 000 000	16 587 330 000
ČR, VAR %, 20	91. 5.	9.9.	11.9.	9. 12. 2020	CZK	7 000 000 000	3 098 670 000
ČR, 1,00 %, 26	95. 3.	9.9.	11.9.	26. 6. 2026	CZK	8 000 000 000	2 377 580 000
ČR, 0,45 %, 23	97. 1.	23.9.	25.9.	25. 10. 2023	CZK	3 000 000 000	3 013 540 000
ČR, 0,00 %, 17	96. 2.	14. 10.	16. 10.	9. 11. 2017	CZK	8 000 000 000	9 157 990 000
ČR, 0,45 %, 23	97. 2.	14. 10.	16. 10.	25. 10. 2023	CZK	8 000 000 000	2 176 910 000
ČR, 2,50 %, 28	78. 13.	14. 10.	16. 10.	25. 8. 2028	CZK	4 000 000 000	2 805 680 000
ČR, 0,00 %, 17	96. 3.	11. 11.	13. 11.	9. 11. 2017	CZK	10 000 000 000	11 000 000 000
ČR, 0,45 %, 23	97. 3.	11. 11.	13. 11.	25. 10. 2023	CZK	5 000 000 000	2 007 000 000
ČR, 0,95 %, 30	94. 3.	11. 11.	13. 11.	15. 5. 2030	CZK	4 000 000 000	2 202 760 000
ČR, 0,00 %, 17	96. 4.	25. 11.	27. 11.	9. 11. 2017	CZK	8 000 000 000	8 385 210 000
ČR, VAR %, 27	90. 7.	25. 11.	27. 11.	19. 11. 2027	CZK	3 000 000 000	3 177 050 000
ČR, 3,75 %, 20	46. 13.	25. 11.	27. 11.	12. 9. 2020	CZK	3 000 000 000	2 552 040 000
ČR, 0,00 %, 17	96. 5.	9. 12.	11. 12.	9. 11. 2017	CZK	8 000 000 000	14 540 010 000
<b>Celkem</b>							<b>180 435 020 000</b>

Zdroj: MF

**Tabulka 37b: Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2015**

Název emise	Číslo emise a tranše	Kupón	Průměrná čistá cena	Průměrný výnos do splatnosti (% p. a.)	Bid-to-cover ratio	Prodáno v konkurenční části aukce / Max. nabízená jmenovitá hodnota (%)	Prodáno v nekonkurenční části aukce / Max. nabízená jmenovitá hodnota (%)
ČR, 0,85 %, 18	88. 5.	0,85 %	102,370	0,081	3,30	75,83	8,95
ČR, 2,50 %, 28	78. 11.	2,50 %	121,550	0,812	1,46	64,09	7,25
ČR, VAR %, 20	91. 3.	VAR %	99,479	-21,012 <sup>1</sup>	2,40	74,66	10,45
ČR, 2,40 %, 25	89. 5.	2,40 %	118,004	0,631	1,77	59,89	11,69
ČR, 1,50 %, 19	76. 13.	1,50 %	106,284	0,137	3,35	66,29	13,05
ČR VAR %, 27	90. 4.	VAR %	100,159	-11,245 <sup>1</sup>	3,47	67,14	11,05
ČR, 0,85 %, 18	88. 6.	0,85 %	102,493	0,011	5,21	50,85	6,62
ČR, 2,50 %, 28	78. 12.	2,50 %	121,503	0,802	2,57	57,14	11,42
ČR, 2,40 %, 25	89. 6.	2,40 %	120,873	0,352	1,08	72,01	0,00
ČR, VAR %, 20	91. 4.	VAR %	100,308	-35,333 <sup>1</sup>	1,23	100,00	1,29
ČR, 1,50 %, 19	76. 14.	1,50 %	105,947	0,159	1,55	99,80	0,00
ČR, 0,95 %, 30	94. 1.	0,95 %	95,662	1,269	2,43	55,86	0,00
ČR, 0,85 %, 18	88. 7.	0,85 %	101,748	0,206	1,26	95,50	0,00
ČR, 1,00 %, 26	95. 1.	1,00 %	96,186	1,376	1,56	51,68	2,64
ČR, VAR %, 27	90. 5.	VAR %	99,320	-4,447 <sup>1</sup>	1,15	44,58	0,00
ČR, 0,95 %, 30	94. 2.	0,95 %	90,247	1,700	2,55	35,00	5,64
ČR, VAR %, 27	90. 6.	VAR %	99,546	-6,263 <sup>1</sup>	4,81	50,33	8,60
ČR, 0,85 %, 18	88. 8.	0,85 %	102,171	-0,001	3,75	62,50	7,04
ČR, 1,00 %, 26	95. 2.	1,00 %	100,218	0,979	1,33	46,57	3,01
ČR, 0,00 %, 17	96. 1.	0,00 %	100,460	-0,212	1,92	99,33	11,25
ČR, VAR %, 20	91. 5.	VAR %	100,467	-38,730 <sup>1</sup>	2,14	42,86	1,41
ČR, 1,00 %, 26	95. 3.	1,00 %	101,647	0,840	2,61	27,25	2,47
ČR, 0,45 %, 23	97. 1.	0,45 %	100,895	0,338	2,10	100,00	0,45
ČR, 0,00 %, 17	96. 2.	0,00 %	100,671	-0,323	1,90	103,28	11,20
ČR, 0,45 %, 23	97. 2.	0,45 %	101,389	0,275	2,00	26,25	0,96
ČR, 2,50 %, 28	78. 13.	2,50 %	119,581	0,882	2,04	65,00	5,14
ČR, 0,00 %, 17	96. 3.	0,00 %	100,664	-0,332	1,03	110,00	0,00
ČR, 0,45 %, 23	97. 3.	0,45 %	101,297	0,285	1,17	40,14	0,00
ČR, 0,95 %, 30	94. 3.	0,95 %	99,428	0,992	1,46	52,35	2,72
ČR, 0,00 %, 17	96. 4.	0,00 %	100,685	-0,349	1,50	100,00	4,82
ČR, VAR %, 27	90. 7.	VAR %	102,659	-31,953 <sup>1</sup>	1,75	100,00	5,90
ČR, 3,75 %, 20	46. 13.	3,75 %	118,395	-0,080	1,91	80,67	4,40
ČR, 0,00 %, 17	96. 5.	0,00 %	100,682	-0,354	1,00	181,75	0,00
<b>Průměr</b>					<b>2,14</b>	<b>71,74</b>	<b>4,83</b>

