



Ministerstvo financí

odbor Řízení státního dluhu
a finančního majetku

ZPRÁVA

O ŘÍZENÍ STÁTNÍHO DLUHU

České republiky v roce

2016



10. únor 2017

Ministerstvo financí

**Zpráva o řízení státního dluhu
České republiky v roce 2016**

Zpráva o řízení státního dluhu České republiky v roce 2016

10. únor 2017

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

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

Vychází 1x ročně, zdarma

Elektronický archiv:
www.mfcz.cz/statnidluh

Obsah

Úvod	9
1 - Makroekonomický rámec a finanční trhy	12
Ekonomický vývoj	12
Hospodaření sektoru vládních institucí	13
Finanční trhy.....	15
Ratingové hodnocení České republiky.....	18
2 - Výpůjční potřeba a vývoj státního dluhu	19
Potřeba a zdroje financování	19
Financování hrubé výpůjční potřeby	20
Čistá výpůjční potřeba, změna a struktura státního dluhu	21
Řízení likvidity státní pokladny	24
3 - Program financování a emisní činnost	26
Plnění programu financování	26
Střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy	26
Instrumenty peněžního trhu	30
Ostatní dluhové instrumenty.....	31
4 - Řízení rizik a strategie portfolia	32
Refinanční riziko	32
Úrokové riziko	41
Měnové riziko	45
Benchmarkové portfolio.....	46
5 - Výdaje na obsluhu státního dluhu	48
Hotovostní a akruální vyjádření	48
Rozpočet kapitoly Státní dluh v roce 2016	50
Cost-at-Risk státního dluhu	54
Efektivní hranice a alternativní dluhová portfolia.....	60
6 - Primární a sekundární trh státních dluhopisů	63
Primární dealeři státních dluhopisů České republiky.....	63
Hodnocení primárních dealerů v roce 2016.....	64
MTS Czech Republic a sekundární trh státních dluhopisů	64
Operace na sekundárním trhu.....	68
Příloha I	72
Příloha II	73
Klíčové informace 2016	83
Kontakty	83

Seznam tabulek

Tabulka 1: Hlavní makroekonomické indikátory České republiky.....	12
Tabulka 2: Ratingové hodnocení České republiky.....	18
Tabulka 3: Potřeba a zdroje financování.....	19
Tabulka 4: Financování hrubé výpůjční potřeby.....	20
Tabulka 5: Čistá výpůjční potřeba.....	21
Tabulka 6: Čistá výpůjční potřeba a změna státního dluhu.....	22
Tabulka 7: Stav a struktura dluhového portfolia.....	23
Tabulka 8: Stav a struktura zdrojů a investiční pozice státní pokladny.....	24
Tabulka 9: Příjmy státního rozpočtu z investičních operací a emisí se záporným výnosem.....	25
Tabulka 10: Emise a splátky SSD.....	31
Tabulka 11: Průměrná doba do splatnosti složek státního dluhu.....	37
Tabulka 12: Průměrné kupónové sazby a nákladovost korunových SDD dle roku splatnosti.....	43
Tabulka 13: Hotovostní prémie a diskonty SDD a rozdíl hotovostních výdajů a akruálních nákladů SDD.....	49
Tabulka 14: Rozpočtové příjmy a výdaje kapitoly Státní dluh v roce 2016.....	50
Tabulka 15: Úrokové výdaje a akruální náklady na nově vydaný státní dluh.....	51
Tabulka 16: Čisté úrokové výdaje a Cost-at-Risk.....	54
Tabulka 17: Očekávané vs. skutečné čisté úrokové výdaje v letech 2015 a 2016.....	55
Tabulka 18: Měsíční vývoj kumulovaných čistých úrokových výdajů v roce 2017.....	57
Tabulka 19: Vývoj čistých úrokových výdajů v případě skokového zvýšení sazeb.....	58
Tabulka 20: Navýšení čistých úrokových výdajů v případě skokového zvýšení kurzu EURCZK.....	58
Tabulka 21: Měsíční vývoj kumulovaných čistých úrokových výdajů v roce 2018.....	59
Tabulka 22: Měsíční vývoj kumulovaných čistých úrokových výdajů v roce 2019.....	60
Tabulka 23: Seznam primárních dealerů státních dluhopisů v roce 2016.....	63
Tabulka 24: Celkové hodnocení primárních dealerů v roce 2016.....	64
Tabulka 25: Primární trh v roce 2016.....	64
Tabulka 26: Sekundární trh v roce 2016.....	64
Tabulka 27: Benchmarkové emise státních dluhopisů k 1. lednu 2017.....	66
Tabulka 28: Splatnostní koše dle minimální kotované jmenovité hodnoty.....	66
Tabulka 29: Kritéria hodnocení primárních dealerů platná pro rok 2016 a 2017.....	72
Tabulka 30: Skupiny typů obchodů hodnocených v rámci subkritéria B.4.....	72
Tabulka 31: Parametry státního dluhu a likvidních státních finančních aktiv.....	73
Tabulka 32: Vydané střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy na domácím trhu k 31. 12. 2016.....	74
Tabulka 33: Vydané střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy na zahraničních trzích k 31. 12. 2016.....	74
Tabulka 34: Vydané státní pokladniční poukázky k 31. 12. 2016.....	75
Tabulka 35: Vydané spořicí státní dluhopisy k 31. 12. 2016.....	75
Tabulka 36a: Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2016.....	76
Tabulka 36b: Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2016.....	77
Tabulka 37: Emise státních pokladničních poukázek v roce 2016.....	78
Tabulka 38: Emise spořicí státních dluhopisů v roce 2016.....	78
Tabulka 39a: Realizované zápůjční facility ve formě repo operací v roce 2016.....	79
Tabulka 39b: Realizované zápůjční facility ve formě kolateralizovaných zápůjček v roce 2016.....	79
Tabulka 40: Realizované výměnné operace státních dluhopisů v roce 2016.....	80
Tabulka 41: Přímé prodeje státních dluhopisů v roce 2016.....	82

Seznam obrázků

Obrázek 1: Růst HDP a míra nezaměstnanosti ve vybraných zemích EU v roce 2016.....	13
Obrázek 2: Saldo sektoru vládních institucí České republiky (ESA2010)	14
Obrázek 3: Dluh vládního sektoru ve vybraných zemích EU (ESA2010)	15
Obrázek 4: Vývoj výnosů českých státních dluhopisů.....	16
Obrázek 5: Prémie u swapů úvěrového selhání – střední Evropa (10 let)	16
Obrázek 6: Riziková premie „asset swap spread“ českých státních dluhopisů	17
Obrázek 7: Vývoj vybraných dluhopisů v krátkém a střednědobém segmentu výnosové křivky.....	18
Obrázek 8: Potřeba financování	20
Obrázek 9: Čistá emise SDD na domácím trhu.....	21
Obrázek 10: Čistá emise SDD na zahraničních trzích	21
Obrázek 11: Čistá emise SPP na domácím trhu.....	21
Obrázek 12: Čistá změna stavu přijatých zápůjček a úvěrů	21
Obrázek 13: Vývoj státního dluhu České republiky	22
Obrázek 14: Struktura dluhového portfolia dle instrumentů.....	23
Obrázek 15: Úroková struktura SDD prodaných v aukcích na primárním trhu.....	27
Obrázek 16: Splatnostní struktura SDD prodaných v aukcích na primárním trhu.....	28
Obrázek 17: Průměrný výnos a doba do splatnosti SDD v aukcích na primárním trhu.....	28
Obrázek 18: Aukce SDD na primárním trhu v roce 2016	29
Obrázek 19: Krátkodobý státní dluh a SPP v oběhu v roce 2016.....	30
Obrázek 20: Struktura krátkodobého státního dluhu dle instrumentů.....	33
Obrázek 21: Hrubý státní dluh a státní dluh se splatností do 1 roku.....	34
Obrázek 22: Státní dluh dle splatnostních košů.....	35
Obrázek 23: Průměrná splatnost státního dluhu a vyhlášené cíle.....	36
Obrázek 24: Průměrná doba do splatnosti prodaných SDD a SSD na domácím trhu	36
Obrázek 25: Struktura státních dluhopisů dle doby do splatnosti.....	37
Obrázek 26: Splatnostní profil státního dluhu ke konci 2016.....	38
Obrázek 27: Struktura státního dluhu dle instrumentů ke konci 2016	39
Obrázek 28: Struktura korunových státních dluhopisů dle typu držitele.....	40
Obrázek 29: Struktura nerezidentů držících korunové státní dluhopisy ke konci roku 2016.....	40
Obrázek 30: Úroková refixace státního dluhu	42
Obrázek 31: Úroková refixace státního dluhu do 1 roku	43
Obrázek 32: Struktura úrokové refixace státního dluhu do 1 roku	43
Obrázek 33: Splatnostní profil korunových státních dluhopisů dle doby do splatnosti a kupónové sazby.....	44
Obrázek 34: Splatnostní profil korunových SDD dle dosaženého výnosu do splatnosti	45
Obrázek 35: Doba do splatnosti SDD prodaných v aukcích v roce 2016 a benchmarkového dluhopisu	47
Obrázek 36: Výnosy korunových SDD v aukcích a výnosy benchmarkového dluhopisu v roce 2016.....	47
Obrázek 37: Čisté výdaje na obsluhu státního dluhu.....	48
Obrázek 38: Čisté hotovostní výdaje a aktuální náklady na obsluhu státního dluhu.....	48
Obrázek 39: Podíl aktuálních nákladů a čistých hotovostních úrokových výdajů SDD.....	49
Obrázek 40: Podíl aktuálních nákladů a čistých hotovostních úrokových výdajů dalších složek státního dluhu	49
Obrázek 41: Čisté hotovostní a aktuální úrokové náklady nového dluhu	52
Obrázek 42: Vývoj sazeb: 6M PRIBOR, 6M EURIBOR, 2T repo sazba a výnos 12M SPP	52
Obrázek 43: Výnosová křivka korunových státních dluhopisů.....	53
Obrázek 44: Swapová sazba a výnos do splatnosti korunového SDD.....	53
Obrázek 45: Čisté úrokové výdaje a Cost-at-Risk	54
Obrázek 46: Skutečné vs. simulované výnosy 3letého korunového státního dluhopisu	55
Obrázek 47: Skutečné vs. simulované výnosy 10letého korunového státního dluhopisu.....	55
Obrázek 48: Skutečné vs. simulované čisté úrokové výdaje v roce 2016	56
Obrázek 49: Simulace čistých úrokových výdajů státního dluhu v průběhu roku 2017	57
Obrázek 50: Simulace korunových úrokových sazeb v roce 2017.....	57
Obrázek 51: Simulace čistých úrokových výdajů státního dluhu v průběhu roku 2018	59
Obrázek 52: Simulace čistých úrokových výdajů státního dluhu v průběhu roku 2019.....	60
Obrázek 53: Efektivní hranice a alternativní dluhová portfolia	61
Obrázek 54: Nominální hodnota realizovaných obchodů na sekundárním trhu	65
Obrázek 55: Průměrné denní plnění kótačních povinností dealerů	67
Obrázek 56: Jmenovitá hodnota realizovaných obchodů na MTS Czech Republic.....	67
Obrázek 57: Rozpětí „bid“ a „offer“ cen vybraných dluhopisů kotovaných na MTS Czech Republic	68
Obrázek 58: Jmenovitá hodnota realizovaných výměnných operací v roce 2016	69
Obrázek 59: Přijatý kolaterál v rámci zápůjček státních dluhopisů v roce 2016	70
Obrázek 60: Jmenovitá hodnota realizovaných zápůjčních facilit	71

Seznam použitých zkratek

APEI	Aggregate Performance Evaluation Index
CaR	Cost-at-Risk
CDCP	Centrálního depozitáře 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)
EA12	eurozóna (12 zemí)
EA19	eurozóna (19 zemí)
ECB	Evropská centrální banka
EIB	Evropská investiční banka
ESA2010	Evropský systém národních účtů 2010
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.
SDD	střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy
SFA	státní finanční aktiva
SP	státní pokladna
SPP	státní pokladniční poukázky
SSD	spořicí státní dluhopisy
VAR	variabilně úročený
VŠPS	Výběrové šetření pracovních sil

Uveřejňované součtové údaje v tabulkách a v textu v některých případech neodpovídají na posledním desetinném místě součtu hodnot příslušných ukazatelů z důvodu zaokrouhlování.

Úvod

Ministerstvo financí (dále Ministerstvo nebo MF) předkládá veřejnosti v souladu s kalendářem uveřejňovaných informací Zprávu o řízení státního dluhu České republiky v roce 2016 (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 2016, je také detailnější kvantifikace predikce úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu v roce 2017 a ve střednědobém výhledu prostřednictvím aplikace metody Cost-at-Risk.

Hospodářský růst České republiky se v posledních třech letech držel na mírně vyšších hodnotách v porovnání jak s průměrem eurozóny, tak i celé EU28. Podle dosavadních oficiálních údajů vzrostl HDP za 1. - 3. čtvrtletí 2016 meziročně reálně o 2,6 %, přičemž za celý rok 2016 je odhadována výše 2,5 %. Růst byl tažen jak domácí, tak i zahraniční poptávkou. Pozitivní ekonomický vývoj se projevil na velmi dobré situaci na trhu práce, když průměrná míra nezaměstnanosti (dle metodiky VŠPS) v roce 2016 dosáhla nejnižší hodnoty v rámci celé EU28, která činí 4 %. Meziroční míra inflace dosahovala v měsících od ledna do října 2016 úrovní pod 1 %, teprve v listopadu stoupla na 1,5 % a v prosinci na 2,0 %, což je hodnota, kterou stanovila ČNB jako svůj cíl při zahájení devizových intervencí v listopadu 2013. V oblasti vnější ekonomické rovnováhy je očekáván historicky nejvyšší přebytek běžného účtu platební bilance ve vztahu k HDP, pro rok 2016 je odhadován ve výši 2,1 %. Finanční sektor zůstává i nadále stabilní a míry kapitálové přiměřenosti vysoce překračují evropská regulatorní pravidla.

Ke stabilnímu makroekonomickému prostředí přispívalo také celkové konzervativní hospodaření vládních institucí při současné aktivní podpoře hospodářského růstu prostřednictvím fiskální politiky vlády. Hospodaření státu v hotovostní metodice dosáhlo v roce 2016 nejlepšího výsledku od vzniku samostatné České republiky. Poprvé od roku 1995 bylo dosaženo přebytku státního rozpočtu, a to v rekordní výši 61,8 mld. Kč. Oproti roku 2015 jde o výsledek lepší o 124,6 mld. Kč a ve srovnání s výší stanovenou zákonem o státním rozpočtu na rok 2016 lepší o 131,8 mld. Kč. Hospodaření

celého sektoru vládních institucí v metodice ESA2010 skončilo podle dostupných informací za 1. - 3. čtvrtletí 2016 a predikce za 4. čtvrtletí 2016 rovněž rekordním úspěchem. Poprvé v historii České republiky je očekáván přebytek veřejných financí ve výši 0,5 % HDP. Očekávaná hodnota strukturálního salda sektoru vládních institucí v roce 2016 dosahuje výše 0,3 % HDP, díky čemuž činí fiskální úsilí 0,9 p. b., a nalézá se tak přibližně 1,3 p. b. nad hodnotou střednědobého rozpočtového cíle, což implikuje obezřetné hospodaření a udržitelnost veřejných financí. Pokud jde o dluh sektoru vládních institucí, podle notifikací vydaných v říjnu 2016 klesl v roce 2015 dluh na 40,3 % HDP a pro rok 2016 je očekáván další pokles na 37,4 % HDP. Průměr za země eurozóny přitom dosáhl v roce 2015 výše 90,4 % HDP.

V roce 2016 došlo k poklesu státního dluhu o 59,6 mld. Kč z 1 673,0 mld. Kč na konečných 1 613,4 mld. Kč. Jedná se tak o historicky nejvyšší meziroční pokles státního dluhu od vzniku samostatné České republiky. Ve vyjádření státního dluhu jako podílu na HDP činil tento pokles 2,5 p. b. z 36,7 % na 34,2 % ke konci roku 2016, což představuje již třetí signifikantní meziroční pokles takto vyjádřeného ukazatele zadluženosti České republiky, přičemž celkově za tyto tři roky poklesl tento podíl o 6,9 procentního bodu. Tato skutečnost byla umožněna jednak efektivnějším řízením likvidity státní pokladny a souvisejícím zapojováním jejích disponibilních zdrojů do krytí potřeby financování státu, oživením ekonomiky České republiky, když v letech 2014 až 2016 rostlo HDP vyjádřené v běžných cenách v průměru o 4,8 % ročně, ale i rekordním přebytkem státního rozpočtu v roce 2016 ve výši 61,8 mld. Kč oproti rozpočtovanému schodku ve výši 70 mld. Kč schválenému zákonem o státním rozpočtu na rok 2016, který byl také příčinou poklesu potřeby financování v tomto roce. Potřeba financování v roce 2016 činila 214,5 mld. Kč a byla tak nižší o 127,5 mld. Kč ve srovnání s plánovanou potřebou financování podle Strategie financování a řízení státního dluhu České republiky na rok 2016 (dále Strategie) a o 96,7 mld. Kč nižší než v roce 2015.

Hrubá výpůjční potřeba v roce 2016 meziročně poklesla o 51,2 mld. Kč na hodnotu 216,9 mld. Kč, když financování hrubé výpůjční potřeby probíhalo pouze na domácím trhu téměř výhradně prostřednictvím prodeje korunových státních dluhopisů. Hrubá emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2016 činila 211,6 mld. Kč, tj. o 31,2 mld. Kč více než v předchozím roce. Jejím nárůstem byl však dán zejména částečným nahrazením hrubé emise státních pokladničních poukázek emisí

střednědobých státních dluhopisů bez výnosu, o které projevovali primární dealeri bezprecedentní zájem a které dosahovaly rekordních záporných výnosů. Tuto možnost komunikovalo Ministerstvo s veřejností v rámci Strategie.

Ministerstvo i v roce 2016 flexibilně reagovalo na situaci na finančních trzích a využívalo prostředí záporných výnosů korunových státních dluhopisů České republiky společně s bezprecedentním zájmem investorů o tyto dluhopisy a ve větší míře se zaměřilo na vydávání střednědobých státních dluhopisů bez výnosu. V rámci této emisní politiky vydalo Ministerstvo v souladu se Strategií další dvě emise střednědobých státních dluhopisů bez výnosu se splatnostmi v letech 2018 a 2019. Společně s doprodejem státního dluhopisu bez výnosu se splatností v roce 2017 z majetkového účtu Ministerstva byly v primárních aukcích prodány střednědobé státní dluhopisy bez výnosu v celkové jmenovité hodnotě 112,0 mld. Kč, za jejichž prodej inkasovalo Ministerstvo dodatečné čisté příjmy státního rozpočtu z titulu aukčních prémie ve výši 752,1 mil. Kč.

V souladu se Strategií docházelo i v průběhu roku 2016 k nahrazování státních pokladničních poukázek střednědobými státními dluhopisy bez výnosu se splatností v letech 2017 až 2019 s pozitivním dopadem na dodatečné úrokové příjmy státního rozpočtu a taktéž na rizikovost portfolia státního dluhu z důvodu prodloužení jeho průměrné doby do splatnosti i refixace. Jmenovitá hodnota státních pokladničních poukázek v oběhu se v roce 2016 snížila o 80,2 mld. Kč z 84,4 mld. Kč na 4,2 mld. Kč. Státní pokladniční poukázky v oběhu tak ke konci roku 2016 představovaly 0,3 % státního dluhu, což je historicky nejnižší hodnota, která dokládá konzistenci v trendu snižování státních pokladničních poukázek započatém v roce 2012. Ministerstvo v průběhu roku 2016 prodávalo státní pokladniční poukázky ve všech splatnostech do jednoho roku v celkové jmenovité hodnotě 30,8 mld. Kč a vždy se je podařilo umístit na trh za záporný výnos. Převážná část emise státních pokladničních poukázek v roce 2016 však nesloužila primárně ke krytí potřeby financování, nýbrž k využívání mimořádně výhodných tržních podmínek, které umožňovaly zvyšovat příjmy státního rozpočtu ve formě aukčních prémie, které za celý rok 2016 činily 23,1 mil. Kč.

V roce 2016 tak byly prodány státní dluhopisy za záporný výnos v celkové jmenovité hodnotě 145,7 mld. Kč, z nichž Ministerstvo inkasovalo dodatečné čisté příjmy státního rozpočtu ve výši 803,2 mil. Kč. Dalším pozitivním dopadem prodeje státních dluhopisů za záporný výnos bylo navýšení podílu státního dluhu, se kterým nejsou a nebudou pro Českou republiku spojeny žádné úrokové

výdaje, resp. jsou z něj realizovány dokonce čisté úrokové příjmy, v průběhu roku 2016 z 5,8 % na 12,0 % celkového státního dluhu.

S účinností od 10. května 2016 došlo dle zákona č. 128/2016 Sb., kterým se mění zákon č. 218/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech a o změně některých souvisejících zákonů (rozpočtová pravidla), ve znění pozdějších předpisů ke klíčovému rozšíření souhrnných účtů státní pokladny. Touto novelou došlo k dalšímu navýšení disponibilních peněžních prostředků státní pokladny, která bude efektivněji řízena dle aktuálních potřeb státu a současně i lépe zhodnocována investováním v rámci řízení likvidity státní pokladny. Došlo také k dalšímu posílení pozice České republiky na finančním trhu umožňující další zefektivnění řízení výpůjčních operací státu a snížení úrokových výdajů státního rozpočtu.

Výnosy z investování peněžních prostředků státní pokladny činily v roce 2016 celkem 120,5 mil. Kč, což je o 13,2 mil. Kč více než v předchozím roce. Z toho 44,0 mil. Kč činily výnosy z devizových swapů, které byly uzavřeny již v prosinci roku 2015 v rámci racionalizace disponibilních peněžních prostředků státní pokladny a propojení obou souhrnných účtů s cílem snížení rizika negativního dopadu záporných úrokových sazeb na eurových účtech na saldo státního rozpočtu. Souhrn příjmů státního rozpočtu z investiční činnosti, zapůjčování státních dluhopisů a z titulu záporných výnosů státních dluhopisů v roce 2016 činil celkem 935,3 mil. Kč, což je o 410,4 mil. Kč více než v roce 2015.

Pozitivní vnímání České republiky na domácím i zahraničních finančních trzích bylo také v roce 2016 potvrzeno nadprůměrným ratingovým hodnocením všech hlavních ratingových agentur s mezinárodní působností s ponecháním stabilního výhledu a v případě Japan Credit Rating Agency dokonce vylepšením výhledu na pozitivní. Vysoká důvěra investorů ve státní dluhopisy České republiky a pokračování v uvolňování měnových politik ČNB a ECB se v roce 2016 projevovalo dalším poklesem výnosů státních dluhopisů České republiky zejména v segmentu do šesti let.

Výnosy státních dluhopisů České republiky obchodovaných prostřednictvím elektronické obchodní platformy MTS Czech Republic dosahovaly v průběhu roku 2016 záporných výnosů až do doby do splatnosti šesti let s výjimkou druhého čtvrtletí, které bylo provázeno nejistotou na finančních trzích v důsledku hlasování Velké Británie o setrvání v Evropské unii, kdy záporných výnosů dosahovaly pouze státní dluhopisy se splatností do tří let. Nadále docházelo 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 2016 pokles čistých úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu o 4,7 mld. Kč, což při poklesu o 3,2 mld. Kč v roce 2015 a 2,3 mld. Kč v roce 2014 znamená celkovou úsporu na úrokových výdajích na obsluhu státního dluhu cca 17,9 mld. Kč realizovanou od počátku roku 2014. Průměrný vážený výnos do splatnosti korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů prodaných v aukcích činil 0,05 % p. a., což je historické minimum a další pokles oproti 0,24 % p. a. dosaženým v roce 2015. Celkový příjem státního rozpočtu z titulu prodeje emisí státních dluhopisů za záporné výnosy do splatnosti dosáhl od roku 2015 do konce roku 2016 výše 1,2 mld. Kč.

Oproti roku 2015 došlo k poklesu čisté emise korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů o 1,0 mld. Kč z 67,4 mld. Kč na 66,4 mld. Kč, což dokládá stabilizaci přírůstku celkové jmenovité hodnoty domácích střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v oběhu.

V roce 2016 proběhly splátky tří domácích střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v celkové jmenovité hodnotě 142,6 mld. Kč, dále byly vyměněny státní dluhopisy se splatností v letech 2017 a 2019 v celkové jmenovité hodnotě 2,7 mld. Kč a rovněž proběhla splátka státního dluhopisu denominovaného ve švýcarském franku v celkové jmenovité hodnotě 500 mil. CHF. V roce 2016 nerealizovalo Ministerstvo žádné výpůjční operace na zahraničních trzích z důvodu relativně nízké hrubé výpůjční potřeby, vysokého zájmu o korunové státní dluhopisy na domácím trhu 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.

Vzhledem k poklesu výnosů státních dluhopisů České republiky úročených zejména na kratším konci výnosové křivky a bezprecedentnímu zájmu investorů o tento typ dluhopisů dominovala hrubá emise státních dluhopisů v segmentu zbytkové doby do splatnosti do pěti let, ve kterém bylo prodáno 56,5 % celkové hrubé emise. Dalším dominantním segmentem hrubé emise byl segment zbytkové doby do splatnosti 5 až 10 let s podílem ve výši 22,9 %.

Fixně i variabilně úročené státní dluhopisy byly v roce 2016 prodávány na domácím trhu převážně prostřednictvím primárních aukcí, kterých se uskutečnilo celkem 43 v 16 aukčních dnech. Ministerstvo nadále zaznamenávalo v roce 2016 pokračující silnou a stabilní poptávku po státních dluhopisech prodáváných v primárních aukcích, což dokumentuje průměrný poměr celkové poptávky k uspokojené poptávce v konkurenční části aukce ve výši 2,2. Podíl variabilně úročených státních

dluhopisů na celkové hrubé emisi činil 7,1 % a poklesl tak o 10,9 p. b. oproti roku 2015. Pokles tohoto podílu je konzistentní s reakcí Ministerstva na výrazný pokles výnosů fixně úročených státních dluhopisů a poptávku ze strany primárních dealerů po těchto dluhopisech.

Státní dluhopisy byly dále nabízeny na elektronické obchodní platformě MTS Czech Republic převážně v rámci výměnných operací státních dluhopisů, jejichž pilotní provoz spustilo Ministerstvo v průběhu února 2016 a díky kterým Ministerstvo dále rozšířilo portfolio nabízených operací dostupných v rámci sekundárního trhu. Hlavními cíli těchto operací jsou snížení refinančního rizika portfolia státního dluhu a řízení úrokových výdajů státního rozpočtu. V rámci těchto operací nabízelo Ministerstvo financí střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy se splatností podél celé výnosové křivky výměnou za státní dluhopisy splatné převážně v letech 2016 a 2017. O úspěšné implementaci výměnných operací státních dluhopisů svědčí skutečnost, že v průběhu roku 2016 byly vyměněny státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 21,5 mld. Kč s průměrnou zbytkovou dobou do splatnosti 0,4 roku za státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 16,2 mld. Kč s průměrnou dobou do splatnosti 10,1 roku.

Prostřednictvím elektronické obchodní platformy MTS Czech Republic byly ve čtvrtém čtvrtletí roku 2016 v menší míře realizovány rovněž přímé prodeje střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů z vlastního portfolia, které fungovaly jako doplněk k primárním aukcím a výměnným operacím a taktéž sloužily jako doprodej státních dluhopisů v situaci, kdy ze strany primárních dealerů opadl zájem o vyžívání těchto dluhopisů v rámci zápůjčních facilit. Prostřednictvím těchto operací prodalo Ministerstvo střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 3,6 mld. Kč.

I v roce 2016 přetrvával vysoký a stabilní zájem primárních dealerů o zápůjční facility střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů ve formě repo operací i kolateralizovaných zápůjček s pozitivním dopadem na likviditu sekundárního trhu státních dluhopisů. V roce 2016 byly z majetkových účtů Ministerstva prostřednictvím zápůjční facility ve formě repo operací poskytnuty státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 71,3 mld. Kč, což představuje meziroční pokles o 70,1 mld. Kč, který byl ovšem dán širším využíváním zápůjční facility ve formě kolateralizovaných zápůjček státních dluhopisů zařazených mezi standardní nástroje Ministerstva poskytované primárním dealerům na podporu sekundárního trhu, v rámci kterých byly poskytnuty státní dluhopisy z majetkových účtů Ministerstva v celkové jmenovité hodnotě 60,1 mld. Kč, což představuje meziroční nárůst o 49,7 mld. Kč.

1 - Makroekonomický rámec a finanční trhy

Ekonomický vývoj

Reálný HDP v 1. čtvrtletí 2016 vykázal mezičtvrtletní růst o 0,4 %, ve 2. čtvrtletí růst o 0,9 %, ve 3. čtvrtletí růst jen o 0,2 % a ve 4. čtvrtletí je očekáváno opětovné zrychlení růstu na 0,7 %. Za celý rok je odhadován růst o 2,5 %. I nadále platí, že růst HDP České republiky je přibližně mírně vyšší než v průměru EU a ve většině členských zemí EU. Za vysokou ekonomickou dynamikou roku 2015 stála výjimečná kombinace růstových faktorů, která se v roce 2016 již neopakovala. Především došlo k poklesu investiční aktivity související s prostředky spolufinancovanými fondy EU z programového období 2007–2013. Významnou roli sehrál také mimořádný více než dvouletý propad cen ropy, který během roku 2016 výrazně zpomalil, ve 4. čtvrtletí 2016 již došlo k mezičtvrtletnímu nárůstu a pro rok 2017 je očekáván pozvolný nárůst cen.

Hospodářský růst byl v roce 2016 tažen jak domácí, tak i zahraniční poptávkou. Výdaje na konečnou

spotřebu domácností byly podpořeny růstem mezd a platů i pozitivním ekonomickým sentimentem. Nárůst výdajů je patrný zejména u předmětů dlouhodobé spotřeby, což svědčí o důvěře domácností v pozitivní vývoj ekonomiky. Výdaje na spotřebu vládních institucí vzrostly v důsledku růstu zaměstnanosti ve státní správě a vyšším výdajům na nákupy výrobků a služeb. Naopak tvorba hrubého fixního kapitálu zaznamenala výrazný pokles, zejména kvůli vysoké loňské srovnávací základně (kromě investic spolufinancovaných z fondů EU i z dalších důvodů, např. kvůli pronájmu nadzvukových letadel). Zahraniční obchod působil pozitivně, hlavně díky nižším dovozům pro investice. Z hlediska výkonnosti jednotlivých odvětví se na růstu podílel zejména zpracovatelský průmysl (s výjimkou energetiky postižené odstávkami jaderných i tepelných elektráren). Naopak pokles zaznamenalo stavebnictví z důvodu snížení investic do infrastrukturních projektů.

Tabulka 1: Hlavní makroekonomické indikátory České republiky

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016P
Reálný růst HDP (%)	2,3	2,0	-0,8	-0,5	2,7	4,5	2,5
Růst spotřeby domácností (%)	1,0	0,3	-1,3	0,5	1,8	3,1	2,7
Růst spotřeby vlády (%)	0,4	-2,2	-2,0	2,5	1,1	2,0	2,0
Růst tvorby hrubého fixního kapitálu (%)	1,3	0,9	-3,1	-2,5	3,9	9,0	-2,4
Příspěvek zahraničního obchodu k růstu HDP (p. b.)	0,5	1,8	1,3	0,1	-0,5	0,1	1,1
Průměrná míra inflace (%)	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7 ²
Míra nezaměstnanosti (%)¹	7,3	6,7	7,0	7,0	6,1	5,0	4,0
Růst objemu nominálních mezd a platů (%)	0,6	2,3	2,6	0,5	3,6	4,4	5,6
Poměr salda běžného účtu k HDP (%)	-3,6	-2,1	-1,6	-0,5	0,2	0,9	2,1
Směnný kurz EURCZK	25,3	24,6	25,1	26,0	27,5	27,3	27,0 ²
Reálný růst HDP eurozóny (%)³	2,1	1,5	-0,9	-0,3	1,2	2,0	1,6

¹ Míra nezaměstnanosti dle metodiky VŠPS.

² Oficiálně vykázaný, nikoliv prognózovaný údaj.

³ EA12.

Zdroj: ČSÚ, MF

Vnější ekonomické vztahy byly ovlivněny mimořádně vysokým přebytkem běžného účtu platební bilance v 1. čtvrtletí 2016 (109,8 mld. Kč). Jde zejména o důsledek nadprůměrného přebytku salda zboží a služeb. Obvyklá sezonnost, kdy v 1. čtvrtletí běžný účet dosahuje přebytku a následně je v deficitu vlivem odlivu dividend do zahraničí, zůstala zachována. V položce kapitálového účtu doznávaly transfery z EU, které jej výrazněji ovlivňovaly v předchozím roce. Pokračující devizové intervence se výrazně promítaly do finančního účtu, který

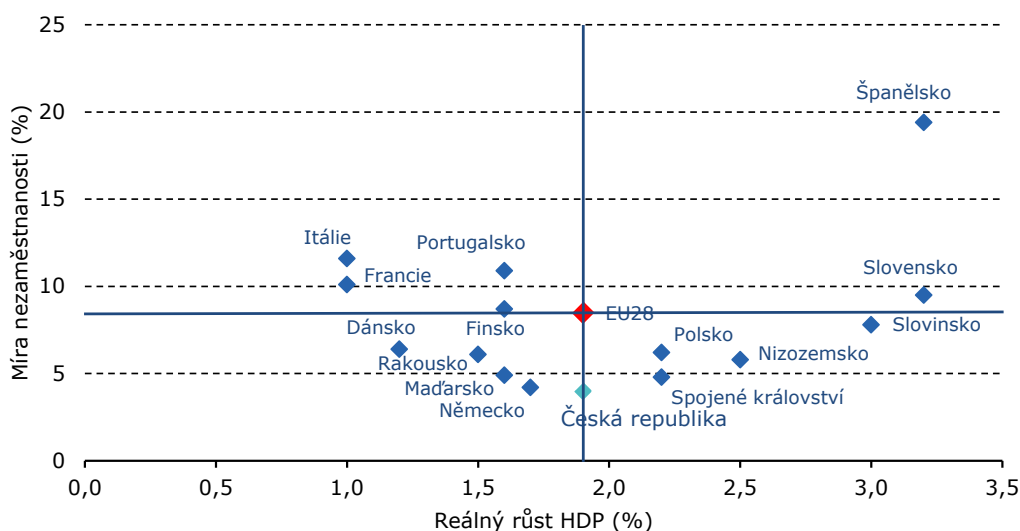
zaznamenal přebytek. Opačným směrem působil zájem nerezidentů o české státní dluhopisy. Po většinu roku 2016 se i přes uvolněnou měnovou politiku, danou kurzovým závazkem ČNB, nacházela meziroční míra inflace spotřebitelských cen výrazně pod inflačním cílem ČNB ve výši 2 %. Teprve koncem roku inflace zrychlila, kdy v listopadu stoupla na 1,5 % a v prosinci na 2,0 %.

Na trhu práce nadále převažovaly výrazně pozitivní tendence. Svižně rostoucí ekonomika

generovala nové pracovní příležitosti. Česká republika se v posledních letech řadí mezi státy s jednou z nejnižších měr nezaměstnanosti. Podle metodiky VŠPS klesla míra nezaměstnanosti v prosinci 2016 na 3,5 % (po sezonním očištění), což představovalo nejnižší hodnotu v rámci celé EU. Pro srovnání míra nezaměstnanosti za celou EU28 dosahovala úrovně 8,2 %. O vyšší zaměstnanost se v loňském roce rozhodující měrou zasloužil dynamicky rostoucí zpracovatelský průmysl. Ostatní odvětví sekundárního sektoru pracovní místa naopak mírně ztrácela (především vlivem stavebnictví). Ve službách, na rozdíl od

předchozích let, se zaměstnanost navyšovala celoplošně, dynamika v jednotlivých odvětvích ale značně kolísala. Obdobně jako loni se dařilo váhově nejvýznamnějšímu seskupení odvětví – obchod, doprava, ubytování a pohostinství. Zaměstnanost zrychlovala v profesních, vědeckých, technických a administrativních činnostech. Dařilo se i informačním a komunikačním činnostem, u nichž celková zaměstnanost od konce recese posílila relativně nejvíce. Nejnižším tempem za poslední čtyři roky se naopak navýšily stavy pracovníků v uskupení odvětví veřejná správa, obrana, vzdělávání, zdravotní a sociální péče.

Obrázek 1: Růst HDP a míra nezaměstnanosti ve vybraných zemích EU v roce 2016



Poznámka: HDP vyjádřeno jako meziroční růst po sezonním očištění za 3. čtvrtletí 2016. Sezonně očištěná míra nezaměstnanosti dle VŠPS ve 3. čtvrtletí 2016. Zdroj: ČSÚ, Eurostat

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 mírně klesající je také podíl úvěrů v selhání na celkových úvěrech, který se na konci prosince 2016 pohyboval u domácností na hranici 3,2 % a u nefinančních podniků na hranici 5,0 %. Růst

úvěrů domácnostem sice ve 4. čtvrtletí 2016 v meziročním srovnání mírně zpomalil, avšak úvěry na bydlení nadále dynamicky rostou. Vysoký objem vkladů rezidentů a dostatečné množství likvidity v bankovním systému způsobuje, že domácí bankovní sektor je dlouhodobě nezávislý na zahraničních zdrojích financování. Kapitálová přiměřenost měřená ukazatelem Capital Adequacy Ratio Tier I dosáhla na konci 3. čtvrtletí 2016 výše 16,71 %, 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

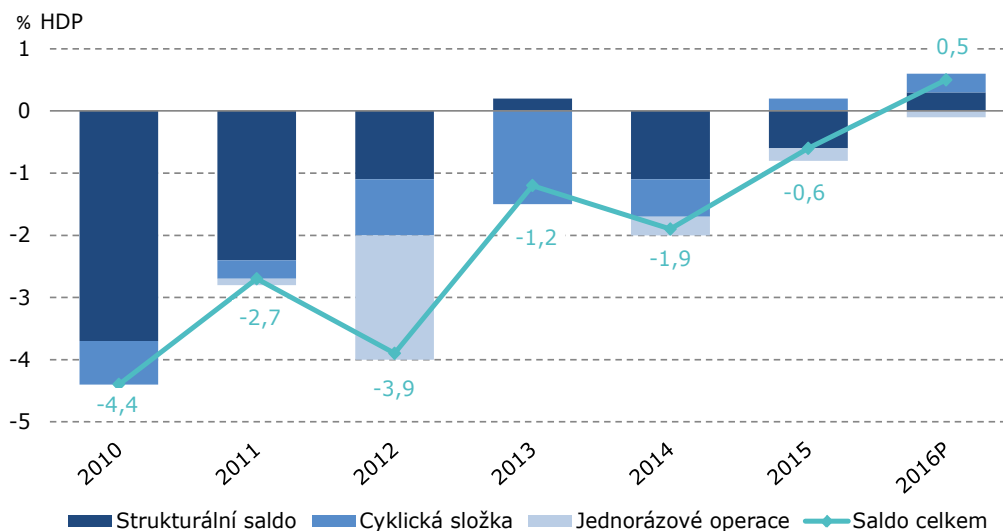
V reakci na recesi v letech 2012 a 2013 přistoupila současná vláda k fiskální politice podporující oživování domácí agregátní poptávky při současném zvyšování efektivnosti jak na příjmové, tak na výdajové straně. Jedním z hlavních nástrojů na podporu ekonomiky bylo zajistit dostatek projektů k využití zbylé alokace prostředků fondů EU z programového období 2007–2013, o které

by Česká republika jinak přišla. I v důsledku této strategie došlo v roce 2015 k meziročnímu zlepšení salda veřejných financí o 1,3 procentního bodu na hodnotu -0,6 % HDP. Pro rok 2016 je potom poprvé v historii České republiky očekáván přebytek hospodaření sektoru vládních institucí ve výši 0,5 % HDP. Vzhledem k tomu, že ekonomika se nachází v mírně kladné produkční mezeře, očekávaná

hodnota strukturálního salda sektoru vládních institucí v roce 2016 dosahuje výše 0,3 % HDP, díky čemuž činí odhad fiskálního úsilí 0,9 p. b. Strukturální saldo se tak nalézá přibližně 1,3 p. b. nad hodnotou střednědobého rozpočtového cíle České republiky,

což implikuje obezřetné hospodaření a udržitelnost veřejných financí. Fiskální prostor je i v případě nečekaných okolností dostatečně robustní, což potvrzují i říjnová hodnocení ratingových agentur Fitch a Moody's.

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



Poznámka: Strukturální saldo dle metodiky Evropské komise. Zdrojem dat je Makroekonomická predikce České republiky – leden 2017
Zdroj: MF

Hospodaření státního rozpočtu v hotovostní metodice skončilo na konci roku 2016 rekordním přebytkem ve výši 61,8 mld. Kč, což je oproti stejnému období roku 2015 výsledek lepší o 124,6 mld. Kč a oproti výši stanovené zákonem o státním rozpočtu České republiky na rok 2016 lepší o 131,8 mld. Kč. Jedná se tak o nejlepší výsledek hospodaření státního rozpočtu od vzniku samostatné České republiky.

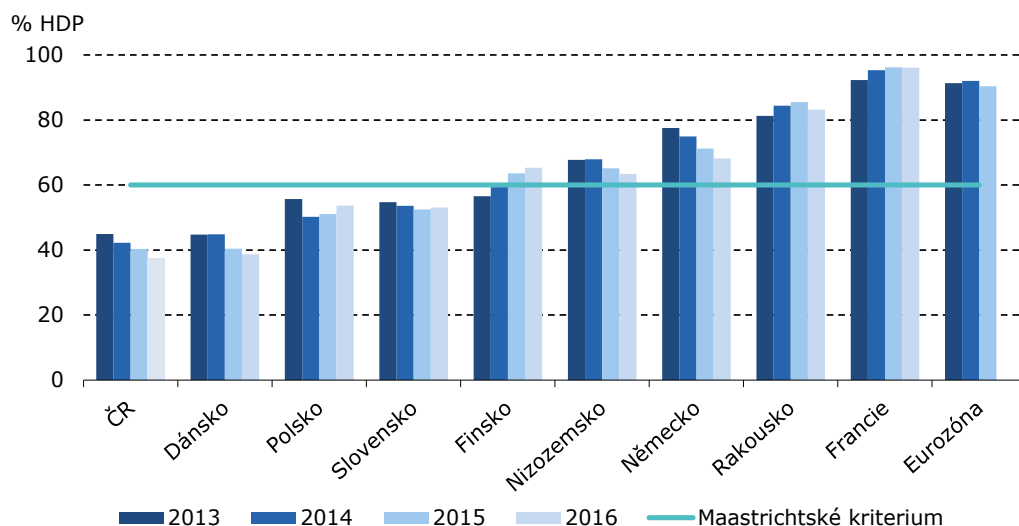
Celkové příjmy státního rozpočtu v roce 2016 dosáhly výše 1 281,6 mld. Kč, což představovalo meziroční nárůst o 47,1 mld. Kč, a byly tak oproti původně schválenému rozpočtu vyšší o 100,8 mld. Kč. Na jejich překročení se podílelo především vyšší než plánované inkaso daňových příjmů včetně pojistného na sociální zabezpečení o 28,8 mld. Kč. Na tomto výsledku se podílel jak efektivnější výběr daní, tak pokračující ekonomický růst doprovázený vysokou zaměstnaností a rostoucími platy v podnikatelském i veřejném sektoru. Dokládá to i inkaso daňových příjmů (bez pojistného na sociální zabezpečení a pojistného

na veřejné zdravotní pojištění), které na úrovni veřejných rozpočtů meziročně vzrostlo o 8,4 %.

Celkové výdaje státního rozpočtu v roce 2016 činily 1 219,8 mld. Kč, což představovalo meziroční pokles o 77,5 mld. Kč. Oproti výdajům uvedeným v původně schváleném rozpočtu byla dosažena úspora výdajů ve výši 31,0 mld. Kč, přičemž na běžných výdajích činila úspora dokonce 37,2 mld. Kč. I díky přebytkovému hospodaření a nízkým úrokovým sazbám došlo k významné úspoře úrokových výdajů souvisejících s obsluhou státního dluhu oproti schválenému rozpočtu, a to o 11,4 mld. Kč.

Dle říjnové notifikace klesl dluh sektoru vládních institucí v poměru k HDP v roce 2015 o 1,9 p. b. na 40,3 % HDP. V roce 2016 se očekává další pokles o 2,9 p. b. na 37,4 % HDP. Z hlediska plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a pravidel Paktu o stabilitě a růstu pro výši zadlužení se tak ukazatel nachází bezpečně pod hranicí 60 % HDP.

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 je uvedena v pojetí zahrnujícím 19 zemí. Zdrojem pro data za roky 2013 až 2015 je Makroekonomická predikce České republiky – leden 2017, v případě ČR byla použita i pro rok 2016. Predikce pro rok 2016 za ostatní země byly převzaty z Fiskálního výhledu – listopad 2016. Údaj za EA19 není pro rok 2016 k dispozici.
Zdroj: MF

Finanční trhy

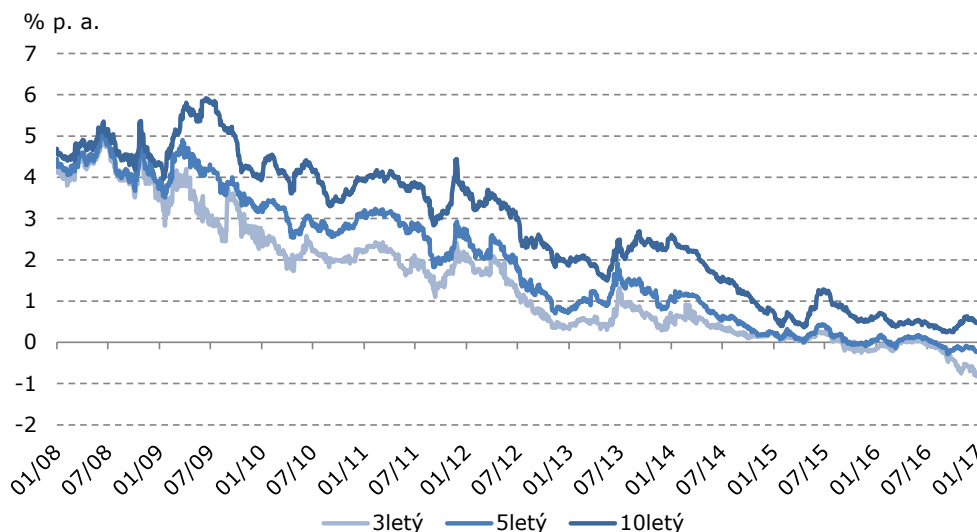
Výnosy českých státních dluhopisů během roku 2016 pokračovaly v dlouhodobém trendovém poklesu ve všech segmentech výnosové křivky. Ministerstvo využilo mimořádně dobrou situaci na finančních trzích a rozšířilo nabídku státních dluhopisů bez výnosu úročených na kratším konci výnosové křivky o Státní dluhopis České republiky, 2016-2018, 0,00 %, který byl prodán v celkové jmenovité hodnotě 40,8 mld. Kč, a Státní dluhopis České republiky, 2016-2019, 0,00 %, který byl prodán v celkové jmenovité hodnotě 60,8 mld. Kč. Celkem pak Ministerstvo prodalo státní dluhopisy bez výnosu se splatností do 4 let v celkové jmenovité hodnotě 112,0 mld. Kč, přičemž všechny prodeje byly realizovány za záporný výnos.

Delší konec výnosové křivky byl i v roce 2016 do určité míry korelován s vývojem nejvýznamnějších dluhopisových trhů v EU, převážně pak v Německu. V letních měsících roku 2016, tedy v době po Brexitu, investoři vyhledávali bezpečná aktiva, za která jsou české státní dluhopisy považované, a české desetileté dluhopisy se během srpna a září obchodovaly na historických minimech pod úrovní

0,3 % p. a. Výnosy českých desetiletých dluhopisů se dlouhodobě drží pod průměrem EU. Důvody je možné spatřovat ve zdravých makroekonomických fundamentech České republiky a efektivním řízení veřejných financí a likvidity státní pokladny. V letních měsících nesly nejnižší výnos v rámci evropských desetiletých dluhopisů německé „bundy“, které dosáhly záporných hodnot až k úrovni cca -0,2 % p. a. Naopak věřitelé Řecka by měli získat přes 8 % p. a. Během následujících měsíců došlo k obrátu a výnosy se začaly zvyšovat pod vlivem nárůstu inflačních očekávání způsobených mj. skutečností, že cena ropy po téměř dvouletém pádu obrátila směr a začala růst.

Krátký konec výnosové křivky je do značné míry ovlivňován měnově-politickými rozhodnutími ČNB. Během většiny minulého roku výnosy v tomto segmentu klesaly. K největšímu poklesu došlo v případě 3letých dluhopisů v posledních měsících roku. Svou roli zde jistě sehrála prohlášení členů bankovní rady ČNB ohledně dřívějšího ukončení intervenčního režimu, který je nyní očekáván zhruba na polovinu roku 2017.

Obrázek 4: Vývoj výnosů českých státních dluhopisů



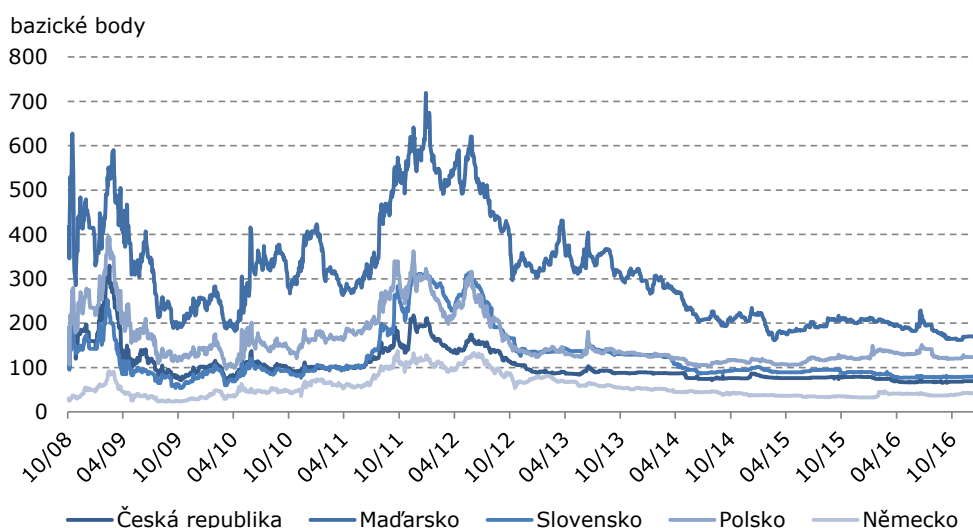
Zdroj: Thomson Reuters

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 dostatečný sortiment pro investory k diverzifikaci dluhového 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.

O vnímání České republiky na mezinárodním trhu jako důvěryhodného emitenta státních dluhopisů vypovídá situace na trzích swapů úvěrového selhání, tzv. „credit default swap“ (CDS), kde tržní účastníci v případě zajišťování kreditního rizika České republiky platí stejně jako v předchozím roce nejnižší rizikovou přírážku v porovnání s Polskem, Maďarskem a Slovenskem. V porovnání s Německem došlo během roku 2016 ke snížení rozdílu placených premií o 18,9 bazických bodů.

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

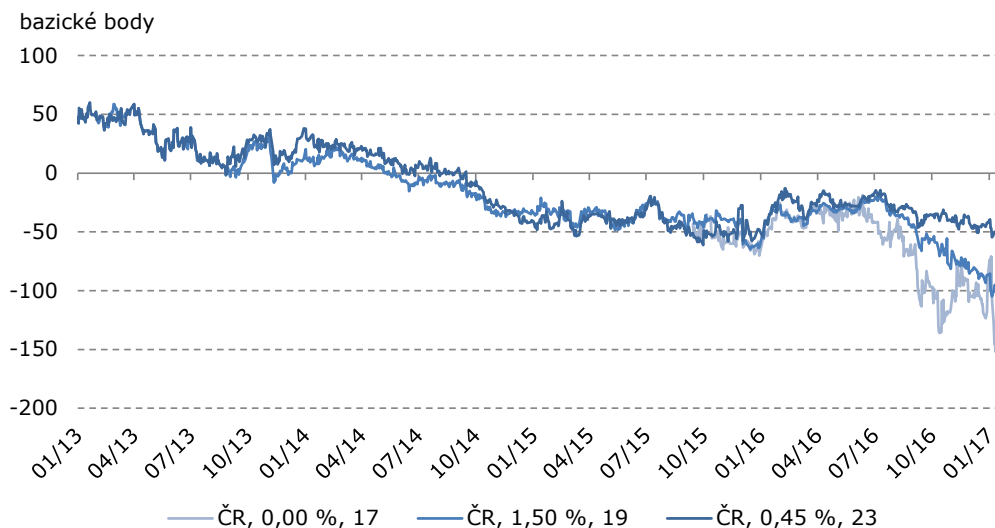


Zdroj: Thomson Reuters

Rovněž vývoj rizikové premie měřené pomocí rozpětí vůči srovnatelným swapovým sazbám, tzv. „asset swap spread“ naznačuje pokles rizikové

premie českých státních dluhopisů přibližně od poloviny roku 2016, zejména na krátkém konci výnosové křivky.