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

**Tabulka 38: Emise státních pokladničních poukázek v roce 2015**

Číslo emise	Splatnost (týdny)	Datum aukce	Datum vydání	Datum splatnosti	Max. nabízená jmenovitá hodnota do aukce	Prodaná jmenovitá hodnota celkem	Výnos do splatnosti (% p. a.)
705	52	19. 2.	20. 2.	19. 2. 2016	8 000 000 000	8 000 000 000	0,05
706	52	12. 3.	13. 3.	11. 3. 2016	8 000 000 000	4 000 000 000	0,04
707	52	23. 4.	24. 4.	22. 4. 2016	8 000 000 000	8 000 000 000	0,01
708	39	14. 5.	15. 5.	12. 2. 2016	8 000 000 000	6 000 000 000	0,02
709	52	28. 5.	29. 5.	27. 5. 2016	8 000 000 000	6 000 000 000	0,03
710	52	11. 6.	12. 6.	10. 6. 2016	8 000 000 000	8 000 000 000	0,05
711	39	25. 6.	26. 6.	25. 3. 2016	8 000 000 000	4 000 000 000	0,05
712	13	2. 7.	3. 7.	2. 10. 2015	8 000 000 000	2 510 000 000	0,01
713	39	16. 7.	17. 7.	15. 4. 2016	8 000 000 000	8 000 000 000	0,05
714	52	6. 8.	7. 8.	5. 8. 2016	8 000 000 000	5 707 000 000	0,01
715	52	20. 8.	21. 8.	19. 8. 2016	8 000 000 000	6 705 000 000	0,00
716	52	3. 9.	4. 9.	2. 9. 2016	8 000 000 000	8 520 000 000	-0,10
717	13	10. 9.	11. 9.	11. 12. 2015	4 000 000 000	3 100 000 000	-0,55
718	13	17. 9.	18. 9.	18. 12. 2015	4 000 000 000	2 960 000 000	-0,41
719	12	24. 9.	25. 9.	18. 12. 2015	4 000 000 000	1 400 000 000	-0,25
720	52	1. 10.	2. 10.	30. 9. 2016	8 000 000 000	11 500 000 000	-0,15
721	9	15. 10.	16. 10.	18. 12. 2015	10 000 000 000	1 330 000 000	-0,12
722	8	22. 10.	23. 10.	18. 12. 2015	10 000 000 000	1 500 000 000	-0,18
723	7	29. 10.	30. 10.	18. 12. 2015	10 000 000 000	2 030 000 000	-0,15
<b>Celkem</b>					<b>146 000 000 000</b>	<b>99 262 000 000</b>	<b>-0,05<sup>1</sup></b>

<sup>1</sup> Průměrný vážený výnos do splatnosti emisí SPP za rok 2015.  
Zdroj: MF

**Tabulka 39: Emise spořicíh státních dluhopisů v roce 2015**

Dluhopis	Číslo emise	Datum vydání	Datum splatnosti	Původní doba do splatnosti (roky)	Jmenovitá hodnota
SSD - reinvestiční <sup>1</sup>	69.	12.6.	12.6.2017	5	163 899 484
SSD - proti-inflační <sup>1</sup>	70.	12.6.	12.6.2019	7	6 314 422
SSD - prémiový <sup>1</sup>	80.	12.6.	12.6.2016	3	32 075 030
SSD - reinvestiční <sup>1</sup>	82.	12.6.	12.6.2018	5	50 159 632
SSD - proti-inflační <sup>1</sup>	83.	12.6.	12.6.2020	7	1 884 179
SSD - proti-inflační <sup>1</sup>	87.	12.6.	12.12.2020	7	10 030 443
SSD - reinvestiční <sup>1</sup>	92.	12.6.	12.6.2019	5	1 581 362
SSD - variabilní <sup>1</sup>	93.	12.6.	12.12.2020	6,5	22 105
SSD - reinvestiční <sup>1</sup>	66.	11.11.	11.11.2016	5,0	416 782 282
SSD - reinvestiční <sup>1</sup>	75.	12.12.	12.12.2017	5,0	225 797 411
SSD - proti-inflační <sup>1</sup>	83.	12.12.	12.6.2020	7,0	815 375
SSD - prémiový <sup>1</sup>	84.	12.12.	12.12.2016	3,0	47 125 488
SSD - reinvestiční <sup>1</sup>	86.	12.12.	12.12.2018	5,0	64 501 538
SSD - proti-inflační <sup>1</sup>	87.	12.12.	12.12.2020	7,0	4 350 843
SSD - variabilní <sup>1</sup>	93.	12.12.	12.12.2020	6,5	26 037
<b>Celkem</b>					<b>1 025 365 631</b>

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

**Tabulka 40: Realizované zápůjční facility ve formě repo operací v roce 2015**

Název emise	ISIN	Jmenovitá hodnota kolaterálu	Přijaté peněžní prostředky	Splacené peněžní prostředky <sup>1</sup>
ČR, 0,50 %, 16	CZ0001003842	1 386 000 000	1 401 732 583,33	1 401 705 522,26
ČR, VAR %, 16	CZ0001002331	206 000 000	207 539 635,56	207 539 276,12
ČR, VAR %, 17	CZ0001003438	978 000 000	1 006 555 467,50	1 006 553 222,97
ČR, 4,00 %, 17	CZ0001001903	6 973 000 000	7 560 133 702,35	7 560 034 732,86
ČR, 0,00 %, 17	CZ0001004592	1 499 000 000	1 507 937 500,00	1 507 896 833,11
ČR, 0,85 %, 18	CZ0001004246	3 011 000 000	3 094 181 691,80	3 094 138 882,78
ČR, 4,60 %, 18	CZ0001000822	6 514 000 000	7 579 964 977,78	7 579 800 365,53
ČR, 1,50 %, 19	CZ0001003834	19 499 030 000	20 812 874 856,18	20 812 314 711,27
ČR, 5,00 %, 19	CZ0001002471	2 084 000 000	2 515 433 500,01	2 515 377 839,38
ČR, 3,75 %, 20	CZ0001001317	706 000 000	855 974 745,84	855 963 474,61
ČR, VAR %, 20	CZ0001004113	3 328 000 000	3 339 345 617,22	3 339 248 973,13
ČR, 3,85 %, 21	CZ0001002851	19 458 000 000	24 152 247 029,12	24 151 671 191,64
ČR, 4,70 %, 22	CZ0001001945	6 410 400 000	8 532 410 413,90	8 532 234 617,51
ČR, VAR %, 23	CZ0001003123	12 807 000 000	13 845 949 684,45	13 845 246 168,50
ČR, 0,45 %, 23	CZ0001004600	770 000 000	782 230 394,23	782 208 355,15
ČR, 5,70 %, 24	CZ0001002547	25 713 000 000	38 065 963 825,04	38 063 249 743,75
ČR, 2,40 %, 25	CZ0001004253	9 673 000 000	11 517 314 436,13	11 516 508 486,71
ČR, 1,00 %, 26	CZ0001004469	2 769 000 000	2 860 011 683,06	2 859 923 047,45
ČR, VAR %, 27	CZ0001004105	2 900 000 000	2 954 498 325,00	2 954 414 936,62
ČR, 2,50 %, 28	CZ0001003859	100 000 000	120 408 333,33	120 406 928,57
ČR, 0,95 %, 30	CZ0001004477	2 957 000 000	2 849 380 472,68	2 849 292 946,79
ČR, 4,20 %, 36	CZ0001001796	11 647 240 000	17 234 485 792,34	17 231 950 697,61
<b>Celkem</b>		<b>141 388 670 000</b>	<b>172 796 574 666,85</b>	<b>172 787 680 954,32</b>