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



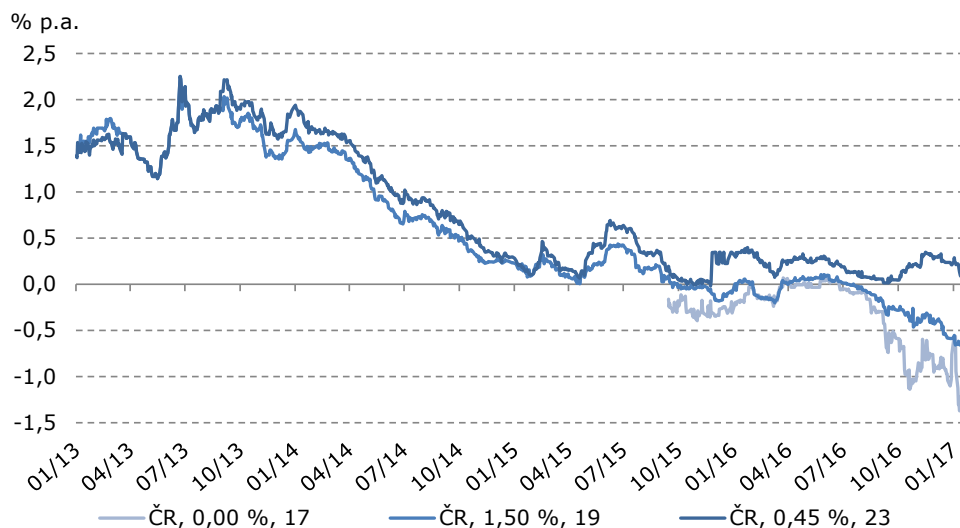
Zdroj: Thomson Reuters

Na snižování výnosů českých státních dluhopisů v roce 2016 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. V polovině března 2016 snížila ECB úrokovou sazbu z vkladové facility o 10 bazických bodů z -0,30 % na -0,40 %, čímž došlo dále k rozšíření úrokového diferenciálu vůči dvoutýdenní repo sazbě ČNB. ECB na svém zasedání 8. prosince 2016 prodloužila program kvantitativního uvolňování. Zatímco do března 2017 bude nakupovat dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 80 mld. EUR měsíčně, od dubna 2017 do prosince 2017 objem stanovila na 60 mld. EUR měsíčně, s možností dalšího prodloužení. Od listopadu 2015 platil po celý rok 2016 zvýšený limit na jednotlivou emisi, z původních 25 % na 33 %. Cílem tohoto opatření bylo navýšit 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 záporného 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.

Obrázek 7: Vývoj vybraných dluhopisů v krátkém a střednědobém segmentu výnosové křivky



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 navyšovat investice do českých střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů bez toho, aby požadovali vyšší výnos pokrývající významnější fluktuaci 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.

V segmentech splatnosti do 1 roku aukční výnosy státních pokladničních poukázek v roce 2016 při všech aukcích dosáhly záporných hodnot. Průměrný aukční výnos státních pokladničních poukázek v roce 2016 činil -0,16 % p. a.

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 či pozitivním výhledem všech hlavních ratingových agentur s mezinárodní působností. 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.

V roce 2016 všechny světově významné ratingové agentury potvrdily ratingová hodnocení České republiky se stabilním výhledem, v případě JCR došlo ke zlepšení výhledu na pozitivní.

Tabulka 2: Ratingové hodnocení České republiky

Ratingová agentura	Domácí dlouhodobé závazky	Výhled	Zahraníční dlouhodobé závazky	Výhled	Udělen / potvrzen
Moody's	A1	Stabilní	A1	Stabilní	14. 10. 2016
Standard & Poor's	AA	Stabilní	AA-	Stabilní	20. 1. 2017
Fitch Ratings	A+	Stabilní	A+	Stabilní	14. 10. 2016
JCR	AA-	Pozitivní	A+	Pozitivní	27. 9. 2016
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 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 určena standardními komponentami, které je v daném roce nezbytné pokrýt peněžními prostředky, tj. jedná se zejména o hotovostní schodek státního rozpočtu a o veškeré 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 potom probíhají na straně zdrojů peněžních prostředků, které mohou být zapojeny do krytí potřeby financování paralelně s výpůjčními operacemi státu na finančních trzích.

Tabulka 3: Potřeba a zdroje financování

mld. Kč	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Primární saldo státního rozpočtu	120,6	97,6	59,6	30,4	29,3	17,5	-102,4
Čisté výdaje na obsluhu státního dluhu ¹	35,8	45,1	41,4	50,9	48,5	45,3	40,7
Splátky SDD ²	83,0	104,1	121,7	107,9	143,7	123,9	157,8
Splátky a předčasné splátky SSD	0,0	0,0	9,6	7,7	11,9	11,9	30,2
Splátky SPP ³	88,2	113,3	162,6	189,1	120,9	107,6	84,4
Splátky ostatních instrumentů peněžního trhu ³	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	2,2
Splátky přijatých zápůjček a úvěrů	1,1	1,1	5,3	2,8	11,1	2,5	1,7
Potřeba financování celkem	328,7	361,3	400,2	388,8	365,3	311,2	214,5
Hrubá emise SPP ^{3,4}	113,3	162,6	189,1	120,9	107,6	84,4	4,2
Ostatní instrumenty peněžního trhu ³	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	2,2	0,0
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 ⁴	167,4	180,3	164,6	145,6	153,3	180,4	211,6
Hrubá emise SDD na zahraničních trzích ⁴	49,7	0,9	69,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Hrubá emise SSD ⁵	0,0	20,4	45,4	39,1	2,1	1,0	1,0
Přijaté zápůjčky a úvěry	10,4	5,3	4,0	4,3	0,0	0,0	0,0
Operace finančních aktiv a řízení likvidity	-12,0	-8,2	-71,8	78,9	99,7	43,2	-2,3
Zdroje financování celkem	328,7	361,3	400,2	388,8	365,3	311,2	214,5
Hrubá výpůjční potřeba	340,7	369,5	472,0	309,9	265,6	268,1	216,9

¹ Saldo rozpočtové kapitoly 396 – Státní dluh.

² Včetně vlivu zpětných odkupů a výměnných operací.

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

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

⁵ Včetně reinvestice výnosů.

Zdroj: MF

V roce 2016 poklesla potřeba financování oproti původnímu plánu uveřejněnému dne 18. prosince 2015 v rámci Strategie o 127,5 mld. Kč. Pokles potřeby financování byl zapříčiněn především výrazně lepším hospodařením státního rozpočtu, který poprvé od roku 1995 skončil v přebytku ve výši

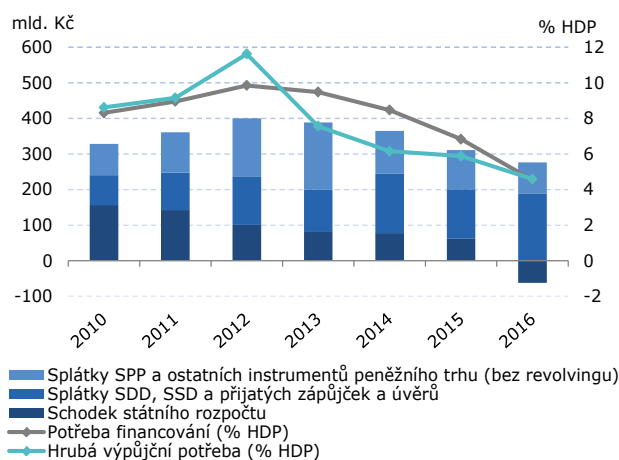
61,8 mld. Kč, což představuje o 131,8 mld. Kč lepší výsledek oproti jeho rozpočtované výši. Na tomto mimořádně úspěšném hospodaření se podílely i úspory výdajů na obsluhu státního dluhu, které byly nižší o 11,7 mld. Kč oproti rozpočtované výši.

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 vztaženou 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. Potřeba financování vykazuje od roku 2012 klesající trend jak v absolutním vyjádření, tak i při vyjádření jako podílu na HDP. Ve vztahu k HDP je tento klesající trend akcelerován v posledních dvou

letech, kdy oproti roku 2015 došlo k meziročnímu poklesu o 2,3 p. b., a v porovnání s rokem 2014 dokonce o 3,9 p. b. na úroveň 4,5 %.

Obrázek 8: Potřeba financování



Poznámka: HDP v metodice ESA2010. Zdrojem dat pro roky 2010-2015 je ČSÚ, pro rok 2016 Makroekonomická predikce České republiky - leden 2017. Splátky SDD včetně vlivu zpětných odkupů a výměnných operací. Zdroj: MF, ČSÚ

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	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Hrubá výpůjční potřeba	340,7	369,5	472,0	309,9	265,6	268,1	216,9
Hrubá emise SPP ^{1,2}	113,3	162,6	189,1	120,9	107,6	84,4	4,2
Ostatní instrumenty peněžního trhu ¹	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	2,2	0,0
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 ²	167,4	180,3	164,6	145,6	153,3	180,4	211,6
Hrubá emise SDD na domácím trhu do 5 let ^{2,3}	63,4	45,3	31,4	37,8	37,3	100,0	119,6
Hrubá emise SDD na domácím trhu od 5 do 10 let ^{2,3}	61,2	73,6	93,3	79,6	50,0	23,3	48,4
Hrubá emise SDD na domácím trhu nad 10 let ^{2,3}	42,8	61,4	39,9	28,3	65,9	57,1	43,7
Hrubá emise SDD na zahraničních trzích ²	49,7	0,9	69,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Hrubá emise SSD ⁴	0,0	20,4	45,4	39,1	2,1	1,0	1,0
Přijaté zápůjčky a úvěry	10,4	5,3	4,0	4,3	0,0	0,0	0,0
Financování hrubé výpůjční potřeby celkem	340,7	369,5	472,0	309,9	265,6	268,1	216,9

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

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

³ Zbytková doba do splatnosti v den vypořádání transakce.

⁴ Včetně reinvestice výnosů.

Zdroj: MF

Výsledná hrubá výpůjční potřeba může být nižší než roční potřeba financování v případě, že dochází k aktivnímu zapojování finančních aktiv anebo operací řízení likvidity jako zdroje financování, což nastalo například v letech 2013 až 2015, a naopak může být vyšší, pokud dochází k akumulaci finančních aktiv prostřednictvím výpůjčních operací

státu, ke kterému docházelo v letech 2010 až 2012. Aktivní využití refinančního mechanismu státní pokladny a efektivnější finanční plánování umožnily také v průběhu roku 2016 snížení rozsahu výpůjčních operací státu, čímž bylo dosaženo dalších úspor úrokových výdajů státního rozpočtu a poklesu státního dluhu.

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 derivátů. V případě nulové čisté změny státních finančních aktiv 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 vláda nově vypůjčit v běžném roce nad rámec již vypůjčených prostředků v předchozích letech splatných v běžném roce.

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 souvisejících derivátů.

Tabulka 5: Čistá výpůjční potřeba

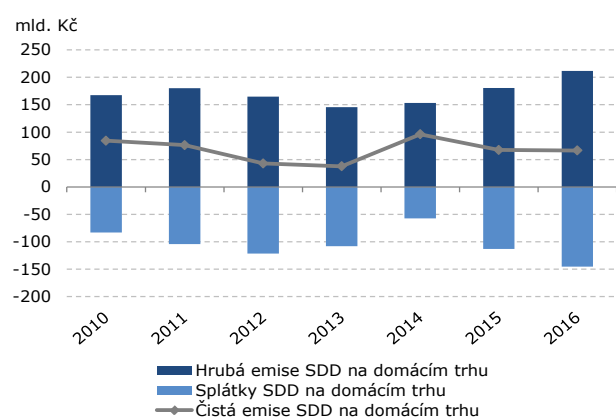
mld. Kč	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Hrubá výpůjční potřeba	340,7	369,5	472,0	309,9	265,6	268,1	216,9
Splátky SDD ¹	83,0	104,1	121,7	107,9	143,7	123,9	157,8
Splátky a předčasné splátky SSD	0,0	0,0	9,6	7,7	11,9	11,9	30,2
Splátky SPP ²	88,2	113,3	162,6	189,1	120,9	107,6	84,4
Splátky ostatních instrumentů peněžního trhu ²	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	2,2
Splátky přijatých zápůjček a úvěrů	1,1	1,1	5,3	2,8	11,1	2,5	1,7
Čistá výpůjční potřeba	168,5	151,0	172,8	2,3	-21,9	19,6	-59,4

¹ Včetně vlivu zpětných odkupů a výměnných operací.

² Bez zahrnutí vlivu SPP vydaných a splacených v rámci daného roku a bez revolvingu ostatních peněžních instrumentů.

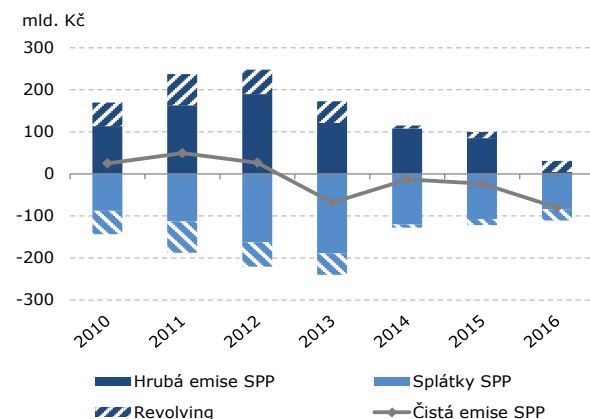
Zdroj: MF

Obrázek 9: Čistá emise SDD na domácím trhu



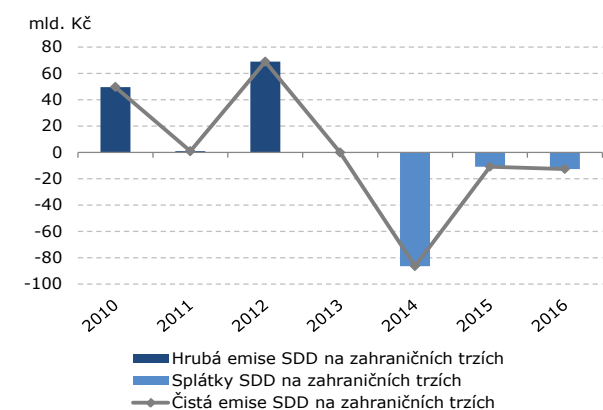
Zdroj: MF

Obrázek 11: Čistá emise SPP na domácím trhu



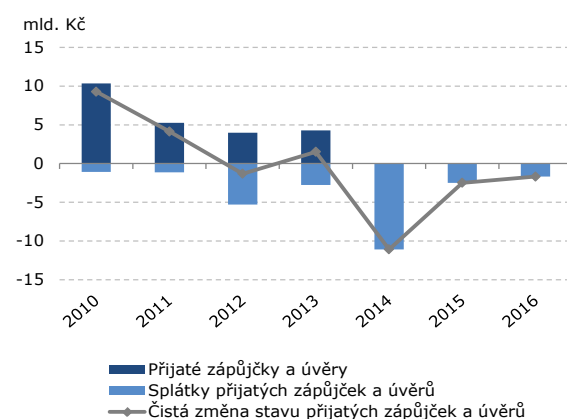
Zdroj: MF

Obrázek 10: Čistá emise SDD na zahraničních trzích



Zdroj: MF

Obrázek 12: Čistá změna stavu přijatých zápůjček a úvěrů



Zdroj: MF

Tabulka 6: Čistá výpůjční potřeba a změna státního dluhu

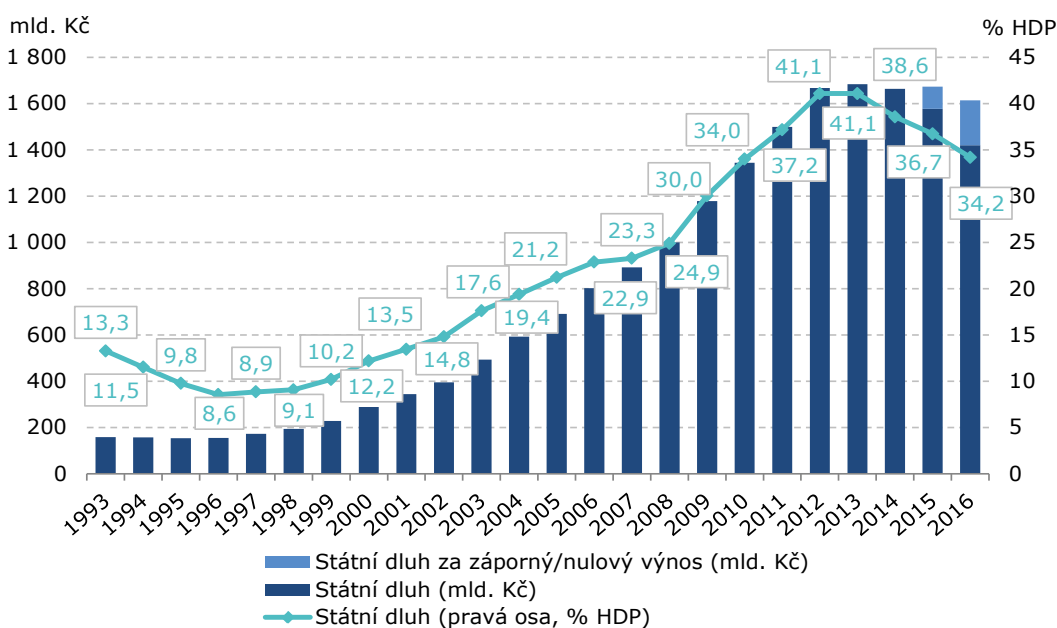
mld. Kč	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Hrubý státní dluh k 1. 1.	1 178,2	1 344,1	1 499,4	1 667,6	1 683,3	1 663,7	1 673,0
Primární saldo státního rozpočtu	120,6	97,6	59,6	30,4	29,3	17,5	-102,4
Čisté výdaje na obsluhu státního dluhu ¹	35,8	45,1	41,4	50,9	48,5	45,3	40,7
Operace finančních aktiv a řízení likvidity	12,0	8,2	71,8	-78,9	-99,7	-43,2	2,3
Čistá výpůjční potřeba	168,5	151,0	172,8	2,3	-21,9	19,6	-59,4
Čistá emise SPP	25,1	49,3	26,5	-68,2	-13,3	-23,2	-80,2
Čistá změna stavu ostatních instrumentů peněžního trhu	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	-0,4	-2,2
Čistá emise SDD na domácím trhu	84,4	76,2	42,9	37,7	96,0	67,4	66,4
Čistá emise SDD na zahraničních trzích	49,7	0,9	69,0	0,0	-86,4	-10,8	-12,6
Čistá emise SSD	0,0	20,4	35,8	31,4	-9,7	-10,9	-29,2
Čistá změna stavu přijatých zápůjček a úvěrů	9,3	4,1	-1,3	1,5	-11,1	-2,5	-1,7
Financování čisté výpůjční potřeby	168,5	151,0	172,8	2,3	-21,9	19,6	-59,4
Přecenění státního dluhu ²	-2,4	4,5	-4,4	13,4	2,3	-10,3	-0,2
Čistá změna stavu směnek	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Změna hrubého státního dluhu	165,8	155,3	168,3	15,7	-19,7	9,3	-59,6
Hrubý státní dluh k 31. 12.	1 344,1	1 499,4	1 667,6	1 683,3	1 663,7	1 673,0	1 613,4
Podíl na HDP (%)³	34,0	37,2	41,1	41,1	38,6	36,7	34,2

¹ Saldo rozpočtové kapitoly 396 – Státní dluh.

² 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 nebo splacené v rámci zápůjčních facilit poskytnutých z jaderného portfolia.

³ HDP v metodice ESA2010. Zdrojem dat pro roky 2010 – 2015 je ČSÚ, pro rok 2016 Makroekonomická predikce České republiky – leden 2017.

Zdroj: MF, ČSÚ

Obrázek 13: Vývoj státního dluhu České republiky


Poznámka: HDP v metodice ESA2010. Zdrojem dat pro roky 1993-2015 je ČSÚ, pro rok 2016 Makroekonomická predikce České republiky- leden 2017
Zdroj: MF, ČSÚ

Tabulka 7: Stav a struktura dluhového portfolia

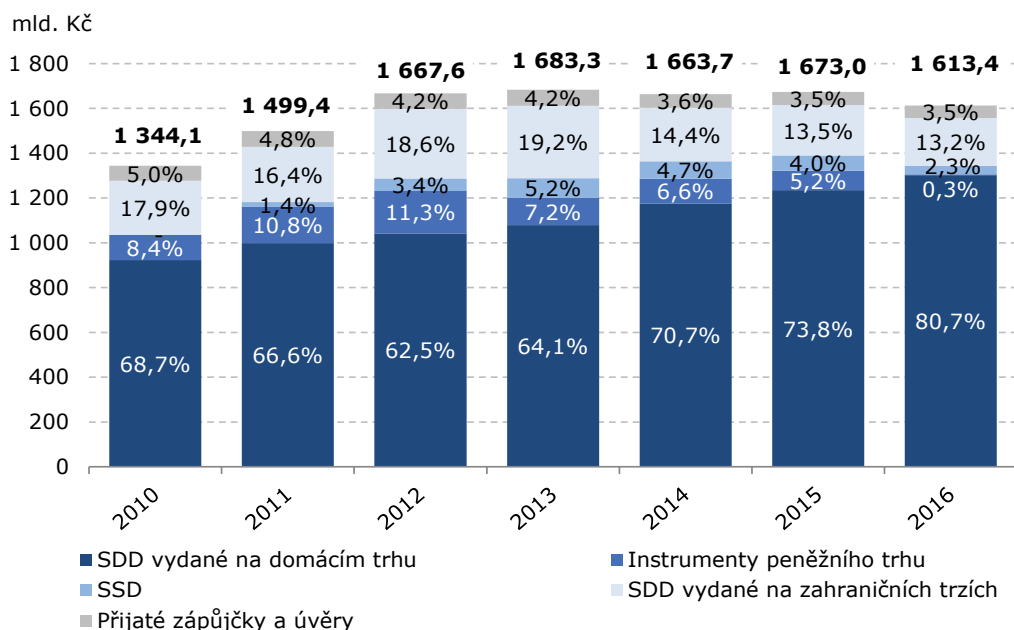
mld. Kč	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Hrubý státní dluh	1 344,1	1 499,4	1 667,6	1 683,3	1 663,7	1 673,0	1 613,4
SPP	113,3	162,6	189,1	120,9	107,6	84,4	4,2
Ostatní instrumenty peněžního trhu	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	2,9	0,0
Přijatý kolaterál v peněžních prostředcích	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SDD vydané na domácím trhu	923,0	999,1	1 042,0	1 079,7	1 175,7	1 235,2	1 301,6
SDD vydané na zahraničních trzích	240,3	245,7	310,3	323,7	239,6	225,6	213,5
SSD	0,0	20,4	56,2	87,6	77,8	66,9	37,8
Přijaté zápůjčky a úvěry	67,2	71,3	70,0	71,5	60,4	58,0	56,3
Směnky	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Likvidní státní finanční aktiva	112,3	119,7	191,5	116,7	67,8	77,1	62,2
Jaderné portfolio	15,1	16,6	18,5	20,7	22,7	24,5	25,6
Důchodové portfolio	21,6	22,0	22,4	22,6	22,7	22,9	23,0
Účelové účty státních finančních aktiv	10,2	10,5	10,6	10,7	10,9	11,1	10,7
Pře-půjčování nad 1 rok ¹	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezerva peněžních prostředků ²	65,4	70,6	139,9	62,7	11,5	18,6	2,9
Státní finanční aktiva	114,0	121,4	193,2	116,7	67,8	77,1	62,2
Likvidní státní finanční aktiva	112,3	119,7	191,5	116,7	67,8	77,1	62,2
Pře-půjčování ³	1,7	1,7	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Čisté dluhové portfolio	1 230,1	1 378,0	1 474,4	1 566,7	1 595,8	1 595,9	1 551,2

¹ 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.

² Volné peněžní prostředky vytvářené dle § 35, odst. (4) zákona č. 218/2000 Sb. Včetně vlivu kurzových rozdílů korunové hodnoty cizoměnové části rezervy peněžních prostředků.

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

Zdroj: MF

Obrázek 14: Struktura dluhového portfolia 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 již třetím rokem přispívaly k navyšování likvidity v domácím bankovním systému, pokračovalo Ministerstvo také v roce 2016 v racionalizaci volné likvidity státní pokladny 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 plně nahradily peněžní prostředky centrálního systému řízení souhrnných účtů státní pokladny.

S účinností od 10. května 2016 došlo dle zákona č. 128/2016 Sb., kterým se mění zákon č. 218/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech a o změně některých souvisejících zákonů (rozpočtová pravidla), ve znění pozdějších předpisů ke klíčovému rozšíření souhrnných účtů státní pokladny, a to o účty Všeobecné zdravotní pojišťovny České republiky, včetně zvláštního účtu veřejného zdravotního pojištění, účty resortních,

oborových, podnikových a dalších zdravotních pojišťoven a svazů zdravotních pojišťoven, které se tak staly povinnými klienty státní pokladny. Zároveň se také povinným klientem stala státní organizace Správa železniční dopravní cesty, která byla doposud v režimu nepovinného klienta státní pokladny. Spolu s rozšířením souhrnného účtu státní pokladny se také zkrátilo přechodné období, během kterého si musí všichni povinní klienti státní pokladny zřídit účty u ČNB a převést na ně prostředky z dosavadních účtů u bank nebo ostatních poskytovatelů platebních služeb, na 9 měsíců ode dne nabytí účinnosti tohoto zákona.

Novelou rozpočtových pravidel došlo k dalšímu navýšení disponibilních peněžních prostředků státní pokladny, která je efektivněji řízena dle aktuálních potřeb státu a současně i lépe zhodnocována investováním v rámci řízení likvidity státní pokladny. Tím také došlo k dalšímu posílení pozice České republiky na finančním trhu umožňující další zefektivnění řízení výpůjčních operací státu a snížení úrokových výdajů státního rozpočtu.

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

mld. Kč, mld. EUR	2014		2015		2016	
	CZK	EUR	CZK	EUR	CZK	EUR
Likvidní státní finanční aktiva	56,3	0,4	58,5	0,7	59,3	0,1
Povinní klienti státní pokladny ¹	99,3	1,8	114,3	2,0	156,6	0,1
Nepovinní klienti státní pokladny	5,6	0,0	10,0	0,0	29,1	0,0
Refinancování ze státní pokladny (-)	-50,7	0,0	-81,8	-0,8	-82,9	-0,1
Celková likviditní pozice státní pokladny²	110,5	2,2	101,0	1,9	162,2	0,1
Reversní repo operace (kolaterál SPP)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Reversní repo operace (kolaterál SDD)	0,0	0,8	0,0	0,4	0,0	0,0
Reversní repo operace (kolaterál poukázka ČNB)	71,3	0,5	0,0	0,0	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	22,1	0,8	0,0	1,4	0,0	0,0
Pře-půjčování ³	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investování do cenných papírů	15,5	0,0	7,5	0,0	8,1	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 ⁴	1,7	0,0	93,5	0,0	154,1	0,0
Peněžní prostředky na účtech v obchodních bankách ⁵	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Celková investiční pozice státní pokladny	110,5	2,2	101,0	1,9	162,2	0,1

¹ Bez zahrnutí kvazi-klientů SD a SFA.

² Disponibilní likvidita státní pokladny včetně investování mimo účty řízení likvidity státní pokladny.

³ 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.

⁴ 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.

⁵ Včetně peněžních prostředků na cestě.

Zdroj: MF

Vzhledem ke globálnímu snižování úrokových sazeb bylo v roce 2016 dosaženo ve srovnání s rokem 2015 o 30,7 mil. Kč nižších výnosů z investičních operací na peněžním trhu při řízení likvidity státní pokladny. Tento pokles výnosů byl však především kompenzován čistými příjmy z emisní činnosti z titulu záporných výnosů dosažených v primárních aukcích státních dluhopisů ve výši 803,2 mil. Kč se zohledněním budoucích výdajů v podobě výplat kupónů do splatnosti těchto dluhopisů, pokud nebyly bez výnosu. V roce 2016 obchodovalo Ministerstvo financí s celkem patnácti protistranami, kterými jsou jak české, tak i zahraniční banky.

V rámci řízení likvidity korunové státní pokladny a investičních operací správy finančních aktiv na jaderném portfoliu byly v průběhu roku 2016 provedeny krátkodobé investice s použitím zástavy poukázek ČNB, státních pokladničních poukázek a střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v celkové nominální hodnotě 4 647,7 mld. Kč. Průměrná úroková sazba dosažená při investování s použitím těchto zástav činila 0,05 % p. a. Rovněž byly v tomto období realizovány krátkodobé investice ve formě depozitních operací v celkové nominální hodnotě 3 168,6 mld. Kč. Průměrná úroková sazba dosažená investováním formou depozitních operací činila 0,04 % p. a. Do státního

rozpočtu bylo v roce 2016 z výnosů operací v rámci řízení korunové likvidity státní pokladny převedeno celkem 59,7 mil. Kč.

V rámci řízení likvidity eurové státní pokladny byly v průběhu roku 2016 provedeny krátkodobé investice s použitím zástavy střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v celkové nominální hodnotě 0,136 mld. EUR. Průměrná úroková sazba investičních operací se zástavou střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů provedených v roce 2016 činila 0,01 % p. a. Rovněž byly v tomto období realizovány krátkodobé investice ve formě depozitních operací v celkové nominální hodnotě 0,535 mld. EUR. Průměrná úroková sazba dosažená investováním formou depozitních operací činila 0,06 % p. a. Ministerstvo financí realizovalo v roce 2016 devizové swapy se splatností v roce 2017 v celkové nominální hodnotě 0,125 mld. EUR, přičemž průměrná úroková sazba dosažená při těchto operacích činila 0,8 % p. a. Do státního rozpočtu bylo v roce 2016 z výnosů operací v rámci řízení eurové likvidity státní pokladny převedeno celkem 16,9 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	2014	2015	2016	2015/2014	2016/2015
Korunové operace	87,1	40,2	59,7	0,5	1,5
Eurové operace (přepočteno na Kč)	151,7	67,1	16,9	0,4	0,3
Zápůjční facility	1,9	3,9	11,6	2,0	3,0
Devizové swapy	0,0	0,0	44,0	-	-
Emisní činnost se záporným výnosem ¹	0,0	413,7	803,2	-	1,9
Celkem	240,8	524,9	935,3	2,2	1,8

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

3 - Program financování a emisní činnost

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. Strukturu programu

financování tvoří dluhové zdroje potřeby financování, které slouží k financování hrubé výpůjční potřeby. 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

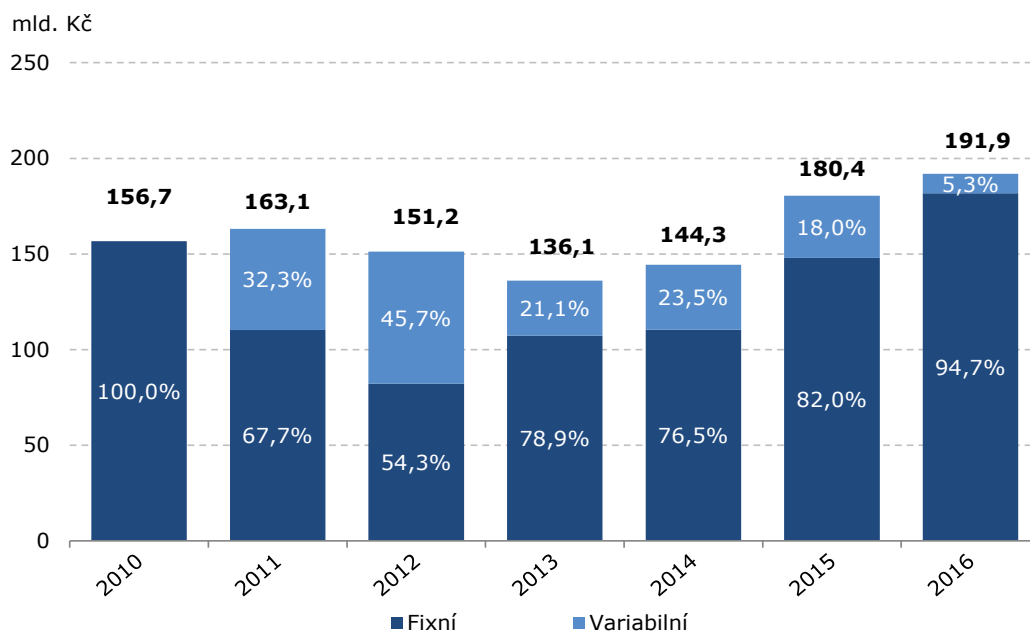
Pro rok 2016 byl v rámci Strategie stanoven emisní plán střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů minimálně ve výši 150 mld. Kč, přičemž skutečná hrubá emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů činila v tomto roce 211,6 mld. Kč. Ministerstvo využívalo i v roce 2016 příznivých podmínek na finančním trhu, kdy výnosy státních dluhopisů na krátkém konci výnosové křivky dosahovaly záporných výnosů, a přizpůsobilo tak svou emisní činnost, když se podařilo na trhu umístit střednědobé a dlouhodobé dluhopisy za záporný výnos v celkové jmenovité hodnotě 114,9 mld. Kč, přičemž tak získalo dodatečně peněžní prostředky ve výši 780,0 mil. Kč.

Ministerstvo dále v rámci Strategie, resp. její aktualizace definovalo rozsahy hrubé emise korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v prvním a druhém pololetí. Pro první pololetí byl stanoven limit ve výši max. 150 mld. Kč, přičemž ve skutečnosti hrubá emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů činila v tomto období 100,6 mld. Kč. Pro druhé pololetí byl stanoven minimální rozsah ve výši 50 mld. Kč a i tento limit byl splněn, když ve druhém pololetí Ministerstvo emitovalo střednědobé a dlouhodobé dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 111,1 mld. Kč.

Ministerstvo doprodalo z vlastního majetkového účtu střednědobé dluhopisy bez výnosu se

splatností v roce 2017, a dále vydalo 13., resp. 20. ledna 2016 první tranše nových střednědobých dluhopisů bez výnosu se splatností v roce 2018, resp. 2019 s cílem maximálního využití příznivých tržních podmínek k získání dodatečných peněžních prostředků v podobě aukčních premií. Ministerstvo tak prodalo v roce 2016 střednědobé státní dluhopisy bez výnosu v celkové jmenovité hodnotě 112,0 mld. Kč, přičemž v souladu se Strategií, resp. její aktualizací, byla těmito dluhopisy nahrazena část emise státních pokladničních poukázek a došlo tak k meziročnímu poklesu jejich jmenovité hodnoty v oběhu z 84,4 mld. Kč na úroveň 4,2 mld. Kč ke konci roku 2016 s pozitivním dopadem na rizikovitost portfolia státního dluhu a hospodaření státního rozpočtu.

Na domácím trhu střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů bylo v roce 2016 uskutečněno celkem 43 primárních aukcí v 16 aukčních dnech. V jeden aukční den byly nabízeny až tři různé státní dluhopisy. V souladu se Strategií nabízelo Ministerstvo v aukcích fixně úročené dluhopisy včetně dluhopisů bez výnosu, jejichž podíl dosahoval 94,7 %, v menší míře pak variabilně úročené dluhopisy, jejichž podíl tvořil 5,3 %. Především fixně úročené dluhopisy včetně dluhopisů bez výnosu byly nabízeny zejména vzhledem ke klesajícím výnosům na finančních trzích a poptávce ze strany primárních dealerů po těchto dluhopisech.

Obrázek 15: Úroková struktura SDD prodaných v aukcích na primárním trhu

Zdroj: MF

Ministerstvo vydalo v roce 2016 dvě benchmarkové emise, a to Státní dluhopis České republiky, 2016–2019, 0,00 % v celkové jmenovité hodnotě 60,8 mld. Kč v jedenácti tranších a Státní dluhopis České republiky, 2016–2018, 0,00 % v celkové jmenovité hodnotě 40,8 mld. Kč v pěti tranších.

Vzhledem k poklesu výnosů státních dluhopisů České republiky úročených zejména na kratším konci výnosové křivky a bezprecedentnímu zájmu primárních dealerů o tento typ dluhopisů zvýšilo Ministerstvo flexibilně emisi státních dluhopisů v segmentu splatnosti do 5 let. V rámci tohoto segmentu prodalo Ministerstvo Státní dluhopis České republiky, 2016–2019, 0,00 % v celkové jmenovité hodnotě 60,8 mld. Kč, Státní dluhopis České republiky, 2016–2018, 0,00 % v celkové jmenovité hodnotě 40,8 mld. Kč a Státní dluhopis České republiky, 2015–2017, 0,00 % v celkové jmenovité hodnotě 10,3 mld. Kč. Segment do 5 let tak tvoří 59,8 % celkové hrubé emise na primárním trhu, což představuje nárůst oproti roku 2015 o 4,4 p. b. Nárůst emise v tomto segmentu je kompenzován signifikantním poklesem státních pokladničních poukázek v oběhu.

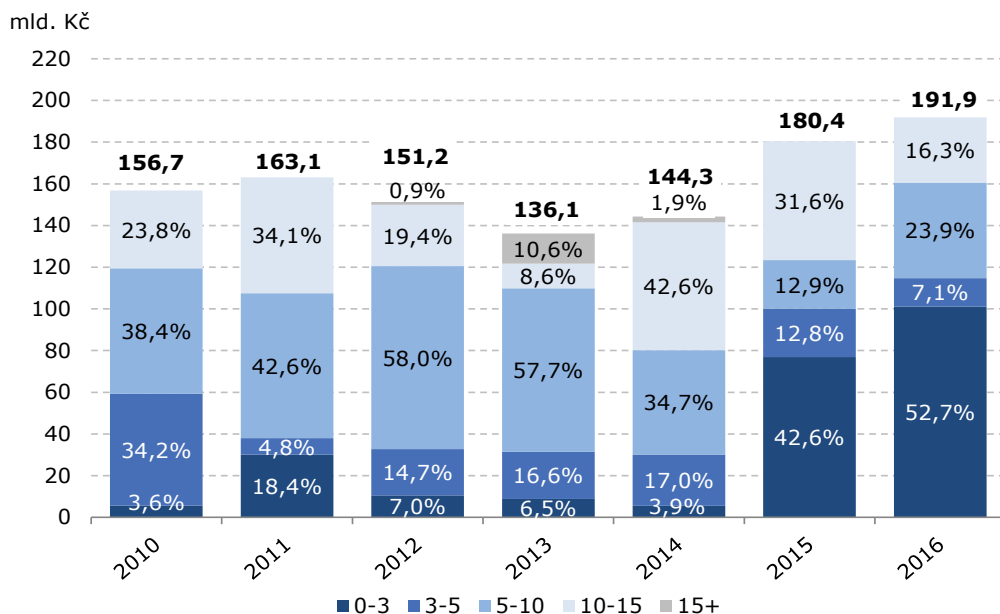
Téměř čtvrtinu střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů prodalo Ministerstvo na primárním trhu v segmentu zbytkové doby do splatnosti 5-10 let, a to především Státní dluhopis České republiky, 2014–2025, 2,40 % v celkové jmenovité hodnotě 17,4 mld. Kč, Státní dluhopis České republiky, 2015–2026, 1,00 % v celkové jmenovité hodnotě 14,6 mld. Kč a Státní dluhopis České republiky, 2015–2023, 0,45 %, jehož celková prodaná jmenovitá hodnota činila 13,8 mld. Kč.

Celkem bylo v tomto segmentu prodáno 45,8 mld. Kč, což představuje nárůst oproti roku 2015 o 11,0 p. b. na 23,9 %.

Segment zbytkové doby do splatnosti 10-15 let dosáhl podílu ve výši 16,3 % na celkové hrubé emisi na primárním trhu, tedy o 15,3 p. b. méně než v předchozím roce. V rámci tohoto segmentu byl prodán Státní dluhopis České republiky, 2015–2030, 0,95 % v celkové jmenovité hodnotě 12,5 mld. Kč, Státní dluhopis České republiky, 2014–2027, VAR % v celkové jmenovité hodnotě 7,3 mld. Kč a Státní dluhopis České republiky, 2013–2028, 2,50 % v celkové jmenovité hodnotě 7,0 mld. Kč. Tento segment zahrnuje i aukci Státního dluhopisu České republiky, 2015–2026, 1,00 % ze dne 13. 1. 2016 v celkové jmenovité hodnotě 4,4 mld. Kč, avšak další tranše tohoto dluhopisu spadají do segmentu 5-10 let.

Celkem tak bylo na primárním trhu v roce 2016 umístěno 191,9 mld. Kč střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů, což je o 11,5 mld. Kč, tedy o 6,4 % více než v roce 2015. Za tímto nárůstem stojí především nahrazování státních pokladničních poukázek státními dluhopisy bez výnosu a snaha Ministerstva uspokojit poptávku primárních dealerů a maximálně využít mimořádně výhodných podmínek na trhu domácích střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů. Ministerstvo tak splnilo rámcový emisní plán definovaný ve Strategii, resp. její aktualizaci a emitovalo střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy v souladu s vyhlášenými limity pro refinanční riziko.

Obrázek 16: Splatnostní struktura SDD prodaných v aukcích na primárním trhu

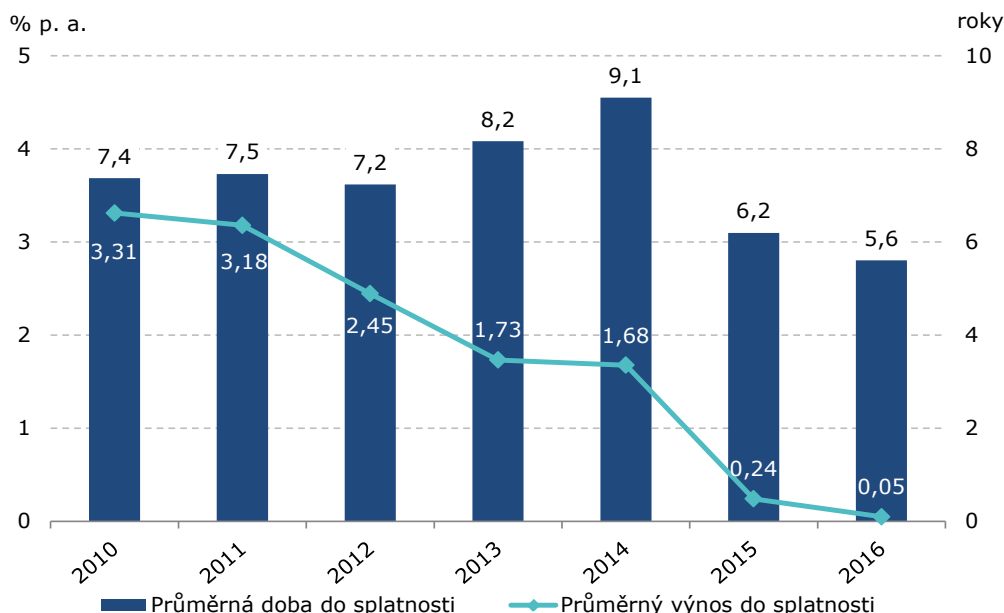


Zdroj: MF

Průměrný výnos střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů prodaných v primárních aukcích v roce 2016 činil 0,05 % p. a., což bylo dáno především 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 0,6 roku oproti roku 2015 na 5,6 roku. Tento pokles je dán především flexibilní reakcí Ministerstva na vývoj situace na finančních trzích a bezprecedentní poptávkou ze strany primárních dealerů po dluhopisech úročených na kratším konci výnosové křivky.

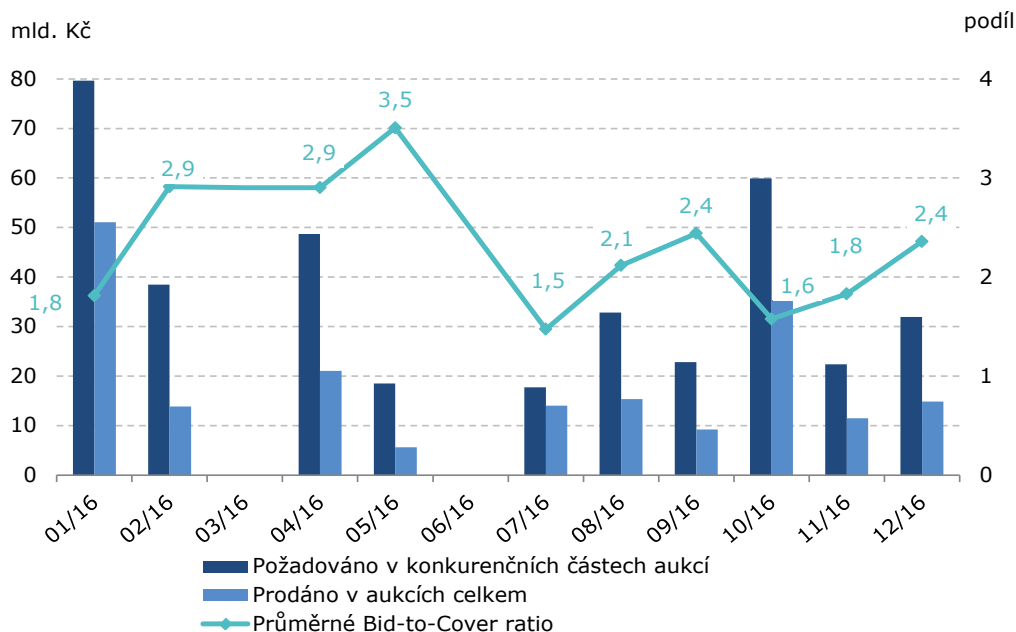
Obrázek 17: Průměrný výnos a doba do splatnosti SDD v aukcích na primárním trhu



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

V roce 2016 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 2,2 signalizuje velmi silnou poptávku v aukcích střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím trhu. Oproti roku 2015 se tento ukazatel nezměnil, což dokládá stabilní zájem investorů o státní dluhopisy.

Obrázek 18: Aukce SDD na primárním trhu v roce 2016

Zdroj: MF, ČNB

V roce 2016 Ministerstvo zahájilo program výměnných operací na sekundárním trhu prostřednictvím elektronické obchodní platformy MTS Czech Republic. Výměnné operace střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů Ministerstvo úspěšně implementovalo v prvním čtvrtletí roku 2016, když byl v únoru zahájen pilotní provoz. Ministerstvo tak dále rozšířilo portfolio nabízených operací dostupných v rámci sekundárního trhu a zařadilo se tak po bok států jako je Německo, Švédsko, Dánsko, Francie či Rakousko, které tyto operace běžně provádějí. V rámci těchto operací Ministerstvo zpravidla odkupuje střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy s relativně krátkou zbytkovou dobou do splatnosti a s relativně vysokou kupónovou sazbou a prodává dluhopisy s delší zbytkovou dobou do splatnosti a relativně nižší kupónovou sazbou, díky čemuž Ministerstvo snižuje refinanční riziko v důsledku snížení budoucí splátky. V důsledku těchto operací dochází taktéž k prodlužování průměrné doby do splatnosti i refixace dluhového portfolia. Zároveň má tato operace pozitivní vliv i na státní rozpočet z titulu úspory plynoucí z neuskutečnění vyšších budoucích kupónových plateb. Ministerstvo si tak mimo jiné v průběhu celého roku 2016 předfinancovalo řádnou splátku Dluhopisu České republiky, 2008–2016, VAR, která se uskutečnila 27. 10. 2016, když se mu před datem řádné splátky podařilo tento dluhopis v rámci výměnných operací odkoupit v celkové jmenovité hodnotě 18,2 mld. Kč. Celkem tak Ministerstvo vyměnilo dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 21,5 mld. Kč se splatností v roce 2016, 2017 a v menší míře i v roce 2019 s průměrnou zbytkovou dobou do splatnosti ve výši 0,4 roku za dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 16,2 mld. Kč s průměrnou zbytkovou dobou do splatnosti ve výši 10,1 let.

Ve čtvrtém čtvrtletí zahájilo Ministerstvo i přímé prodeje střednědobých a dlouhodobých dluhopisů prostřednictvím elektronické obchodní platformy MTS Czech Republic, kdy prodalo dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 3,6 mld. Kč se splatností v letech 2018 až 2028. Ministerstvo tak v roce 2016 využilo širokou škálu operací na primárním a sekundárním trhu s cílem uspokojit poptávku primárních dealerů a zároveň maximálně využít příznivé tržní podmínky s pozitivním dopadem na rizikovost dluhového portfolia a hospodaření státního rozpočtu. V rámci operací na sekundárním trhu se tak podařilo získat dodatečné peněžní prostředky z titulu prodeje dluhopisů za záporný výnos ve výši 27,9 mil. Kč.

V roce 2016 došlo ke třem splátkám korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů, které byly rovnoměrně rozloženy do celého roku. Jednalo se o Dluhopis České republiky, 2001 - 2016, 6,95 %, který byl splacen v lednu v celkové jmenovité hodnotě 34,6 mld. Kč, Státní dluhopis České republiky, 2013–2016, 0,50 %, který byl splacen červenci v celkové jmenovité hodnotě 27,4 mld. Kč a Dluhopis České republiky, 2008 - 2016, VAR splatný v říjnu v celkové jmenovité hodnotě 61,8 mld. Kč. Celkem tak byly v roce 2016 splaceny korunové střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy se zahrnutím operací na sekundárním trhu v celkové jmenovité hodnotě 145,2 mld. Kč. Celková jmenovitá hodnota čisté emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím trhu činila 66,4 mld. Kč, což je o 1,0 mld. Kč méně než v předchozím roce a dokládá to stabilní navyšování střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v oběhu. V roce 2016 nebyly uskutečněny žádné zpětné odkupy střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů.

V roce 2016 nerealizovalo Ministerstvo žádné výpůjční operace na zahraničních trzích z důvodu relativně nízké hrubé výpůjční potřeby, vysokého zájmu o korunové státní dluhopisy na domácím trhu 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. V listopadu 2016 byla splacena emise střednědobého a dlouhodobého státního dluhopisu denominovaného ve švýcarských francích v celkové jmenovité hodnotě 500 mil. CHF.

I v roce 2016 pokračovalo Ministerstvo v nastaveném režimu uveřejňování emisních kalendářů na následující kalendářní měsíc, kdy si vyhrazuje právo uveřejnit 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 částí aukce. Ministerstvo si tak ponechávalo prostor pro pružnou reakci na aktuální tržní situaci, poptávky ze strany primárních dealerů a vývoj potřeby financování, přičemž se současné nastavení několikrát osvědčilo v praxi, kdy se Ministerstvo rozhodlo zařadit do aukce alternativní dluhopis.