<sup>1</sup> Zahrnuje i peněžní prostředky ze zápůjčních facility realizovaných v roce 2015, které nebyly v tomto období splaceny.  
Poznámka: Průměrná úroková sazba dosažená v rámci zápůjčních facility ve formě repo operací v průběhu roku 2015 činila -0,07 % p. a.  
Zdroj: MF

**Tabulka 41: Jmenovitá hodnota operací Ministerstva na sekundárním trhu v roce 2015**

mld. Kč	1Q	2Q	3Q	4Q	2015
<b>Zpětné odkupy</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Přímé prodeje</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Zápůjční facility – kolaterizovaná zápůjčka</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>10,38</b>	<b>10,38</b>
ČR, 4,00 %, 17	-	-	-	2,00	2,00
ČR, 0,00 %, 17	-	-	-	0,39	0,39
ČR, 4,60 %, 18	-	-	-	0,02	0,02
ČR, 1,50 %, 19	-	-	-	0,84	0,84
ČR, 3,85 %, 21	-	-	-	1,82	1,82
ČR, VAR %, 23	-	-	-	0,98	0,98
ČR, 0,45 %, 23	-	-	-	0,27	0,27
ČR, 5,70 %, 24	-	-	-	1,79	1,79
ČR, 1,00 %, 26	-	-	-	1,00	1,00
ČR, VAR %, 27	-	-	-	0,04	0,04
ČR, 0,95 %, 30	-	-	-	0,97	0,97
ČR, 4,20 %, 36	-	-	-	0,27	0,27
<b>Zápůjční facility – repo operace</b>	<b>25,33</b>	<b>35,46</b>	<b>44,72</b>	<b>35,87</b>	<b>141,39</b>
ČR, 0,50 %, 16	0,00	1,39	0,00	0,00	1,39
ČR, VAR %, 16	0,00	0,00	0,00	0,20	0,21
ČR, 4,00 %, 17	0,00	2,45	1,56	2,96	6,97
ČR, VAR %, 17	0,00	0,00	0,98	0,00	0,98
ČR, 0,00 %, 17	0,00	0,00	0,00	1,50	1,50
ČR, 0,85 %, 18	0,00	0,97	2,04	0,00	3,01
ČR, 4,60 %, 18	0,49	2,45	2,37	1,21	6,51
ČR, 1,50 %, 19	4,20	4,16	7,83	3,31	19,50
ČR, 5,00 %, 19	0,40	0,32	0,97	0,39	2,08
ČR, 3,75 %, 20	0,65	0,05	0,00	0,01	0,71
ČR, VAR %, 20	0,00	1,21	1,42	0,70	3,33
ČR, 3,85 %, 21	4,56	4,37	5,99	4,54	19,46
ČR, 4,70 %, 22	1,37	2,12	2,44	0,49	6,41
ČR, VAR %, 23	4,36	3,05	4,10	1,30	12,81
ČR, 0,45 %, 23	0,00	0,00	0,00	0,77	0,77
ČR, 5,70 %, 24	6,79	8,76	6,32	3,84	25,71
ČR, 2,40 %, 25	2,38	1,65	1,85	3,79	9,67
ČR, 1,00 %, 26	0,00	0,00	0,93	1,84	2,77
ČR, VAR %, 27	0,00	0,00	0,60	2,30	2,90
ČR, 2,50 %, 28	0,10	0,00	0,00	0,00	0,10
ČR, 0,95 %, 30	0,00	0,00	1,46	1,50	2,96
ČR, 4,20 %, 36	0,04	2,51	3,86	5,24	11,65
<b>Celkem</b>	<b>25,33</b>	<b>35,46</b>	<b>44,72</b>	<b>46,75</b>	<b>151,77</b>