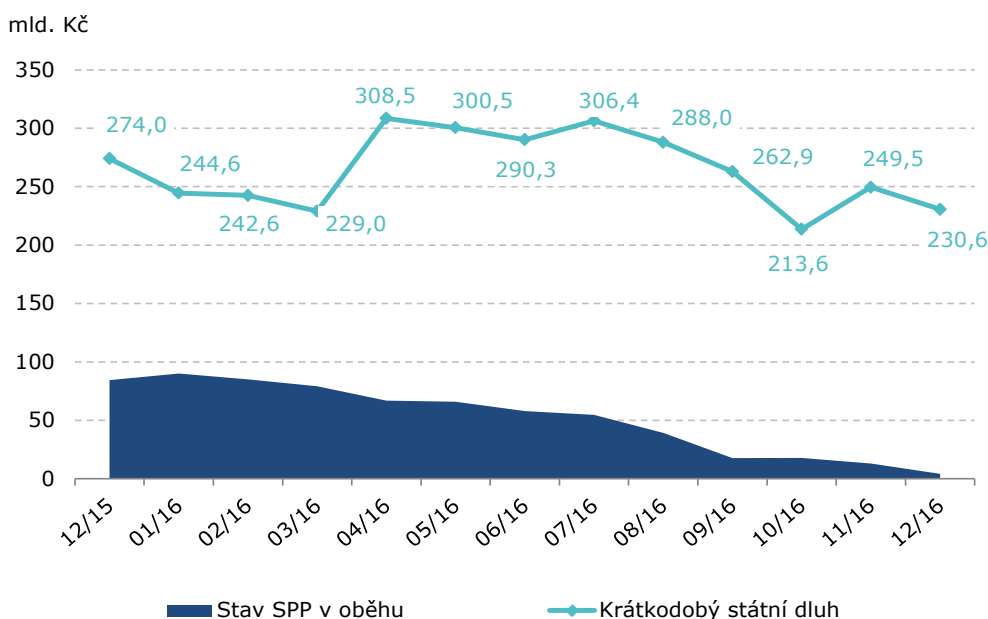
Instrumenty peněžního trhu

V roce 2016 činila celková jmenovitá hodnota hrubé emise instrumentů peněžního trhu bez revolvingu v rámci roku 4,2 mld. Kč, přičemž byla tvořena výhradně emisí státních pokladničních poukázek. Celková jmenovitá hodnota čisté emise státních pokladničních poukázek v roce 2016 činila -80,2 mld. Kč. Za poklesem státních pokladničních poukázek v oběhu stojí především jejich postupné nahrazení střednědobými státními dluhopisy bez výnosu, které bylo s veřejností komunikováno v rámci Strategie, resp. její aktualizace. Ministerstvo přistoupilo k tomuto kroku s ohledem na pozitivní dopad na rizikovost dluhového portfolia, na hospodaření státního rozpočtu a v neposlední řadě vzhledem ke zvýšené poptávce ze strany primární dealerů po střednědobých státních dluhopisech bez výnosu.

Ministerstvo uskutečnilo celkem 23 aukcí v 23 aukčních dnech. Hrubá emise státních pokladničních

poukázek včetně revolvingu činila 30,8 mld. Kč při celkové poptávce ze strany primárních dealerů ve výši 295,1 mld. Kč, když průměrný aukční výnos státních pokladničních poukázek v roce 2016 dosáhl -0,16 % p. a. Ministerstvo prodávalo státní pokladniční poukázky ve všech splatnostech do jednoho roku, přičemž všechny státní pokladniční poukázky emitované v roce 2016 se podařilo umístit na trhu za záporný výnos. Emise státních pokladničních poukázek vydaných a splatných v roce 2016 však nesloužila primárně ke krytí potřeby financování, nýbrž k využívání mimořádně výhodných tržních podmínek, které umožňovaly 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 za záporný aukční výnos dosaženo mimořádných příjmů státního rozpočtu ve výši 23,1 mil. Kč.

Obrázek 19: Krátkodobý státní dluh a SPP v oběhu v roce 2016



Zdroj: MF

I v roce 2016 primární dealeri českých státních dluhopisů pokračovali ve využívání zápůjční facility ve formě repo operací, když z majetkových účtů Ministerstva byly poskytnuty zápůjčky střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v celkové jmenovité hodnotě 71,3 mld. Kč oproti přijatým peněžním prostředkům ve výši 80,7 mld. Kč, které byly dále 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 2016 činila -0,10 % p. a. Ministerstvo využívalo zápůjčních facilit tohoto typu v menší míře než v roce 2015, kdy primárním dealerům poskytlo střednědobé a dlouhodobé dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 141,4 mld. Kč, tedy o 70,1 mld. Kč více.

V rámci další podpory sekundárního trhu střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů

využívalo Ministerstvo v roce 2016 s ohledem na poptávku primárních dealerů také zápůjční facility ve formě kolateralizované zápůjčky, které úspěšně implementovalo v prosinci roku 2015, kdy Ministerstvo za poplatek poskytuje krátkodobě státní dluhopisy České republiky z vlastního majetkového účtu oproti jinému státnímu dluhopisu České republiky či poukázce ČNB. Této kolateralizované zápůjčky mohou využívat primární dealeri na období až 90 dní a cílem těchto operací je 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 2016 primárním dealerům střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 60,1 mld. Kč, což představuje nárůst o 49,7 mld. Kč oproti roku 2015. Průměrný poplatek dosažený v rámci zápůjčních facilit ve formě kolateralizované zápůjčky v průběhu roku 2016 činil -0,15 % p. a.

Ostatní dluhové instrumenty

V roce 2016 nebyly čerpány žádné tranše úvěrů Evropské investiční banky. V průběhu roku došlo k řádným splátkám tranší úvěrů Evropské investiční banky v celkové výši 1,7 mld. Kč

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

V červnu 2016 byla uskutečněna řádná splátka Prémiového spořicího státního dluhopisu České republiky, 2013–2016, FIX % v celkové jmenovité hodnotě 7,4 mld. Kč, v listopadu splátky Reinvestičního spořicího státního dluhopisu České republiky, 2011–2016, VAR % v celkové jmenovité hodnotě 9,7 mld. Kč a Kuponového spořicího státního dluhopisu České republiky, 2011–2016, VAR % v celkové jmenovité hodnotě 1,9 mld. Kč a v prosinci splátka Prémiového spořicího státního dluhopisu České republiky, 2013–2016 II, FIX % v celkové jmenovité hodnotě 11,0 mld. Kč.

Emisní podmínky spořicíh státních dluhopisů umožňují vlastníkům požádat o jejich splacení před stanoveným datem splatnosti. Samotný vývoj splacení před datem splatnosti i v roce 2016 však ukazuje, že podíl splacení před datem splatnosti není nijak významný a vlastníci spořicíh státních dluhopisů žádají o tuto službu pouze výjimečně. V roce 2016 bylo v rámci všech období pro podávání žádostí o předčasné splacení požádáno o splacení dluhopisů v celkové jmenovité hodnotě 149,3 mil. Kč, což je 0,2 % z celkové jmenovité hodnoty spořicíh státních dluhopisů v oběhu ke konci roku 2015. Celková jmenovitá hodnota řádných splátek i splátek před datem splatnosti spořicíh státních dluhopisů v roce 2016 činila 30,2 mld. Kč.

Ke konci roku 2016 činila celková jmenovitá hodnota spořicíh státních dluhopisů v oběhu 37,8 mld. Kč, což znamená pokles o 29,2 mld. Kč oproti konci roku 2015. Podíl spořicíh státních dluhopisů na celkovém státním dluhu tvoří 2,3 %, přičemž podíl na korunových státních dluhopisech dosahuje 2,8 %.

Tabulka 10: Emise a splátky SSD

mld. Kč	2012	2013	2014	2015	2016
Celková jmenovitá hodnota vydaných SSD	45,3	38,8	1,4	0,0	0,0
Reinvestice výnosu	0,1	0,3	0,7	1,0	1,0
Splacení před datem splatnosti	0,1	0,2	0,3	0,4	0,1
Splacení před datem splatnosti (% SSD v oběhu ke konci předchozího roku)	0,4	0,4	0,4	0,5	0,2
Řádné splacení	9,5	7,5	11,6	11,5	30,0
Celkem splaceno	9,6	7,7	11,9	11,9	30,2
SSD v oběhu	56,2	87,6	77,8	66,9	37,8

Zdroj: MF

4 - Řízení rizik a strategie portfolia

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

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 přistoupilo Ministerstvo počínaje rokem 2016 k novému konceptu řízení rizik, když strategické cíle a limity refinančního a úrokového rizika jsou vyhlášeny ve střednědobém horizontu. Tento koncept umožňuje 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 ve Strategii byly splněny ve

střednědobém horizontu. 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 došlo ke změně koncepce 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 bylo opuštěno cílové pásmo, a stanovena střednědobá cílová hodnota, přičemž krátkodobé vychýlení od této hodnoty je možné. Důvodem je tržní situace, kdy je Ministerstvo emisemi na krátkém konci výnosové křivky schopno dosáhnout 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. Ministerstvo situaci na finančních trzích intenzivně monitoruje a vyhodnocuje.

Střednědobé cíle a limity v oblasti refinančního a úrokového rizika jsou počínaje rokem 2016 vyhodnocovány oproti 12měsíčnímu klouzavému aritmetickému průměru hodnot příslušného ukazatele. Pro účely stanovení těchto průměrů jsou 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.

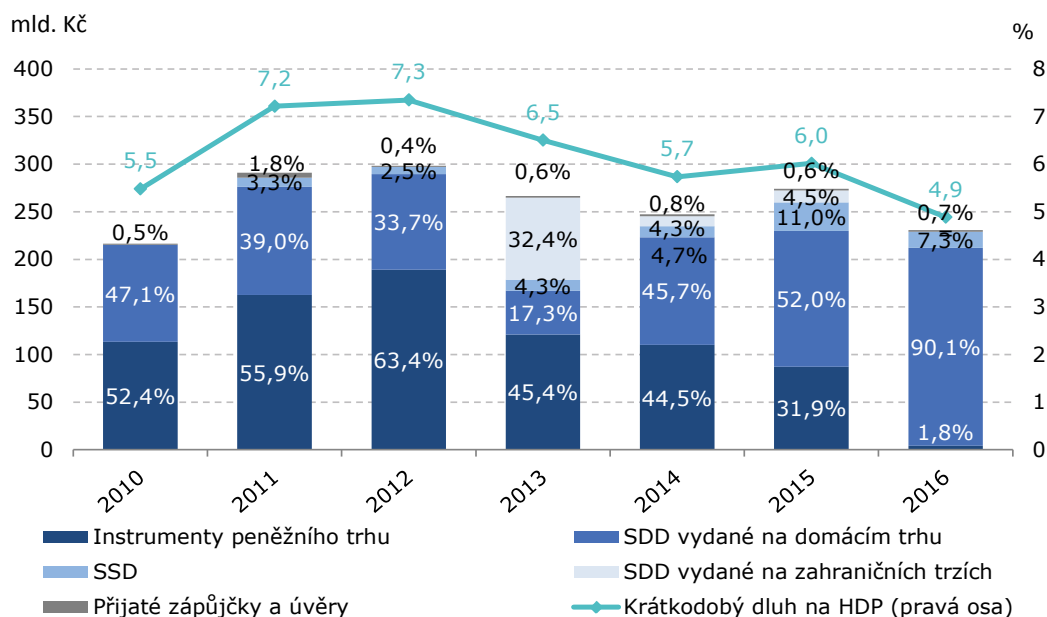
Refinanční riziko

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. Pro střednědobý horizont je pro podíl krátkodobého státního dluhu stanovena limitní hranice na úrovni 20,0 %. Podíl krátkodobého státního dluhu ke konci roku 2016 činil 14,3 % celkového státního dluhu, což představuje pokles o 2,1 p. b. oproti konci roku 2015. Průměrná měsíční hodnota podílu krátkodobého státního dluhu na celkovém státním dluhu v roce 2016 činí 15,7 %. Oproti roku 2015 vzrostla průměrná měsíční hodnota tohoto ukazatele v roce 2016 o 0,8 p. b.

Obrázek 20: Struktura krátkodobého státního dluhu dle instrumentů



Poznámka: Ke konci příslušných let. Zdrojem dat HDP pro roky 2010 až 2015 je ČSÚ, pro rok 2016 Makroekonomická predikce České republiky – leden 2017
Zdroj: MF, ČSÚ

V průběhu roku 2016 poklesla absolutní výše krátkodobého státního dluhu o 43,4 mld. Kč. Ve srovnání s koncem roku 2015 došlo ke změně struktury krátkodobého dluhu zejména v důsledku poklesu podílu instrumentů peněžního trhu, který ke konci roku 2016 činil 1,8 % krátkodobého státního dluhu a snížil se tak o 30,0 p. b. oproti konci roku 2015. Podíl instrumentů peněžního trhu na celém státním dluhu ke konci roku 2016 činil 0,3 % a oproti konci roku 2015 poklesl o 5,0 p. b. V obou případech je pokles podílu dán především nahrazením většiny státních pokladničních poukázek v oběhu emisemi státních dluhopisů České republiky bez výnosu splatných v letech 2017 až 2019 s pozitivním dopadem na refinanční a úrokové riziko.

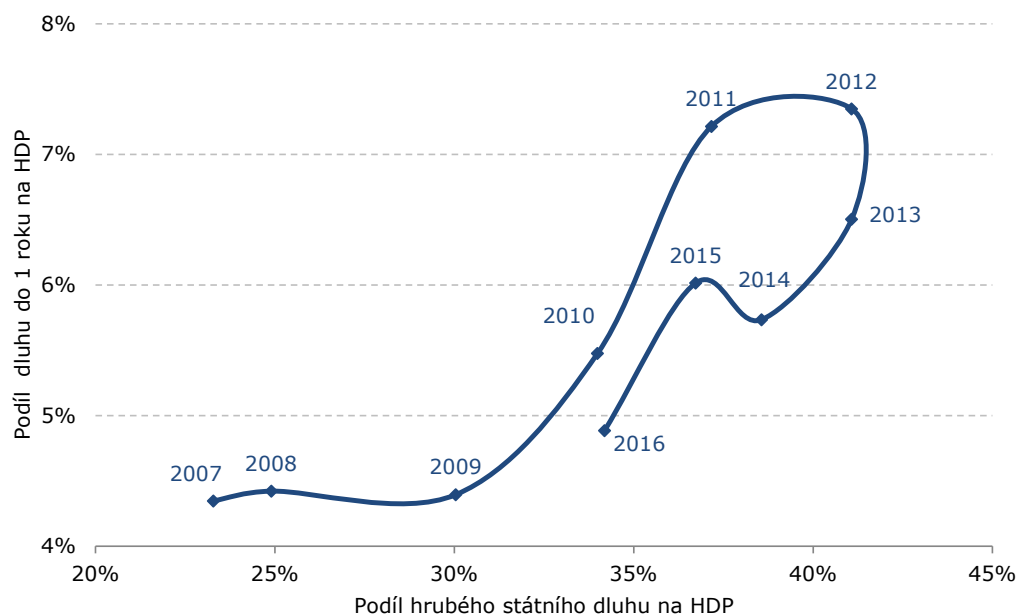
I ke konci roku 2016 tak platí, že stav střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů vydaných na domácím i zahraničních trzích včetně spořicíh státních dluhopisů splatných do jednoho roku převyšuje stav instrumentů peněžního trhu v oběhu.

U korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů splatných do jednoho roku došlo k nárůstu o 38,1 p. b., z důvodu splátek tří emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2017 v celkové výši 207,9 mld. Kč oproti

splátkám tří emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2016 ve výši 142,6 mld. Kč. U spořicíh státních dluhopisů splatných do jednoho roku došlo k poklesu o 3,7 p. b. z důvodu čtyř řádných splátek emisí spořicíh státních dluhopisů v roce 2017 v celkové výši 16,8 mld. Kč oproti čtyřem řádným splátkám emisí spořicíh státních dluhopisů v roce 2016 ve výši 30,0 mld. Kč. U dluhopisů vydaných na zahraničních trzích splatných do jednoho roku došlo k meziročnímu poklesu o 4,5 p. b. z důvodu jedné splátky zahraniční emise v celkové jmenovité hodnotě 500,0 mil. CHF v roce 2016 oproti žádné splátce zahraniční emise v roce 2017. Z důvodu nižší absolutní výše krátkodobého státního dluhu v roce 2016 oproti roku 2015 a shodných řádných splátek úvěrů EIB v letech 2016 a 2017, došlo k meziročnímu nárůstu podílu přijatých zápůjček a úvěrů na krátkodobém dluhu o 0,1 p. b.

Ve vyjádření podílu krátkodobého dluhu na HDP došlo v roce 2016 k poklesu o 1,1 p. b. oproti roku 2015 na 4,9 %. Tento podíl klesá již od roku 2012, s výjimkou roku 2015. Celkově se pak podíl krátkodobého státního dluhu na HDP v letech 2012 až 2016 snížil o 2,5 p. b. Od roku 2012 také klesá podíl celkového státního dluhu na HDP ze 41,1 % až na 34,2 % ke konci roku 2016. Pokles tohoto podílu od roku 2012 tak činil 6,9 p. b.

Obrázek 21: Hrubý státní dluh a státní dluh se splatností do 1 roku



Poznámka: Ke konci jednotlivých let. Zdrojem dat HDP pro roky 2007 až 2015 je ČSÚ, pro rok 2016 Makroekonomická predikce České republiky – leden 2017. Zdroj: MF, ČSÚ

V souvislosti s refinančním rizikem je nutné zmínit i předčasné splacení spořicíh státních dluhopisů, jehož výše ani v roce 2016 zatím není signifikantní a nepředstavuje tak výrazné zvýšení refinančního rizika, když celková jmenovitá hodnota předčasně splacených spořicíh státních dluhopisů v roce 2016 činí 0,1 mld. Kč. Od pilotní série emisí v roce 2011 do konce 2016 činí splátky spořicíh státních dluhopisů před datem splatnosti 1,2 mld. Kč, což představuje pouze 1,1 % všech v tomto období vydaných spořicíh státních dluhopisů včetně reinvestic výnosů. Ministerstvo nadále monitoruje situaci, ale v současné době není očekáván větší nárůst splátek spořicíh státních dluhopisů před datem splatnosti, mimo jiné i z důvodu vyšších výnosů těchto dluhopisů oproti aktuální situaci na dluhopisových trzích.

V roce 2016 Ministerstvo využívalo taktéž zápůjční facilitu pro poskytování zápůjček střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů ve formě repo operací, v nichž kolaterál představují střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy, které jsou poskytovány z 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. Celkové peněžní prostředky přijaté v rámci repo operací provedených během roku 2016 činily 80,7 mld. Kč, přičemž byl poskytnut kolaterál v celkové jmenovité hodnotě 71,3 mld. Kč. Ke konci roku 2016 jsou všechny přijaté peněžní prostředky v rámci zápůjčních facilit realizovaných v roce 2016 splaceny.

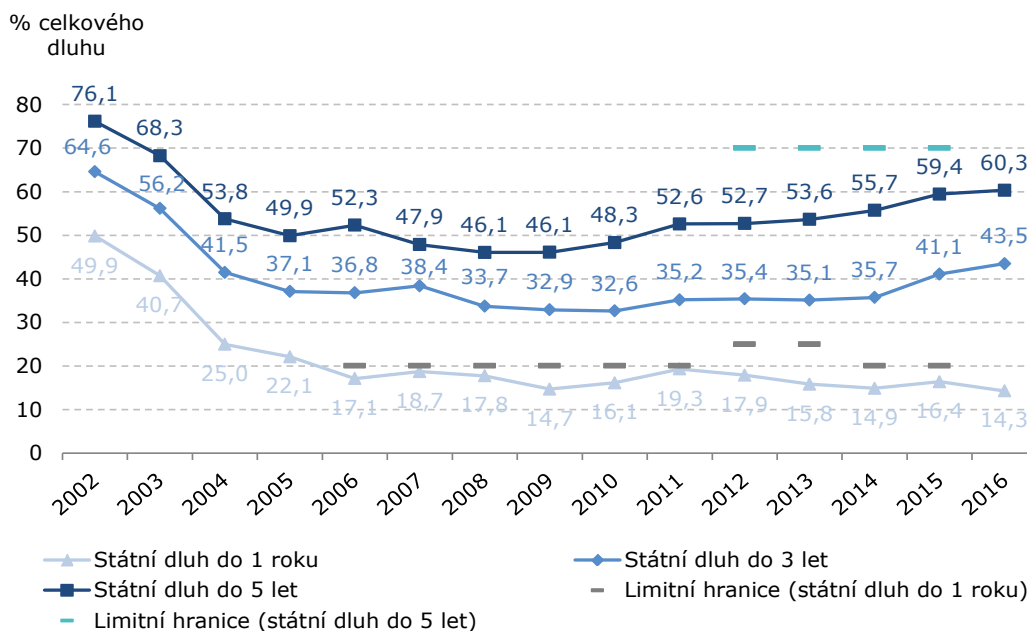
V rámci další podpory sekundárního trhu střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů začalo Ministerstvo v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2015 využívat s ohledem na poptávku primárních dealerů zápůjční facility v podobě kolateralizované zápůjčky, kdy Ministerstvo za poplatek poskytovalo krátkodobě státní dluhopisy České republiky z vlastního majetkového účtu oproti jinému státnímu dluhopisu České republiky či poukázce ČNB. Oproti zápůjční facilitě ve formě repo operací kolateralizované zápůjčky neovlivňují výši hrubého státního dluhu a tím pádem i rizikové ukazatele portfolia státního dluhu, avšak Ministerstvo tyto zápůjčky též intenzivně sleduje a vyhodnocuje. Těchto zápůjčních facilit ve formě kolateralizovaných zápůjček Ministerstvo ve větší míře využívalo i v roce 2016, kdy byl poskytnut kolaterál v celkové jmenovité hodnotě 60,1 mld. Kč, oproti roku 2015, kdy celková jmenovitá hodnota poskytnutého kolaterálu činila 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 platnou ve

střednědobém horizontu ve výši 70,0 % celkového státního dluhu. Hodnota podílu střednědobého státního dluhu na celkovém státním dluhu ke konci roku 2016 činí 60,3 % a oproti konci roku 2015 narostla o 0,9 p. b. Průměrná měsíční hodnota podílu střednědobého státního dluhu na celkovém státním dluhu v roce 2016 činí taktéž 60,3 %, a ačkoliv

oproti průměrné měsíční hodnotě tohoto ukazatele v roce 2015 narostla o 4,2 p. b., ukazatel se stále nachází bezpečně pod stanovenou limitní hranicí. Podíl státního dluhu splatného do tří let dosahuje ke konci roku 2016 hodnoty 43,5 %, což představuje nárůst hodnoty tohoto ukazatele oproti konci roku 2015 o 2,4 p. b.

Obrázek 22: Státní dluh dle splatnostních košů



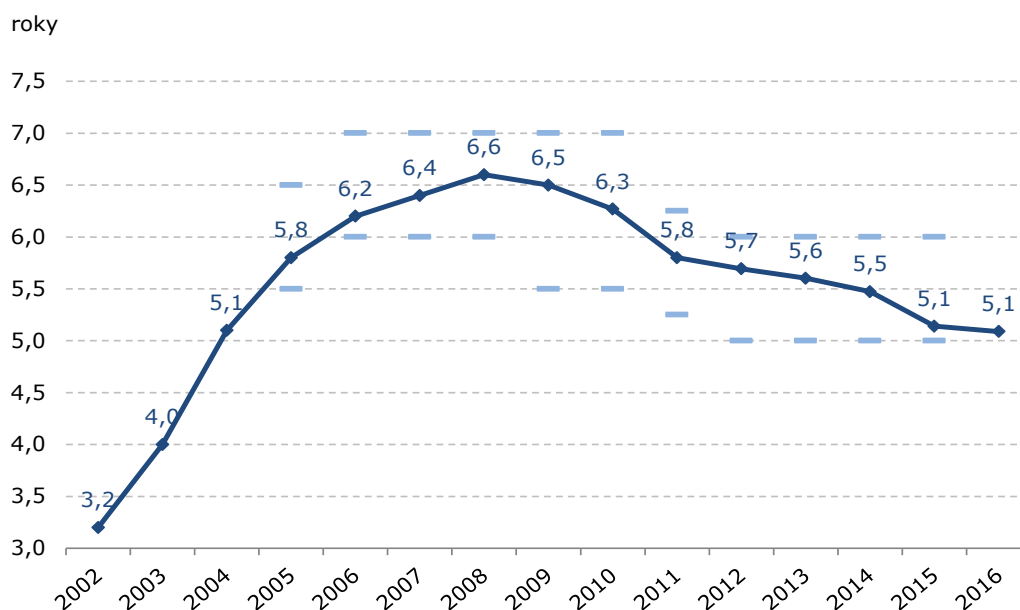
Poznámka: Ke konci jednotlivých let.
Zdroj: MF

Dalším ukazatelem používaným při řízení refinančního rizika je průměrná doba do splatnosti státního dluhu. Pro průměrnou dobu do splatnosti státního dluhu je pro střednědobý horizont stanovena hodnota na úrovni 6,0 roku s možností odchylky 0,25 roku. Průměrná doba do splatnosti 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 EIB.

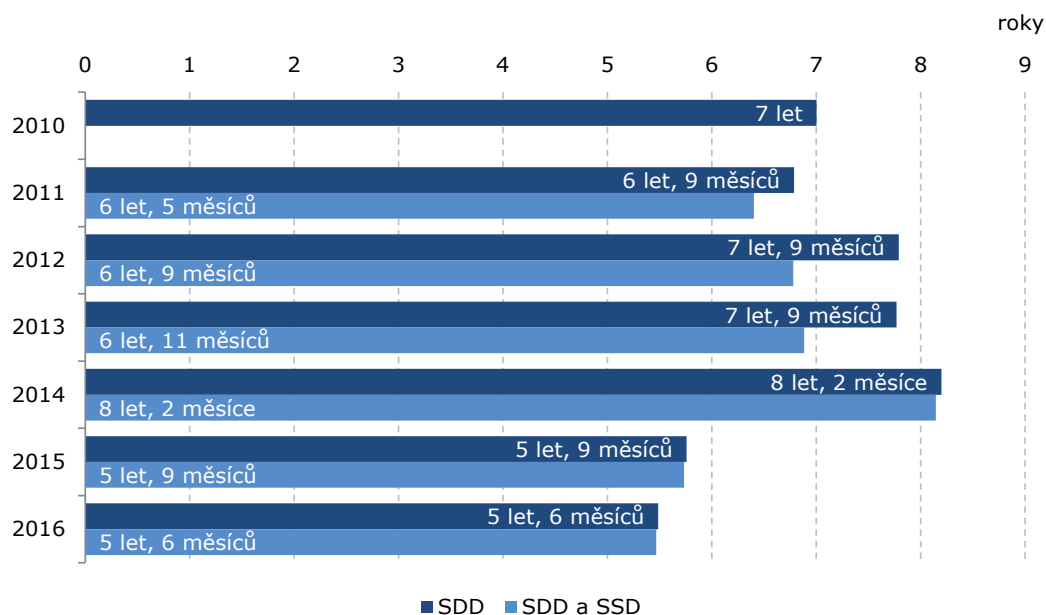
Průměrná doba do splatnosti státního dluhu ke konci roku 2016 dosahuje hodnoty 5,1 roku a oproti roku 2015 tak zůstává nezměněna. Průměrná měsíční hodnota průměrné doby do splatnosti státního dluhu v roce 2016 činí 5,0 roku a oproti průměrné hodnotě tohoto ukazatele v roce 2015 poklesla o 0,3 roku.

Ke stabilizaci průměrné splatnosti státního dluhu přispěl na jedné straně pokles průměrné splatnosti

hrubé emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2016 o 3 měsíce oproti roku 2015 (vztaženo ke konci roku) díky flexibilní reakci Ministerstva na tržní podmínky a zvýšené emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na kratším konci výnosové křivky a na druhé straně nahrazení části emise státních pokladničních poukázek střednědobými státními dluhopisy. Nahrazení emise státních pokladničních poukázek kompenzovalo další faktor působící na pokles průměrné doby do splatnosti, který je dán skutečností, když průměrná splatnost té části státního dluhu, která nebyla splatná v roce 2016 a jejíž výše činí přibližně 1,4 bilionu Kč, poklesla o 1 rok, přičemž jako náhrada sloužila především hrubá emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v celkové výši přibližně 212 mld. Kč, tj. cca jedna sedmina přetrvávajícího dluhového portfolia, s průměrnou splatností 5,5 roku, tj. 5 let a 6 měsíců vztaženou ke konci roku.

Obrázek 23: Průměrná splatnost státního dluhu a vyhlášené cíle

Poznámka: Ke konci jednotlivých let.
Zdroj: MF

Obrázek 24: 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, v roce 2016 však poklesla o 0,3 roku na 0,1 roku. Průměrná doba do splatnosti zahraničních emisí ke konci roku 2016 klesla o 0,7 roku oproti konci roku 2015 na hodnotu 4,3 let, když v průběhu roku 2016 Ministerstvo neuskutečnilo žádné výpůjční

operace na zahraničních trzích. Průměrná doba do splatnosti spořicí státních dluhopisů ke konci roku 2016 poklesla o 0,3 roku oproti konci roku 2015 na hodnotu 1,5 let, když žádné nové série emisí spořicí státních dluhopisů nebyly v roce 2016 realizovány, hrubá emise spořicí státních dluhopisů ve výši 1,0 mld. Kč byla uskutečněna výhradně formou reinvestice výnosů. Průměrná splatnost neobchodovatelného státního dluhu poklesla o 0,7 roku především z důvodu nečerpání nových tranší úvěrů EIB v roce 2016 a jejich

splátek v tomto roce. Průměrná doba do splatnosti korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů ke konci roku 2016 poklesla oproti konci roku 2015 o 0,3 roku na hodnotu 5,2 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 2016 činí 5,5 let.

Tabulka 11: Průměrná doba do splatnosti složek státního dluhu

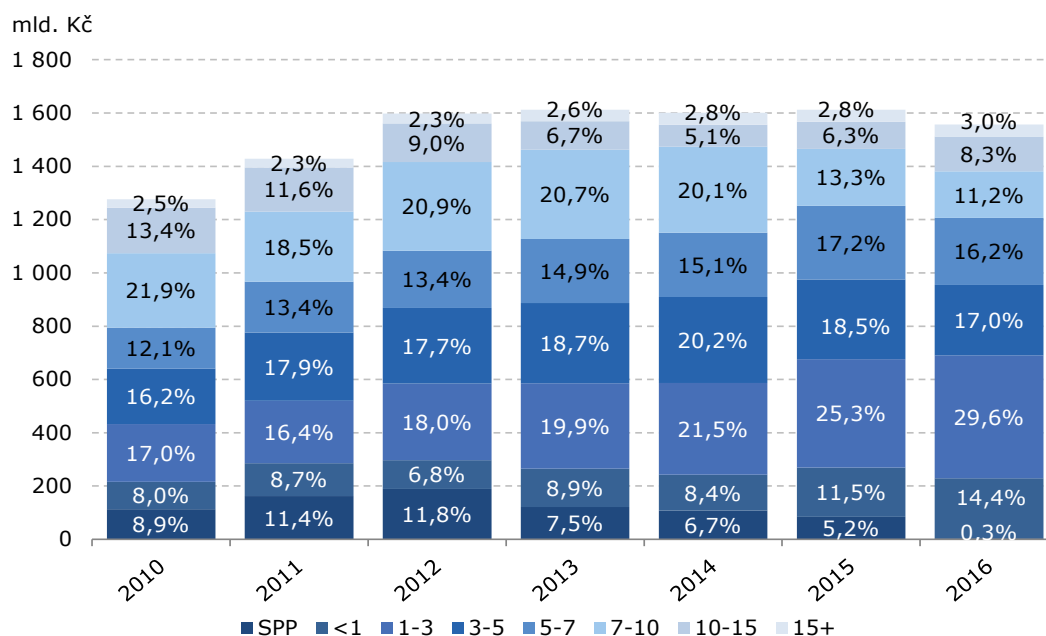
roky	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
SDD vydané na domácím trhu	6,3	6,2	6,3	6,2	5,8	5,5	5,2
SSD	-	3,0	3,3	3,1	2,5	1,7	1,5
SDD vydané na zahraničních trzích	7,1	6,2	6,1	5,1	5,8	5,0	4,3
Instrumenty peněžního trhu	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,1
Neobchodovatelný státní dluh	12,5	11,5	11,8	11,4	10,4	9,8	9,1

Poznámka: Ke konci jednotlivých let. Neobchodovatelný státní dluh neobsahuje SSD.
Zdroj: MF

Klesající trend průměrné doby do splatnosti státních dluhopisů trvající od roku 2013 je v roce 2016 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 2016 činí 44,3 % a narostl tak oproti konci roku 2015 o 2,3 p. b. V segmentech zbytkové doby do splatnosti 3 až 5 let, 5 až 7 let a 7 až 10 let celková jmenovitá hodnota státních dluhopisů v oběhu poklesla.

Celkově v segmentu zbytkové doby do splatnosti 3 až 10 let dosáhl podíl na celkové jmenovité hodnotě všech státních dluhopisů v oběhu ke konci roku 2016 úrovně 44,4 % a poklesl tak oproti konci roku 2015 o 4,5 p. b. V segmentu zbytkové doby do splatnosti nad 10 let naopak celková jmenovitá hodnota státních dluhopisů v oběhu narostla a rovněž podíl na celkové jmenovité hodnotě všech státních dluhopisů v oběhu ke konci roku 2016 vzrostl oproti konci roku 2015 o 2,2 p. b. na úroveň 11,3 %.

Obrázek 25: Struktura státních dluhopisů dle doby do splatnosti

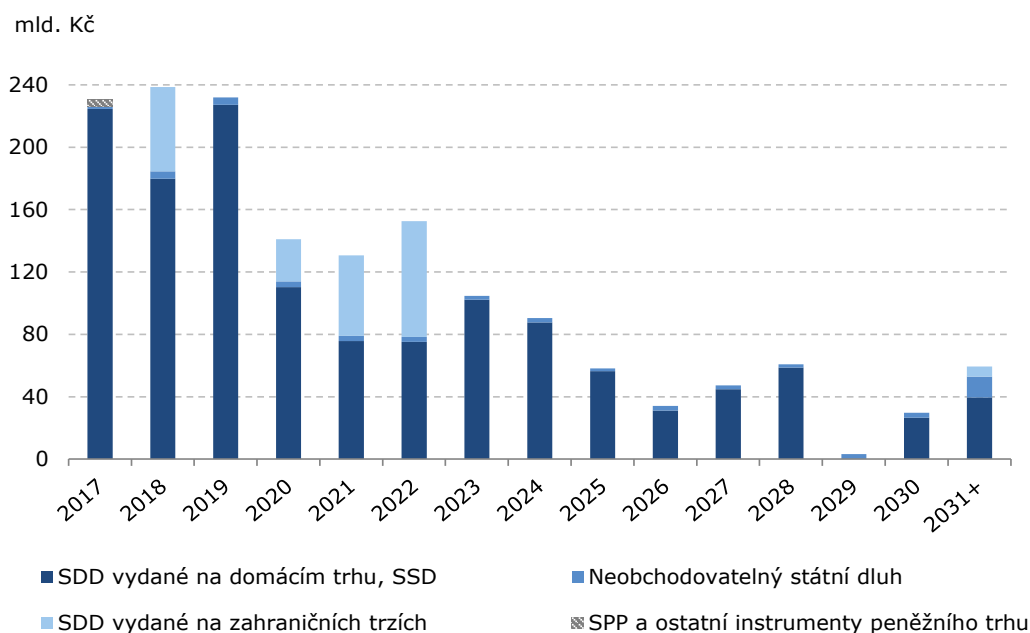


Poznámka: Ke konci jednotlivých let. Zahrnuje korunové SDD, zahraniční emise, SSD a SPP.
Zdroj: MF

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

zpětných odkupů či výměn střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů před jejich splatností a neuvažování splátek instrumentů peněžního trhu na úrovni cca 240 mld. Kč, a to v roce 2018. Vzhledem k plánovanému schodku státního rozpočtu v tomto roce se nepředpokládá výrazný nárůst potřeby financování v roce 2018 oproti roku 2015.

Obrázek 26: Splatnostní profil státního dluhu ke konci 2016

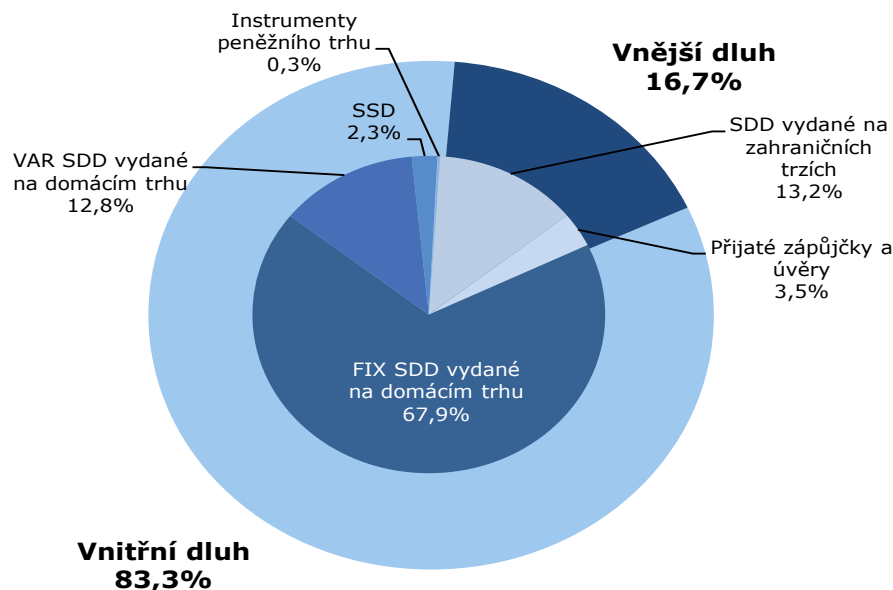


Poznámka: Neobchodovatelný státní dluh neobsahuje SSD.
Zdroj: MF

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 včetně dluhopisů bez výnosu, jejichž podíl ke konci roku 2016 činí 67,9 % celkového státního dluhu, což představuje oproti konci roku 2015 nárůst o 10,4 p. b. Podíl variabilně úročených korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na státním dluhu dosahuje ke konci roku 2016 výše 12,8 %, což představuje oproti konci roku 2015 pokles o 3,6 p. b.

Podíl celkové jmenovité hodnoty zahraničních emisí včetně zajištění jistin na celkovém státním dluhu dosahuje ke konci roku 2016 hodnoty 13,2 %, což oproti konci roku 2015 představuje snížení o 0,3 p. b. Důvodem je především splátka zahraniční emise státního dluhopisu České republiky denominovaného ve švýcarských francích v celkové jmenovité hodnotě 500 mil. CHF a neuskutečněním žádné zahraniční emise v roce 2016. Podíl instrumentů peněžního trhu na celkovém státním dluhu ke konci roku 2016 činí 0,3 %, což oproti konci roku 2015 představuje pokles o 5,0 p. b. Podíl spořicíh státních dluhopisů na celkovém dluhu ke konci roku 2016 činí 2,3 %, což oproti konci roku 2015 představuje snížení o 1,7 p. b.

Obrázek 27: Struktura státního dluhu dle instrumentů ke konci 2016



Zdroj: MF

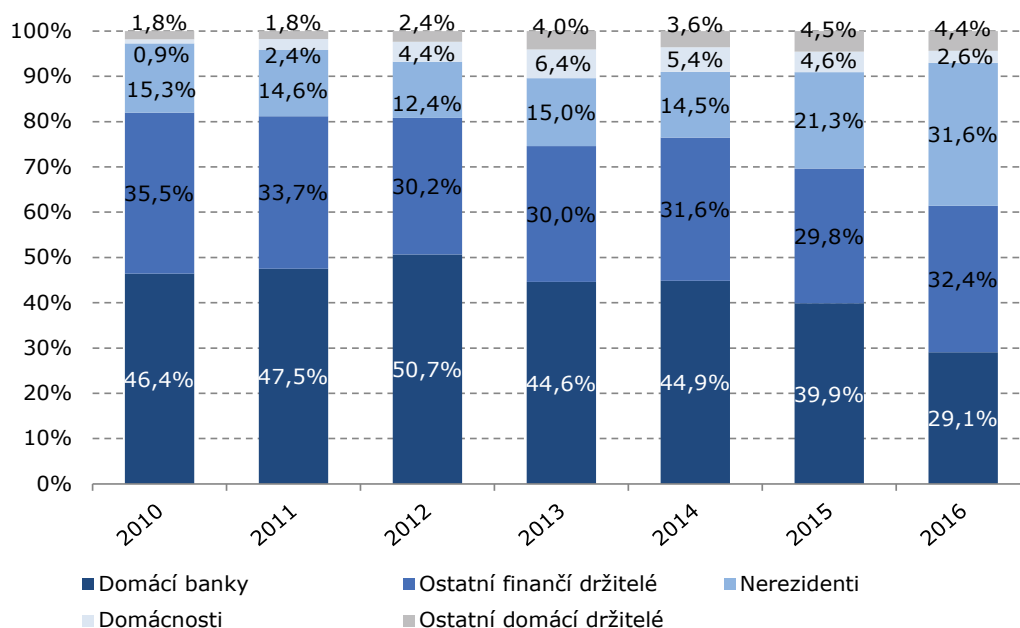
Struktura držitelů korunových státních dluhopisů je v posledních letech relativně stabilní se slabším trendem poklesu sektoru domácích bank a nárůstu sektoru nerezidentů. Podíl nerezidentů na držbě korunových státních dluhopisů ke konci roku 2016 činí 31,6 % a oproti roku 2015 narostl o 10,3 p. b., podíl domácích bank na držbě korunových státních dluhopisů naopak oproti roku 2015 poklesl o 10,8 p. b. a ke konci roku 2016 činí 29,1 %. Tento vývoj je dán vyšší atraktivitou státních dluhopisů na krátkém konci výnosové křivky pro zahraniční investory, především pak o Státní dluhopis České republiky, 2015–2017, 0,00 %, Státní dluhopis České republiky, 2016–2018, 0,00 % a Státní dluhopis České republiky, 2016–2019, 0,00 %. Ministerstvo se rozhodlo tuto zvýšenou poptávku akceptovat a přizpůsobilo tomu svou emisní činnost, přičemž těmito dluhopisy postupně nahrazovalo státní pokladniční poukázky, což vzhledem k jejich krátké zbytkové době do splatnosti mělo pozitivní vliv na průměrnou splatnost dluhového portfolia. Je však důležité upozornit na skutečnost, že sice dochází k nárůstu nerezidentní držby korunových státních dluhopisů, nicméně zároveň klesá vnější státní dluh v důsledku splátek státních dluhopisů denominovaných v cizí měně a absenci nových

cizoměnových emisí od roku 2013. Od počátku roku 2014 byly splaceny cizoměnové státní dluhopisy v korunovém ekvivalentu ve výši bezmála 105 mld. Kč. Podíl vnějšího dluhu na celkovém státním dluhu poklesl z 23,5 % v roce 2013 na 16,7 % ke konci 2016, tj. o 6,8 p. b. Ve stejném období pak vzrostl podíl nerezidentů držících korunové státní dluhopisy na celkovém státním dluhu z 11,5 % na 26,3 %, tj. o 14,8 p. b.

V průběhu roku 2016 pokračoval klesající trend podílu domácích na držbě korunových státních dluhopisů, když poklesl o 1,9 p. b. zejména z důvodu neuskutečnění žádné hrubé emise spořicíh státních dluhopisů v roce 2016, s výjimkou reinvestic výnosů, a jejich splátek. Ve střednědobém horizontu pak ministerstvo očekává postupný pokles sektoru nerezidentů tak, jak budou postupně spláceny státní dluhopisy bez výnosu.

Při nahrazování státních pokladničních poukázek se postupně měnila i struktura jejich držitelů. Ke konci roku 2016 pak byly veškeré státní pokladniční poukázky v nominální hodnotě 4,2 mld. Kč v držbě sektoru domácích bank.

Obrázek 28: Struktura korunových státních dluhopisů dle typu držitele

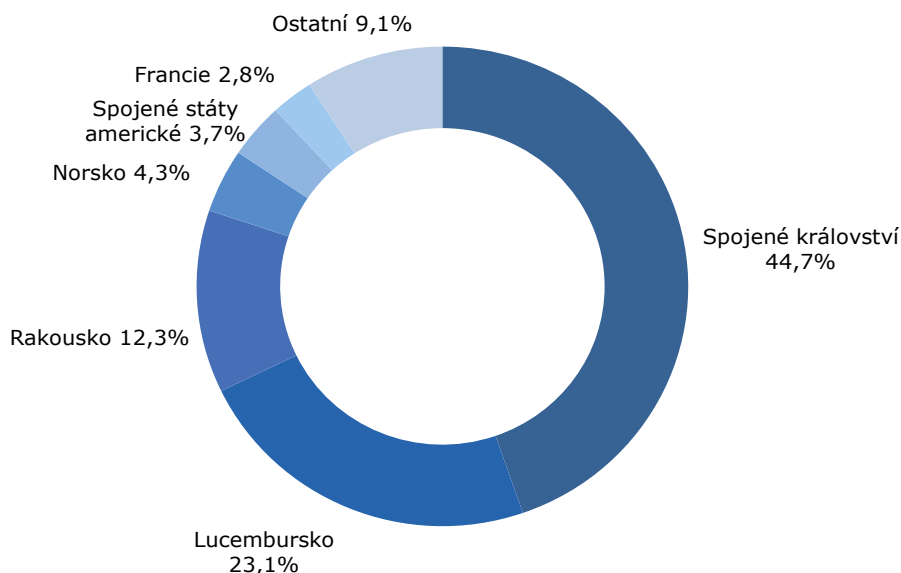


Poznámka: Ke konci jednotlivých let.
Zdroj: MF, CDCP

Z pohledu geografické struktury nerezidentů držících korunové státní dluhopisy dominují nerezidenti ze Spojeného království a z Lucemburska, kteří tvoří dohromady ke konci roku 2016 téměř 70 % všech nerezidentních držitelů domácích státních dluhopisů. Ke konci roku 2016 představují nerezidenti ze zemí

Evropské unie 89,7 %, což je o více jak 3 p. b. více než v roce 2015. Evropské země, které nejsou členy Evropské unie, pak tvoří 5,4 %. Ostatní země neležící v Evropě představují 4,9 % nerezidentních držitelů.

Obrázek 29: Struktura nerezidentů držících korunové státní dluhopisy ke konci roku 2016



Poznámka: Nezahrnuje SPP.
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 2016 nastavuje Ministerstvo v souladu s novou koncepcí řízení úrokového rizika střednědobou cílovou hodnotu průměrné doby do refixace na úrovni 4,0 roku.

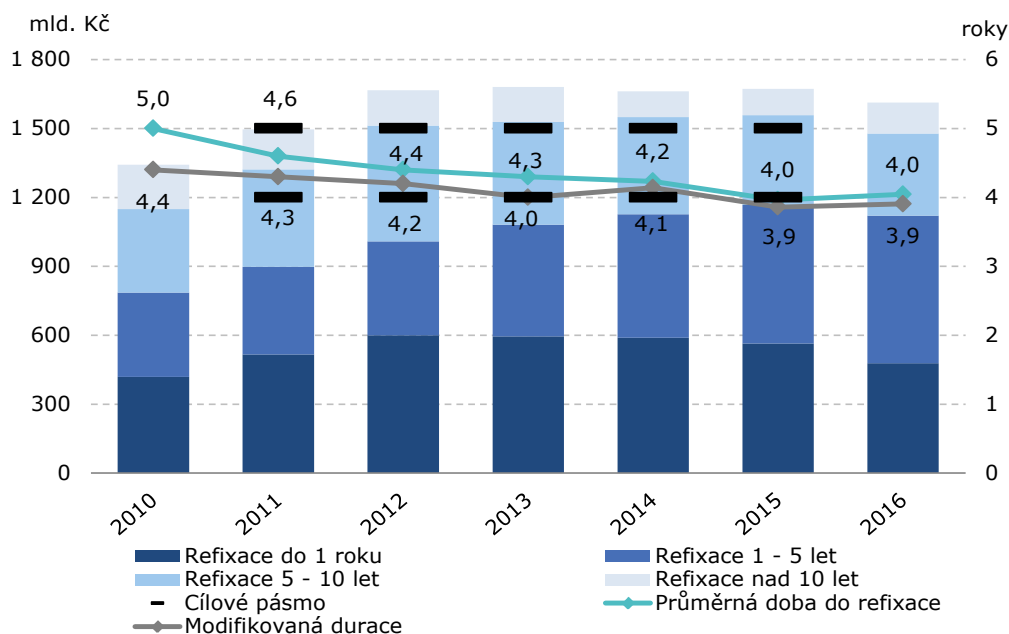
Průměrná doba do refixace státního dluhu ke konci roku 2016 činí 4,0 roku a nachází se tak na úrovni cílové hodnoty pro střednědobý horizont. Oproti konci roku 2015 dochází k nárůstu tohoto ukazatele o 0,1 roku. Průměrná měsíční hodnota průměrné doby do refixace státního dluhu v roce 2016 činí 3,9 roku a oproti roku 2015 poklesla o 0,2 roku. V oblasti úrokové refixace státního dluhu se tak Ministerstvu dařilo v roce 2016 udržovat takovou strukturu dluhového portfolia, která přibližně odpovídá cílové hodnotě ukazatele.

V segmentu instrumentů úročených na krátkém konci výnosové křivky byly na primárním a sekundárním trhu v roce 2016 vydány variabilně úročené střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 15,1 mld. Kč, což činí 7,1 % celkové hrubé emise korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2016. Podíl nově vydaných variabilně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na hrubé emisi SDD v roce 2016 klesl o 10,9 p. b. oproti roku 2015, kdy tento podíl činil 18,0 %. V segmentu instrumentů úročených na krátkém konci výnosové křivky byly na primárním a sekundárním trhu v roce 2016 vydány fixně úročené střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy nebo střednědobé státní dluhopisy bez výnosu splatné do tří let v celkové jmenovité hodnotě 103,2 mld. Kč, což činí 48,8 % celkové hrubé emise korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů

v roce 2016. Podíl nově vydaných fixně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů nebo střednědobých státních dluhopisů bez výnosu splatných do tří let na hrubé emisi SDD v roce 2016 vzrostl o 6,2 p. b. oproti roku 2015, kdy tento podíl činil 42,6 %. Podíl státních pokladničních poukázek v oběhu na celkovém státním dluhu ke konci roku 2016 činí 0,3 % a poklesl tak oproti konci roku 2015 o 4,8 p. b. z 5,0 %, přičemž podíl instrumentů peněžního trhu v oběhu na celkovém státním dluhu ke konci roku 2016 činí 0,3 % a poklesl tak oproti konci roku 2015 o 5,0 p. b. z 5,2 %.

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 2016 bylo dosaženo na úrokových nákladech aktuální úspory přibližně 23 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 již splacenými dluhopisy oproti situaci, kdyby byly vždy místo těchto dluhopisů prodávány fixně úročené dluhopisy se stejnou dobou do splatnosti. Celková úspora spojená s emisí Dluhopisu České republiky, 2009-2012, VAR dosáhla cca 1,0 mld. Kč a celková úspora spojená s emisí Dluhopisu České republiky, 2008-2016, VAR dosáhla cca 12,1 mld. Kč.

Obrázek 30: 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 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. Pro střednědobý horizont je pro tento ukazatel nastaveno cílové pásmo na úrovni 30,0 až 40,0 % celkového státního dluhu. Tento cíl je v souladu se střednědobým cílem průměrné doby do refixace státního dluhu na úrovni 4,0 let. Ke konci roku 2016 činí pokles tohoto ukazatele o 4,1 p. b. oproti konci roku 2015, když se podíl úrokové refixace do jednoho roku na celkovém státním dluhu pohybuje na úrovni 29,6 %. Průměrná měsíční hodnota úrokové refixace do jednoho roku na celkovém státním dluhu v roce 2016 činí 32,0 % a drží se tak uvnitř střednědobého cílového pásma. Oproti roku 2015 poklesla průměrná měsíční hodnota úrokové refixace do jednoho roku v roce 2016 o 3,4 p. b. I v případě tohoto ukazatele udržovalo Ministerstvo během roku 2016 takovou strukturu portfolia státního dluhu, která byla v souladu se stanoveným cílovým pásmem.

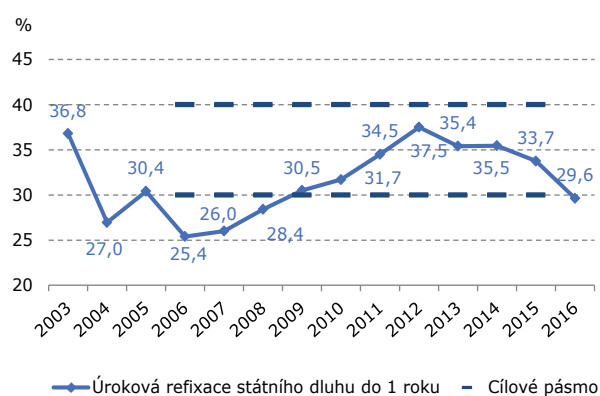
Struktura úrokové refixace do jednoho roku je důležitá nejenom pro vyjádření krátkodobého úrokového rizika, ale ovlivňuje i dlouhodobější úrokové riziko vyjádřené ukazatelem průměrná doba do refixace. Dluhové portfolio, které je citlivé na fluktuace úrokových sazeb na finančním trhu v roce 2017, tvoří převážně korunové variabilně úročené střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy (43,2 %) a korunové fixně úročené střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy nebo korunové střednědobé státní dluhopisy bez výnosu (33,5 %).