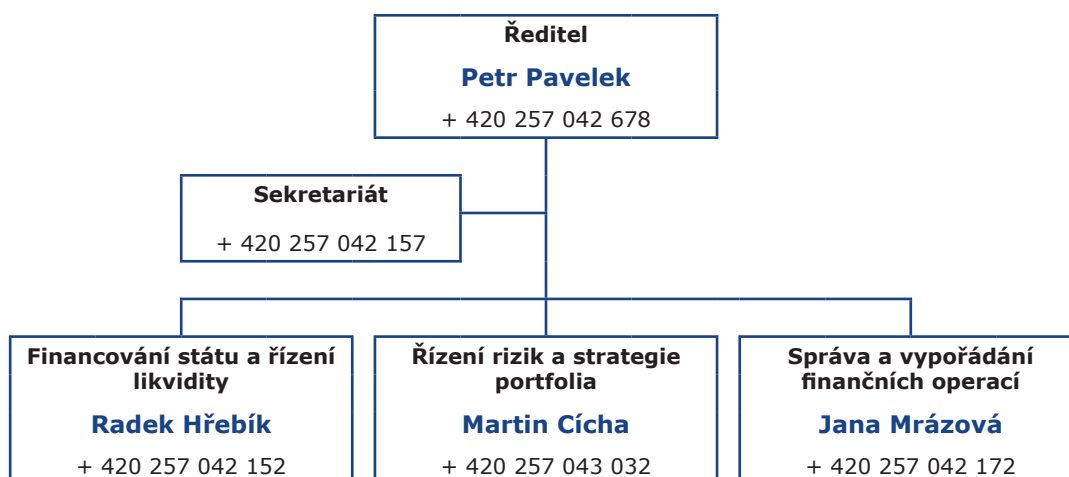
Poznámka: Přímé prodeje a zpětné odkupy SDD zahrnují pouze operace uskutečněné na elektronické obchodní platformě MTS Czech Republic a prostřednictvím Thomson Reuters Dealing. Zápůjční facility SDD jsou uvedeny ve jmenovité hodnotě kolaterálu SDD z majetkových účtů Ministerstva. Jedná se o uzavřené transakce dle data vypořádání. Součtové řádky se nemusí rovnat kvůli zaokrouhlení.  
Zdroj: MF

## Klíčové informace 2015

- Meziroční pokles podílu státního dluhu na HDP o 1,8 p. b. na 37,2 %
- Potřeba financování: 311,2 mld. Kč
- Hrubá výpůjční potřeba: 268,1 mld. Kč
- Hrubá emise SDD na domácím trhu: 180,4 mld. Kč
- Hrubá emise SDD na zahraničních trzích: 0,0 Kč
- Hrubá emise SPP včetně revolvingu: 99,3 mld. Kč
- Hrubá emise SSD: 1,0 mld. Kč
- Splátky korunových SDD a SSD: 124,9 mld. Kč
- Splátky cizoměnových SDD: 0,3 mld. EUR
- Meziroční pokles čistých hotovostních výdajů na obsluhu státního dluhu: 3,2 mld. Kč
- Průměrná vážená splatnost korunových SDD prodaných v primárních aukcích: 6,2 let
- Průměrný vážený výnos korunových SDD prodaných v primárních aukcích: 0,24 % p. a.
- Průměrný vážený výnos SPP v aukcích: -0,05 % p. a.
- Hrubá emise SDD a SPP včetně revolvingu za nulový nebo záporný výnos: 105,4 mld. Kč
- Příjmy státního rozpočtu z investičních operací a emisí se záporným výnosem: 524,9 mil. Kč
- Průměrná splatnost státního dluhu: 5,1 let
- Krátkodobý státní dluh: 16,4 %
- Průměrná doba do refixace státního dluhu: 4,0 let
- Úroková refixace dluhového portfolia do 1 roku: 33,7 %

## Kontakty

### Odbor Řízení státního dluhu a finančního majetku







\*\*\*

Tato publikace byla připravena na základě informací dostupných k 12. únoru 2016  
a je dostupná také prostřednictvím internetu na:  
**[www.mfcr.cz/statnidluh](http://www.mfcr.cz/statnidluh)**

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