Přijaté zápůjčky a úvěry tvoří 9,6 % tohoto portfolia, státní dluhopisy vydané na zahraničních trzích včetně zajištění 8,4 %, spořicí státní dluhopisy 4,4 % a státní pokladniční poukázky a ostatní instrumenty peněžního trhu (0,9 %).

Oproti roku 2015 došlo ke změně struktury úrokové refixace státního dluhu do jednoho roku, a to zejména u korunových fixně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů a korunových střednědobých státních dluhopisů bez výnosu, kde se podíl zvýšil o 22,5 p. b. z důvodu jedné splátky fixně úročené emise a jedné splátky emise bez výnosu v celkové jmenovité hodnotě 160,3 mld. Kč v roce 2017 oproti dvěma splátkami fixně úročených emisí v celkové jmenovité hodnotě 62,6 mld. Kč v roce 2016. Splátky variabilně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v celkové jmenovité hodnotě 82,4 mld. Kč v roce 2016 oproti hrubé emisi variabilně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na primárním a sekundárním trhu v celkové jmenovité hodnotě 15,1 mld. Kč zapříčinily pokles podílu variabilně úročených státních dluhopisů na úrokové refixaci státního dluhu do 1 roku o 5,3 p. b. oproti konci roku 2015. U spořicích státních dluhopisů došlo k poklesu o 1,7 p. b. z důvodu čtyř řádných splátek emisí v celkové jmenovité hodnotě 16,8 mld. Kč v roce 2017 oproti čtyřem řádným splátkami emisí v celkové jmenovité hodnotě 30,0 mld. Kč v roce 2016. 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 2016 a činí 14,6 p. b. oproti konci roku 2015. U dluhopisů vydaných

na zahraničních trzích došlo k poklesu o 0,9 p. b. zejména z důvodu jedné splátky zahraniční emise v celkové jmenovité hodnotě 500,0 mil. CHF v roce 2016 oproti žádné splátce zahraniční emise v roce 2017. U úvěrů EIB nedošlo k meziroční změně podílu přijatých zápůjček a úvěrů na úrokové refixaci do jednoho roku.

Obrázek 31: Úroková refixace státního dluhu do 1 roku

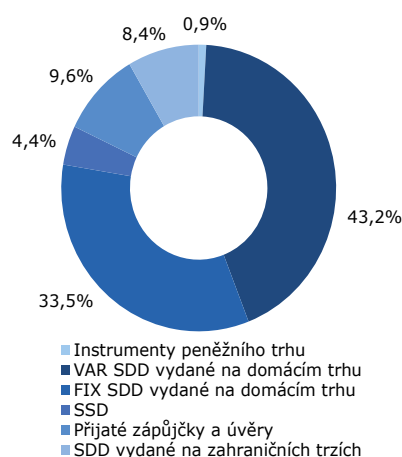


Poznámka: Ke konci jednotlivých let.
Zdroj: MF

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 nebo korunovými střednědobými státními dluhopisy bez výnosu. Ke konci roku 2016 mají tyto dluhopisy průměrnou kupónovou sazbu ve výši 2,96 % p. a. Dluhopisy splatné v roce 2017 mají průměrnou kupónovou sazbu 2,25 % p. a. V segmentu 2 až 4leté původní splatnosti mají tyto dluhopisy průměrnou kupónovou sazbu ve výši 0,19 % 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 3,33 % p. a., v segmentu 10 až 15leté původní splatnosti mají tyto dluhopisy průměrnou kupónovou sazbu ve výši 3,97 % p. a. a v segmentu více jak 15leté původní splatnosti mají tyto dluhopisy průměrnou kupónovou sazbu ve výši 3,88 % p. a.

Obrázek 32: Struktura úrokové refixace státního dluhu do 1 roku



Poznámka: Stav ke konci roku 2016.
Zdroj: MF

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 2016 otevřelo Ministerstvo dvě nové benchmarkové emise korunových střednědobých státních dluhopisů bez výnosu splatných v letech 2018 a 2019, jejichž hrubá emise tvořila cca 48,0 % celkové hrubé emise korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na primárním a sekundárním trhu v roce 2016. Vzhledem k tomu, že nově vydané emise jsou bez výnosu, poklesl ukazatel průměrné kupónové sazby pro splatnost v roce 2018 o 0,78 p. b. a pro splatnost v roce 2019 o 0,92 p. b.

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

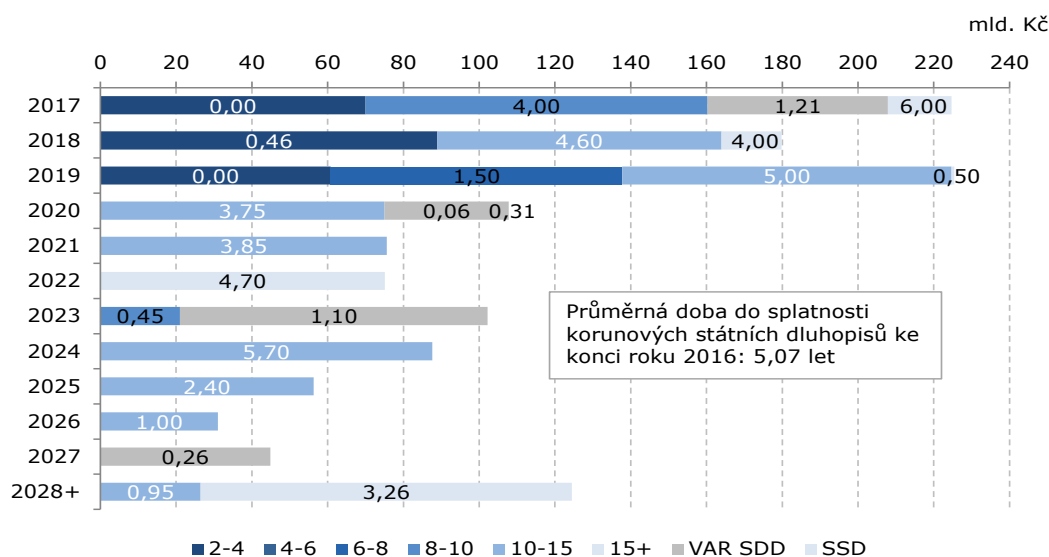
% p. a.	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027+	průměr
Průměrná kupónová sazba¹	2,25	2,35	2,45	3,75	3,85	4,70	0,45	5,70	2,40	1,00	2,77	2,96
Průměrná nákladovost¹	2,13	1,86	2,19	3,76	3,08	4,34	0,23	4,50	1,18	0,63	2,46	2,53

¹ Zahrnuje pouze fixně úročené SDD a střednědobé dluhopisy bez výnosu.
Poznámka: Stav ke konci roku 2016.
Zdroj: MF

Ministerstvo dále sleduje strukturu korunových fixně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů a korunových střednědobých státních dluhopisů bez výnosu 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 2016 dosahuje průměrná roční nákladovost korunových fixně úročených střednědobých a dlouhodobých státních

dluhopisů a korunových střednědobých státních dluhopisů bez výnosu výše 2,53 % p. a. V roce 2017 jsou splatné dluhopisy s průměrnou roční nákladovostí 2,13 % p. a. v následující struktuře: dluhopisy prodané jako 0 až 2leté s průměrnou roční nákladovostí -0,28 % p. a., dluhopisy prodané jako 2 až 4leté s průměrnou roční nákladovostí -0,25 % p. a., dluhopisy prodané jako 4 až 6leté s průměrnou roční nákladovostí 3,02 % p. a., dluhopisy prodané jako 6 až 8leté s průměrnou roční nákladovostí 3,60 % p. a. a dluhopisy prodané jako 8 až 10leté s průměrnou roční nákladovostí 4,47 % p. a.

Obrázek 33: Splatnostní profil korunových státních dluhopisů dle doby do splatnosti a kupónové sazby



Poznámka: Splatnostní profil ke konci roku 2016. Segmenty představují původní dobu splatnosti. Údaje v jednotlivých segmentech představují průměrnou kupónovou sazbu v % p. a. Bez zahrnutí proti-inflačních SSD a SPP.
Zdroj: MF

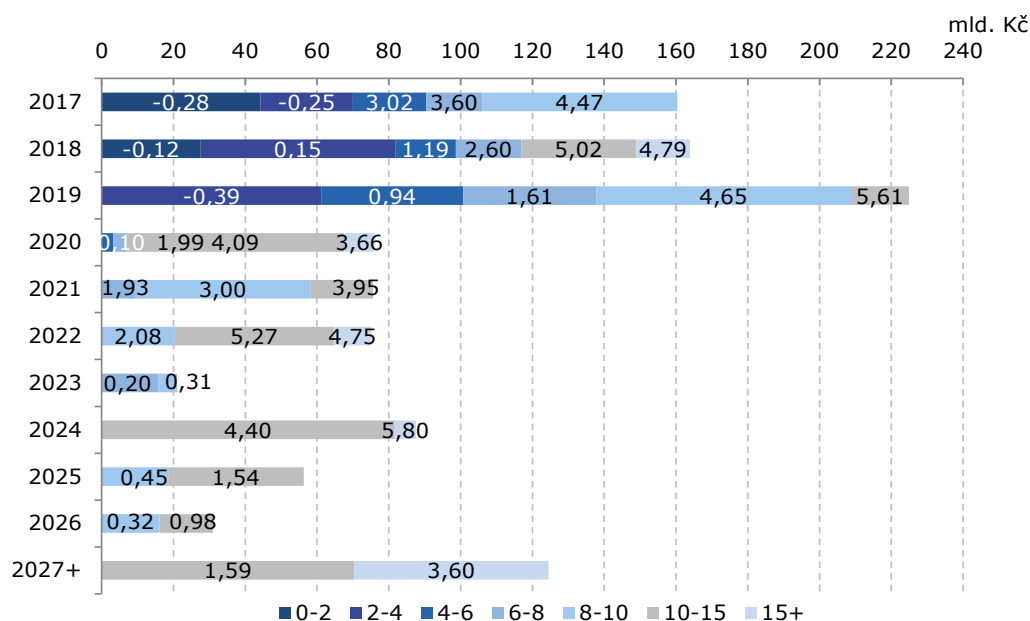
Klesající výnosy dosažené v aukcích střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2016 napříč splatnostním profilem zapříčinily pokles průměrné roční nákladovosti ve všech segmentech splatností oproti průměrné roční nákladovosti stanovené ke konci roku 2015. Nejvíce poklesla průměrná roční nákladovost střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů splatných v roce 2019 (pokles o 0,97 p. b.) a to zejména z důvodu dosažených záporných výnosů do splatnosti při prodeji dluhopisu České republiky, 2016–2019, 0,00 %.

Průměrná roční nákladovost střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů splatných v roce 2018 poklesla o 0,70 p. b., a to zejména z důvodu dosažených záporných výnosů do splatnosti při prodeji dluhopisu České republiky, 2016–2018, 0,00 %.

Znovuotevřením stávajících dluhopisů České republiky, 2015 – 2017, 0,00% bylo rovněž dosaženo záporných výnosů do splatnosti, čímž průměrná roční nákladovost

střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů splatných v roce 2017 poklesla o 0,15 p. b.

Znovuotevřením stávajících fixně úročených dluhopisů s dobou do splatnosti nad 5 let bylo v roce 2016 při prodeji dluhopisů České republiky, 2015–2023, 0,45 %, dluhopisů České republiky, 2014–2025, 2,40 %, dluhopisů České republiky, 2015–2026, 1,00 %, dluhopisů České republiky, 2013–2028, 2,50 % a dluhopisů České republiky, 2015–2030, 0,95 % dosahováno relativně nízkých výnosů do splatnosti, přičemž průměrná roční nákladovost střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů splatných v roce 2023 poklesla o 0,07 p. b., průměrná roční nákladovost střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů splatných v roce 2025 poklesla o 0,36 p. b., průměrná roční nákladovost střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů splatných v roce 2026 poklesla o 0,48 p. b., a průměrná roční nákladovost střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů splatných od roku 2027 poklesla o 0,51 p. b.

Obrázek 34: Splatnostní profil korunových SDD dle dosaženého výnosu do splatnosti

Poznámka: Splatnostní profil korunových fixně úročných SDD dle doby do splatnosti v okamžik prodeje ke konci roku 2016. Údaje v jednotlivých segmentech představují průměrný výnos do splatnosti dosažený v okamžik prodeje SDD v % p. a.
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 pro rok 2016 platná 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 deprecie domácí měny. Výše takto stanovených limitů byla podmíněna situací na devizovém trhu v případě, že nedojde k výraznějšímu oslabení koruny vůči euru oproti

závazku ČNB poblíž hladiny EURCZK 27,0, než byl průměrný vývoj od listopadu 2013, což nenastalo.

Ke konci roku 2016 činí hodnota podílu čisté cizoměnové expozice s dopadem na výši státního dluhu 11,5 % celkového státního dluhu a pohybuje se tak bezpečně pod svojí limitní hranicí. Oproti konci roku 2015 došlo k nárůstu ukazatele o 0,6 p. b. Hodnota podílu čisté cizoměnové expozice s dopadem na výši úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu činí ke konci roku 2016 rovněž 11,5 % celkového státního dluhu a pohybuje se tak bezpečně pod svojí limitní hranicí. Oproti konci roku 2015 došlo k nárůstu ukazatele o 1,3 p. b. Nárůst obou ukazatelů čisté cizoměnové expozice je konzistentní s poklesem státního dluhu v roce 2016.

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 2016 je čistá cizoměnová expozice státního dluhu s dopadem na výši úrokových výdajů denominována výhradně v měně euro. Pokud by na počátku roku 2017 oslabil kurz EURCZK o 1 % oproti úrovni z konce roku 2016, tj. z 27,020 na 27,290, a tento kurz by trval po celý rok 2017, potom by se očekávané čisté úrokové výdaje na obsluhu státního dluhu z tohoto titulu navýšily o cca 85 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 2016 činí 13,4 %, když oproti konci roku 2015 došlo k poklesu ukazatele o 0,2 p. b., z důvodu splátky zahraniční emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů České republiky denominovaných ve švýcarských francích v celkové jmenovité hodnotě 500,0 mil. CHF. V roce 2016 nerealizovalo Ministerstvo žádnou emisi

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 2016 činí 5,1 roku. Pokud jsou skutečně emise korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů nahrazeny fixně úročenými dluhopisy benchmarkového portfolio se splatností 5,6 roku v době aukce, bude činit požadovaná průměrná splatnost syntetického portfolio státního dluhu 5,1 roku ke konci roku 2016.

Průměrný vážený výnos portfolio korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů skutečně prodaných v aukcích během roku 2016 za použití průměrného výnosu do splatnosti dosaženého v aukci v případě fixně úročených dluhopisů a průměrné přírážky nad referenční

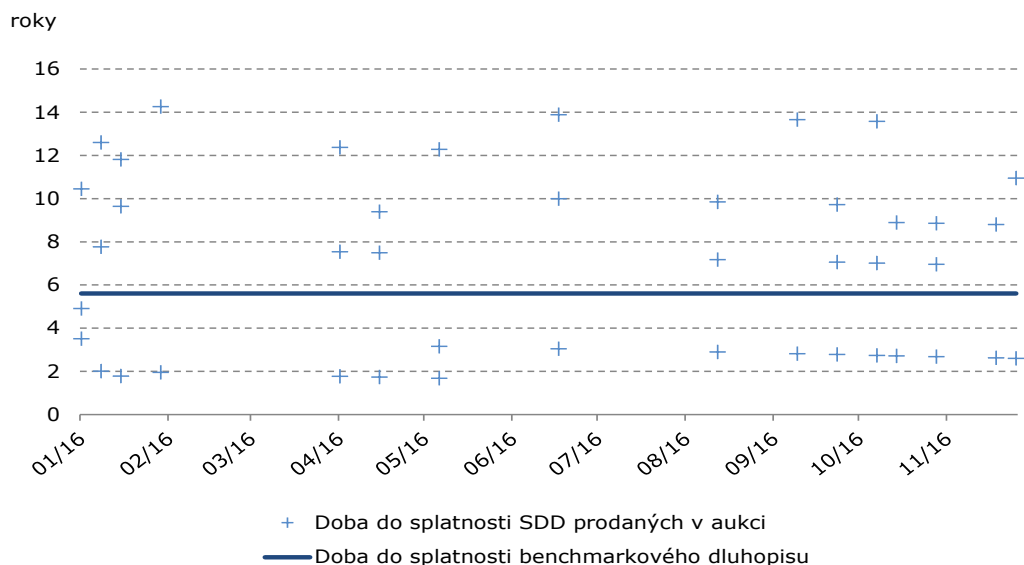
státních dluhopisů na zahraničních trzích z důvodu relativně nízké hrubé výpůjční potřeby, vysokého zájmu o korunové státní dluhopisy na domácím trhu a také vyšších výdajů spojených s touto emisí ve srovnání se srovnatelnou emisí státních dluhopisů na domácím trhu po zohlednění výdajů na zajištění měnového rizika.

úrokovou sazbu dosažené v aukci a příslušných forwardových hodnot referenční úrokové sazby PRIBOR v případě variabilně úročených dluhopisů činil 0,02 % p. a. Průměrný vážený výnos dluhopisů benchmarkového portfolio, získaný z teoretické výnosové křivky modelované pomocí Svenssonova modelu, dosažený v roce 2016 činí 0,04 % p. a., tj. je vyšší o dva bazické body než výnos skutečného portfolio.

Pro posouzení skutečně dosažené úspory v roce 2016 je potřeba vyjádřit akruální úrokový náklad z každého vydaného dluhopisu ve skutečném i benchmarkovém portfolio, a poté tyto celkové akruální náklady v jednotlivých portfolioch porovnat. Celkový roční náklad v akruálním vyjádření ze všech skutečně prodaných korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v aukcích během roku 2016 činí 0,0 mld. Kč. Celkový akruální roční úrokový náklad generovaný v benchmarkovém portfolio činí 0,1 mld. Kč.

Je nutné upozornit, že dosažená roční úspora v akruálním 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 35: Doba do splatnosti SDD prodaných v aukcích v roce 2016 a benchmarkového dluhopisu

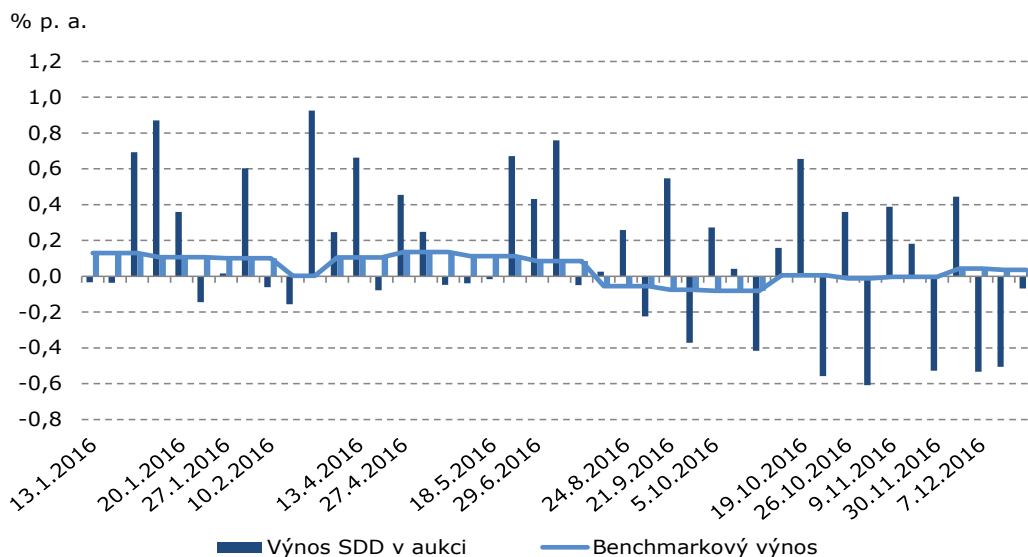


Zdroj: MF

V průběhu roku 2016 bylo na primárním trhu státních dluhopisů uskutečněno 40 aukcí fixně úročených korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v celkové jmenovité hodnotě 181,7 mld. Kč a 3 aukce variabilně úročených korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v celkové jmenovité hodnotě

10,2 mld. Kč. Průměrná vážená doba do splatnosti všech korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů prodaných v aukcích na primárním trhu průběhu roku 2016 dosahuje 5,6 roku a je totožná s dobou do splatnosti benchmarkového dluhopisu.

Obrázek 36: Výnosy korunových SDD v aukcích a výnosy benchmarkového dluhopisu v roce 2016



Zdroj: MF

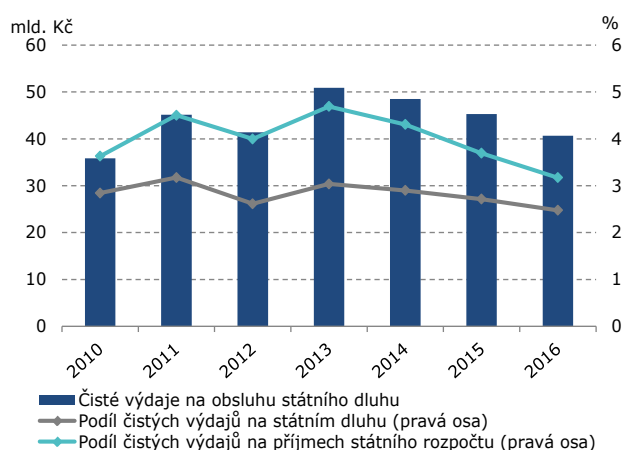
5 – Výdaje na obsluhu státního dluhu

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 vykazuje počínaje rokem 2014 klesající trend.

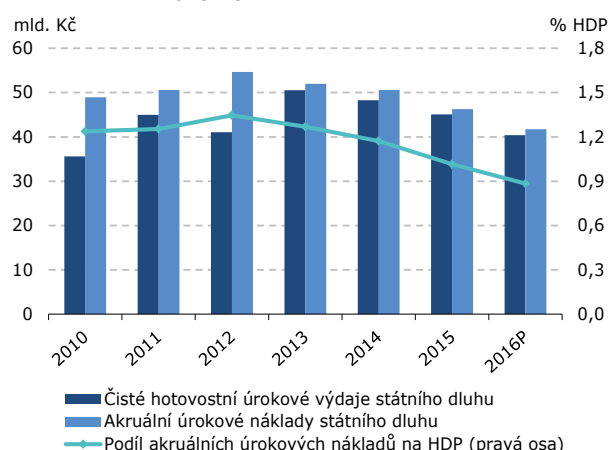
Obrázek 37: Čisté výdaje na obsluhu státního dluhu



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

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 2016 je způsoben souběhem poklesu státního dluhu a poklesu výnosů státních dluhopisů.

Obrázek 38: Čisté hotovostní výdaje a akruální náklady na obsluhu státního dluhu



Poznámka: Zdroj pro HDP v metodice ESA2010 v letech 2010 až 2015 je ČSÚ, pro rok 2016 Makroekonomická predikce České republiky – leden 2017.
Zdroj: MF, ČSÚ

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 kupóny korunových i cizoměnových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů, úroky z úvěrů od Evropské investiční banky a swapové úroky, nejprve projeví akruálně a teprve na konci tohoto období hotovostně. Při růstu státního dluhu pak dochází z tohoto titulu v daném období k převaze akruálních nákladů. V případě diskontovaných 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 prémie a diskonty SDD a rozdíl hotovostních výdajů a akruálních nákladů SDD

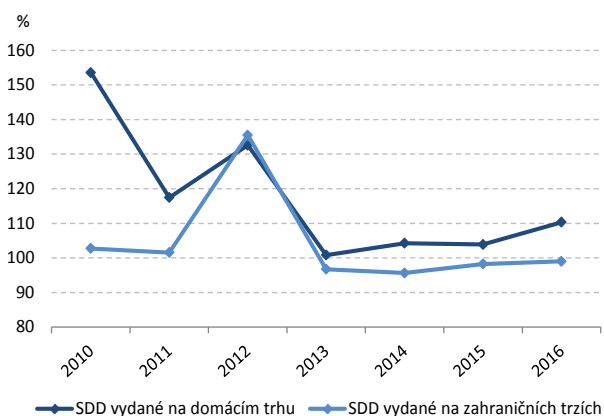
mln. Kč	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Hotovostní prémie SDD	9,4	7,4	11,8	5,8	6,0	7,1	8,6
Hotovostní diskonty SDD	0,0	0,7	0,8	1,4	1,3	0,6	0,0
Rozdíl hotovostních diskontů a premií SDD	-9,3	-6,8	-11,0	-4,4	-4,7	-6,5	-8,6
Rozdíl hotovostních výdajů a akruálních nákladů SDD	-13,1	-5,7	-9,7	-0,3	-1,5	-1,3	-2,8

Poznámka: 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 2016 se podílí téměř třemi čtvrtinami na celkových akruálních nákladech státního dluhu. U střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů vydaných na domácím trhu převažují akruální náklady nad hotovostními úrokovými výdaji. V případě střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů vydaných na zahraničním trhu, které se v roce 2016 podílí na celkových akruálních nákladech více jak jednou pětinou, je bilance mezi akruálními

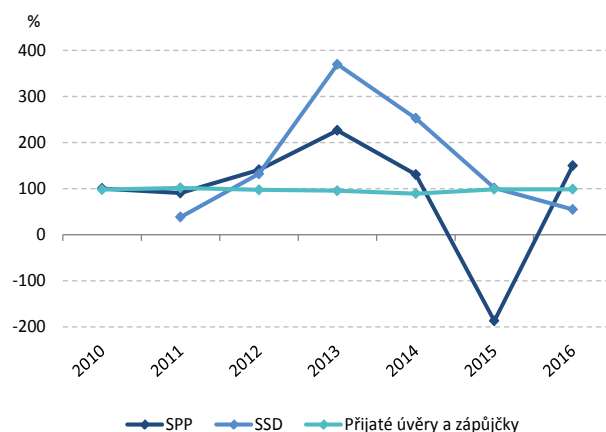
náklady a hotovostními úrokovými výdaji přibližně vyrovnaná. V případě státních pokladničních poukázek významně převažují hotovostní výdaje nad akruálními náklady, resp. akruální příjmy převažují hotovostní příjmy. Vzhledem ke krátké době splatnosti většiny poskytnutých zápůjček v podobě zápůjčních facilit, 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 hotovostní úrokové výdaje převažují akruální náklady.

Obrázek 39: Podíl akruálních nákladů a čistých hotovostních úrokových výdajů SDD



Zdroj: MF

Obrázek 40: Podíl akruálních nákladů a čistých hotovostních úrokových výdajů dalších složek státního dluhu



Zdroj: MF

Rozpočet kapitoly Státní dluh v roce 2016

Rozpočet kapitoly 396 – Státní dluh je každoročně sestavován na základě analýzy úrokových výdajů Cost-at-Risk. Rozpočtované čisté úrokové výdaje na obsluhu státního dluhu pro rok 2016 se nalézají mezi 95% a 99% kvantilem ukazatele CaR, nebudou tedy překročeny s více než 95% pravděpodobností.

Očekávané čisté výdaje činily 44,8 mld. Kč. Skutečně dosažené čisté výdaje kapitoly v roce 2016 činí 40,7 mld. Kč, tj. zhruba 0,9 % HDP a 3,2 % celkových příjmů státního rozpočtu bez zahrnutí příjmů kapitoly 396 – Státní dluh. Rozdíl skutečných čistých výdajů oproti původně schválenému rozpočtu ve výši 52,3 mld. Kč činí

11,7 mld. Kč, což částečně přispělo k lepšímu než očekávanému hospodaření vládního sektoru v roce 2016. Rozdíl mezi skutečnými a rozpočtovanými čistými výdaji je zapříčiněn především nižšími výdaji, zatímco příjmy dosáhly nepatrně vyšší úrovně oproti schválenému rozpočtu. Oproti roku 2015 došlo k poklesu čistých výdajů o cca 10,2 %.

V průběhu roku 2016 bylo z výdajů kapitoly formou rozpočtových opatření do jiných rozpočtových kapitol převedeno celkem 10,9 mld. Kč. Výsledný rozdíl skutečných čistých výdajů oproti konečnému rozpočtu po zahrnutí vlivu rozpočtových opatření činí 0,8 mld. Kč.

Tabulka 14: Rozpočtové příjmy a výdaje kapitoly Státní dluh v roce 2016

mil. Kč	Skutečnost 2015	Rozpočet 2016		Skutečnost 2016	% Plnění	Index 2016/2015 (%)
		Schválený	Po změnách			
1. Úrokové výdaje a příjmy celkem	52 995 (-) 7 914	51 766 -	40 878 -	40 383 -	98,8 -	76,2 -
Vnitřní dluh	42 779 (-) 7 900	40 331 -	30 861 -	30 512 -	98,9 -	71,3 -
Instrumenty peněžního trhu	18 (-) 146	(-) 44 -	(-) 109 -	(-) 155 -	142,3 -	- 841,5 -
SSD	2 111	3 142	3 073	3 072	100,0	145,6
SDD vydané na domácím trhu	40 649 (-) 7 753	37 232 -	27 897 -	27 595 -	98,9 -	67,9 -
Vnější dluh	10 216 (-) 14	11 430 -	10 013 -	9 871 -	98,6 -	96,6 -
SDD vydané na zahraničních trzích	9 822 (-) 14	10 450 -	9 601 -	9 513 -	99,1 -	96,8 -
Přijaté zápůjčky a úvěry	394	979	412	357	86,8	90,8
Bankovní účty	- 0	5 -	5 -	0 -	-4,4 -	- -
Příjmy (-) a výdaje (+) z vkladů na účtech	- 0	5 -	5 -	0 -	-4,4 -	- -
2. Poplatky	199 0	550 -	550 -	271 0	49,3 -	136,4 94,2
Saldo kapitoly celkem	45 280	52 316	41 428	40 654	98,1	89,8

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 mimo jiné 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 2016 neočekávaný pokles výnosů státních dluhopisů na nová historická minima zejména v druhé polovině roku 2016, přičemž výnosy státních dluhopisů úročené na krátkém konci výnosové křivky dosahovaly v průběhu celého roku 2016 záporných hodnot. Ministerstvo na tuto tržní situaci flexibilně zareagovalo, na primárním trhu doprodalo státní dluhopis České republiky bez výnosu splatný v listopadu 2017 v celkové jmenovité hodnotě 10,3 mld. Kč, a na primárním trhu vydalo nové emise státních dluhopisů České republiky bez výnosu splatné v lednu 2018 a červenci 2019 v celkové jmenovité hodnotě 101,6 mld. Kč. Celkový dodatečný příjem státního rozpočtu z titulu emise státních dluhopisů a státních pokladničních poukázek se zápornými výnosy do splatnosti činil 803,2 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 2016 činí přibližně 23 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 již splacenými dluhopisy oproti situaci, kdyby byly vždy místo těchto dluhopisů prodávány fixně úročené dluhopisy se stejnou dobou do splatnosti. Celková úspora spojená s emisí Dluhopisu České republiky, 2009-2012, VAR dosáhla cca 1,0 mld. Kč a celková úspora spojená s emisí Dluhopisu České republiky, 2008-2016, VAR dosáhla cca 12,1 mld. Kč.

Úrokové náklady na obsluhu státního dluhu dosahují v roce 2016 v akruální vyjádření výše 41,7 mld. Kč, z čehož činí úrokové náklady na státní dluh vydaný v roce 2016 cca 0,1 mld. Kč. Celková jmenovitá hodnota státního dluhu vydaného v roce 2016 činí 242,4 mld. Kč včetně revolvingu státních pokladničních poukázek. Z důvodu časové nesourodosti jednotlivých výpůjčních operací v rámci roku 2016 budou akruální náklady na tento dluh pozvolně růst s tím, jak budou spláceny jednotlivé instrumenty, které jsou součástí státního dluhu vydaného v roce 2016, 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 0,3 mld. Kč v roce 2019.

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

mld. Kč	Jmenovitá hodnota	Čisté úrokové výdaje / akruální náklady			
		2016	2017P	2018P	2019P
Hotovostní vyjádření	242,4	-8,5	1,3	1,3	1,2
Akruální vyjádření	242,4	0,1	0,1	0,2	0,3
Hrubá emise SDD	211,6	0,2	0,1	0,2	0,3
Hrubá emise SPP	30,8	0,0	0,0	-	-

Zdroj: MF

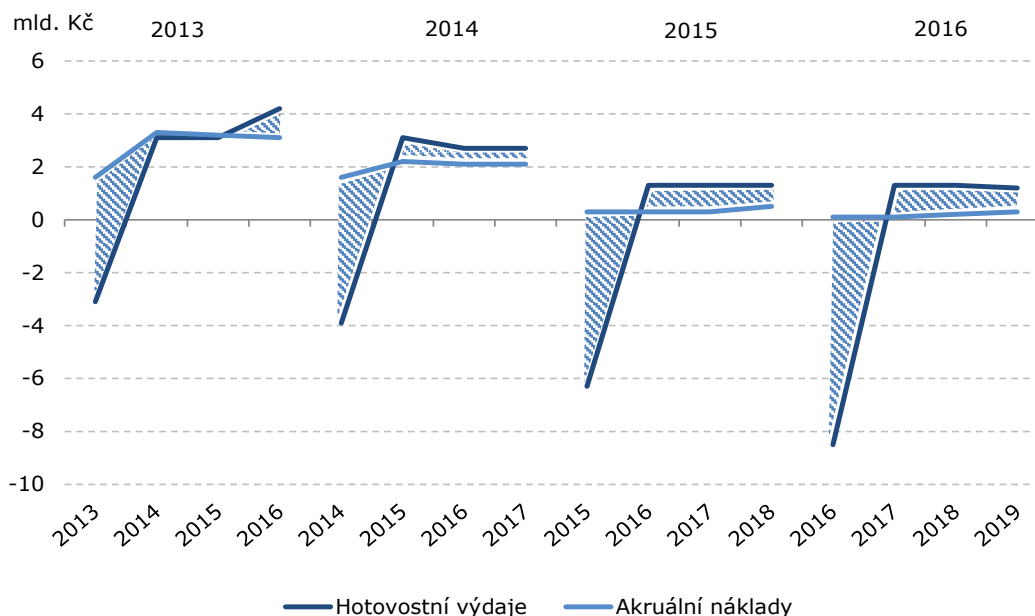
Odlisňný vývoj vykazují čisté úrokové výdaje na tentýž dluh v hotovostním vyjádření, když výše těchto výdajů v roce 2016 činí -8,5 mld. Kč. V letech 2017 až 2019 se očekávají čisté úrokové výdaje na nový státní dluh na úrovni cca 1,3 mld. Kč, resp. 1,2 mld. Kč. Nově vydaný státní dluh v roce 2016 přinesl čistý hotovostní příjem státního rozpočtu ve výši 8,5 mld. Kč z důvodu znovuotevírání emisí s vyššími kupónovými sazbami, které spolu s nízkými tržními výnosy generovaly aukční prémie. Příjmy rozpočtu generované ze státního dluhu vydaného v roce 2016 však budou v následujících letech vykompenzovány vyššími hotovostními výdaji v porovnání s akruálními. Platí, že čisté

hotovostní úrokové výdaje a akruální náklady na nový státní dluh se za dobu existence tohoto dluhu rovnají. Následující obrázek dokumentuje, že v letech 2013 až 2016 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 akruální náklady a čisté hotovostní úrokové výdaje v roce vydání totožné. Z tohoto důvodu je akruální vyjádření nákladů na státní dluh přesnější a více vypovídající, jelikož není ovlivněno znovuotevíráním emisí s jinou než tržní

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 prémie 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 41: Čistě hotovostní a akruální úrokové náklady nového dluhu

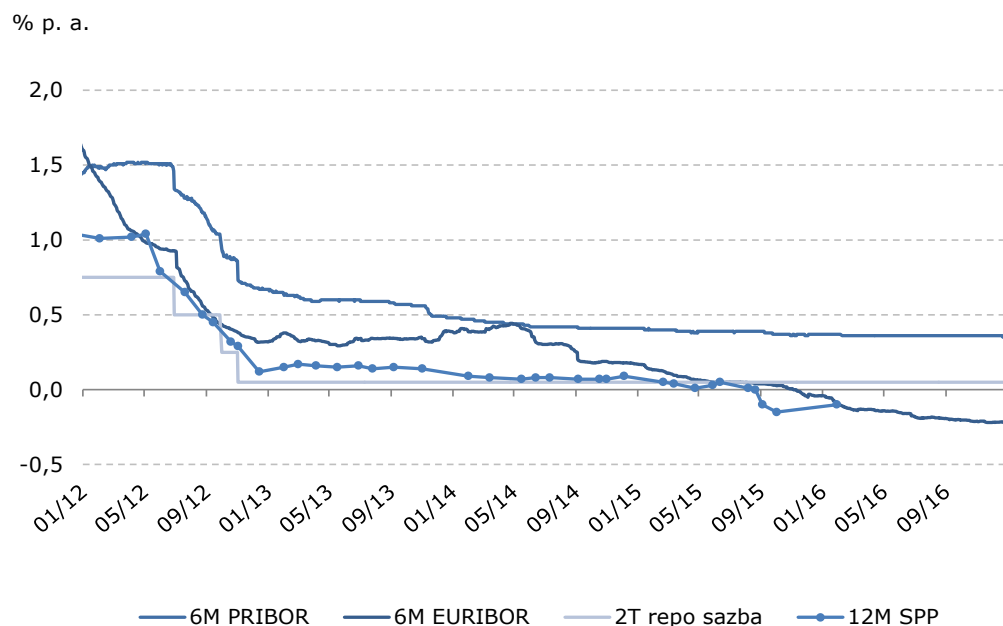


Zdroj: MF

V roce 2016 došlo k dalšímu poklesu výnosových křivek korunového i eurového peněžního trhu. Sazba šestiměsíční PRIBOR v roce 2016 nadále klesala s velmi nízkou volatilitou. Sazba šestiměsíční EURIBOR během roku 2016 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 2016.

Obrázek 42: Vývoj sazeb: 6M PRIBOR, 6M EURIBOR, 2T repo sazba a výnos 12M SPP

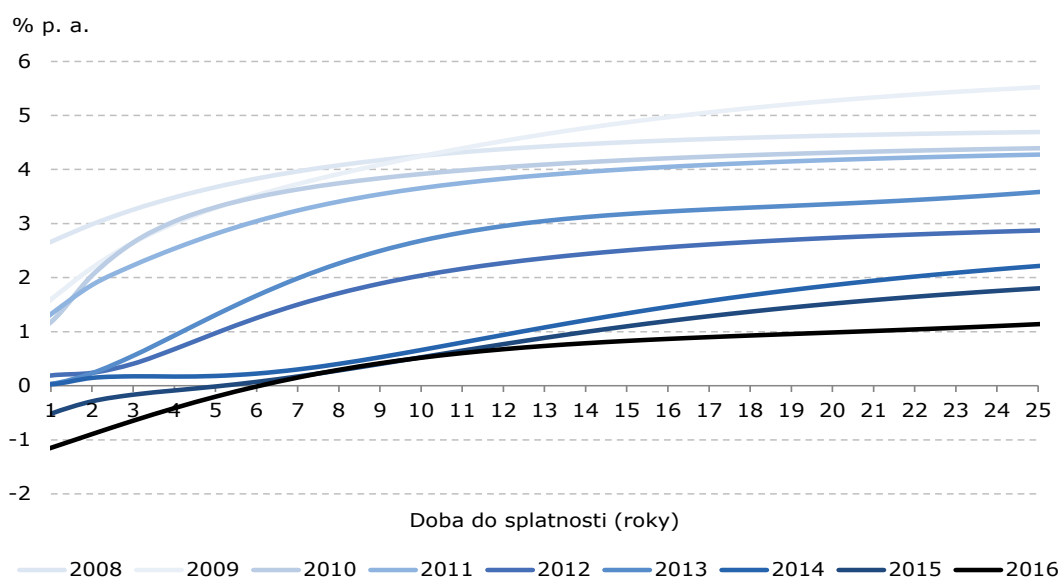


Zdroj: Bloomberg, ČNB

Výnosy korunových státních dluhopisů po celé délce výnosové křivky během prvního čtvrtletí 2016 nejprve pozvolna rostly, poté pozvolna klesaly a od konce prvního čtvrtletí 2016 opět začaly mírně růst. Počátkem června opět začaly pozvolna klesat, přičemž výnosy korunových státních dluhopisů s dobou do splatnosti nad pět let poklesly na konci třetího čtvrtletí až na svá historická minima. Během posledního čtvrtletí roku 2016 výnosy těchto dluhopisů nejprve opět mírně rostly a následně pozvolna klesaly. Po celé druhé pololetí roku 2016 se výnosy korunových státních dluhopisů s relativně krátkou dobou do splatnosti do pěti let pohybovaly v záporných hodnotách, přičemž výnosy korunových státních dluhopisů s dobou do splatnosti tři roky prakticky po celé druhé pololetí

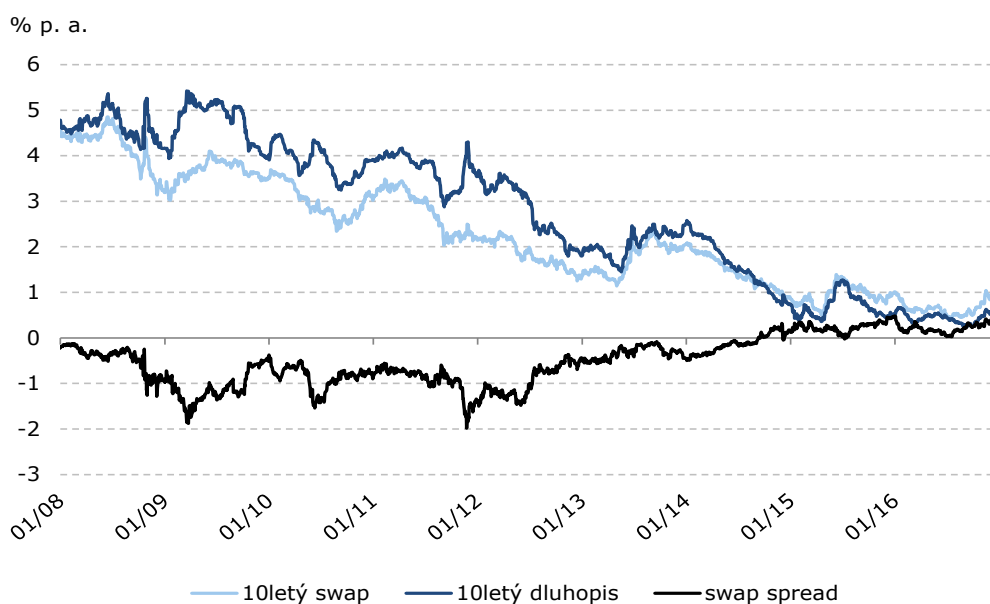
2016 klesaly až na svá nová historická minima na konci roku 2016. Rozdíl mezi swapovou sazbou a výnosem státního dluhopisu, tzv. swap spread, po celý rok 2016 dosahoval kladných hodnot pro dobu do splatnosti 10 let. Kladná hodnota swap spreadu potvrzuje atraktivitu České republiky jako emitenta státních 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 2016 na úrovních cca 50 bazických bodů, přičemž ke konci prosince 2016 dosahuje hodnoty 40 bazických bodů. Průměrná hodnota swap spreadu u desetiletého swapu dosahuje během roku 2016 hodnoty cca 20 bazických bodů.

Obrázek 43: 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 44: 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.

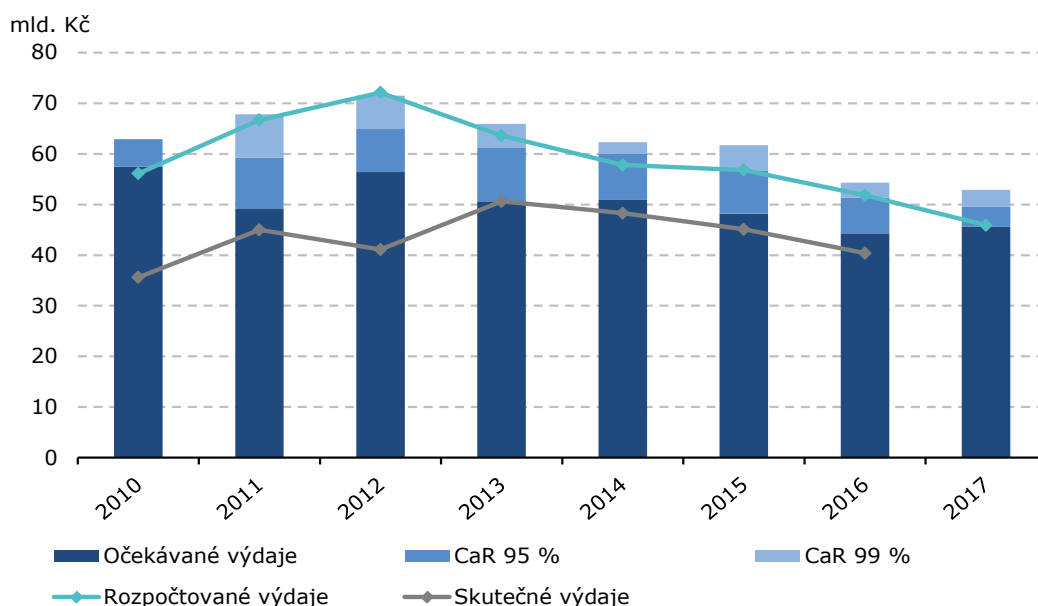
Primární cíl modelu spočívá ve stanovení maximálních úrokových výdajů státního dluhu, které nebudou s danou 95%, resp. 99% pravděpodobností překročeny (CaR 95 % a CaR 99 %). Sekundární cíl modelu spočívá v odhadu skutečných úrokových výdajů státního dluhu. Při aplikaci analýzy

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 čisté úrokové výdaje nebyly překročeny v žádném z těchto roků.

Obrázek 45: Čisté úrokové výdaje a Cost-at-Risk



Poznámka: V letech 2010 až 2016 se jedná o původně rozpočtované čisté úrokové výdaje, v roce 2017 o rozpočtované čisté úrokové výdaje v zákoně o státním rozpočtu České republiky na rok 2017.
Zdroj: MF

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

mld. Kč	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Rozpočtované výdaje¹	56,1	66,7	72,1	63,6	57,8	56,8	51,8	45,9	50,8	52,1
Skutečné výdaje	35,6	45,0	41,1	50,6	48,3	45,1	40,4			
Očekávané výdaje	57,5	49,1	56,4	50,6	50,9	48,2	44,3	45,6	48,0	49,8
CaR 95 %	62,9	59,2	64,9	61,3	60,0	56,6	51,4	49,6	53,8	57,0
CaR 99 %	-	67,8	71,5	65,9	62,3	61,7	54,3	52,9	56,4	61,6

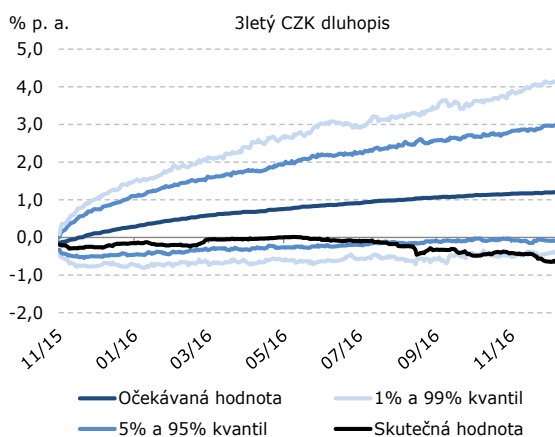
¹ V letech 2010 až 2016 se jedná o původně rozpočtované čisté úrokové výdaje, v roce 2017 o rozpočtované čisté úrokové výdaje v zákoně o státním rozpočtu České republiky na rok 2017. V letech 2018 a 2019 se jedná o střednědobý výhled.
Zdroj: MF

Cost-at-Risk na rok 2016

Ve Zprávě o řízení státního dluhu České republiky v roce 2015 byl uveřejněn Cost-at-Risk státního dluhu pro rok 2016. Výpočet ukazatele CaR vychází ze simulací vývoje časové struktury úrokových sazeb k 25. listopadu 2015.

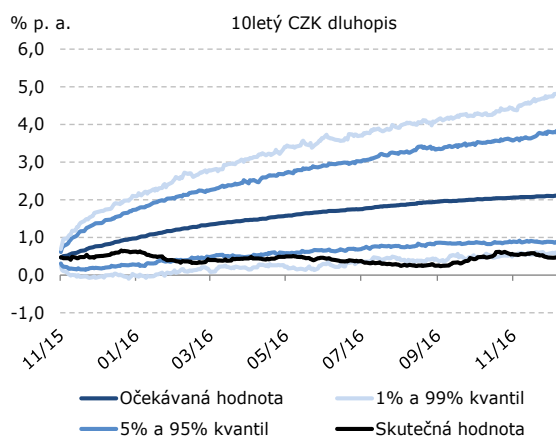
Porovnání skutečného vývoje úrokových sazeb tříletého a desetiletého korunového dluhopisu s jejich simulacemi za období od 25. listopadu 2015 do 31. prosince 2016 zachycují následující obrázky.

Obrázek 46: Skutečné vs. simulované výnosy 3letého korunového státního dluhopisu



Zdroj: MF

Obrázek 47: Skutečné vs. simulované výnosy 10letého korunového státního dluhopisu



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 2015 a 2016 zachycuje

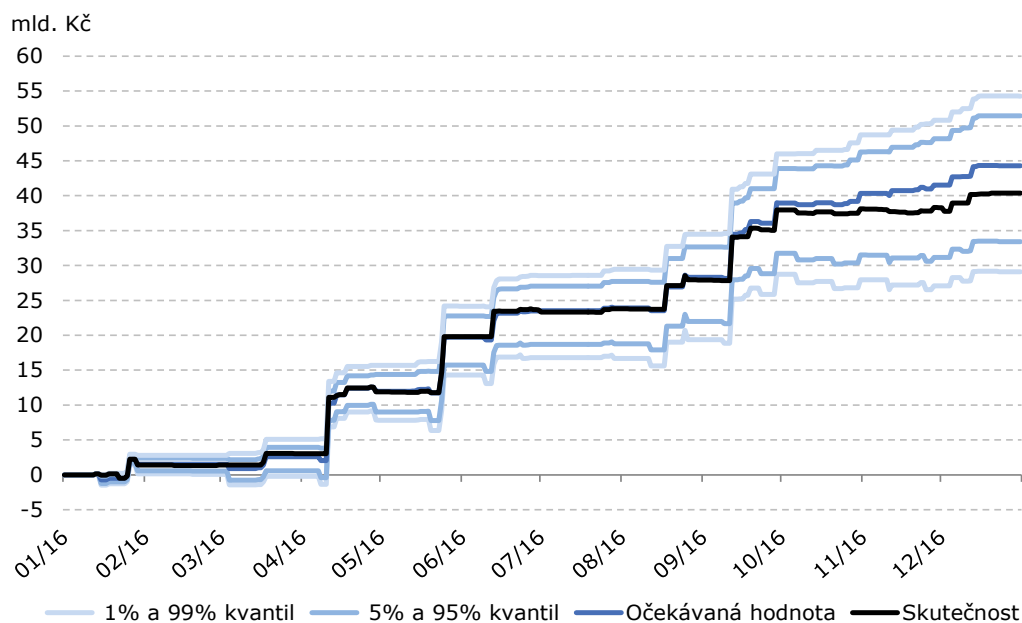
následující tabulka. V roce 2016 činí čisté úrokové výdaje 40,4 mld. Kč, očekávané čisté úrokové výdaje v roce 2016 predikované modelem se nacházejí na úrovni 44,3 mld. Kč.

Tabulka 17: Očekávané vs. skutečné čisté úrokové výdaje v letech 2015 a 2016

mld. Kč	2015	2016
Skutečné výdaje	45,1	40,4
Očekávané výdaje	48,2	44,3
CaR 95 %	56,6	51,4
CaR 99 %	61,7	54,3
Odchylka očekávání od skutečnosti	3,1	3,9

Zdroj: MF

Obrázek 48: Skutečné vs. simulované čisté úrokové výdaje v roce 2016



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

Čisté úrokové výdaje tak i v roce 2016 zůstaly pod hranicí CaR 95 % i CaR 99 %, které byly stanoveny na 51,4 mld. Kč, respektive na 54,3 mld. Kč. Primární cíl modelu byl tedy splněn, když skutečné úrokové výdaje státního dluhu zůstaly pod hranicí CaR 99 % a nebylo ohroženo dodržení salda státního rozpočtu na rok 2016 schváleného Poslaneckou sněmovnou Parlamentu České republiky z titulu kapitoly Státní dluh. Očekávané čisté úrokové výdaje predikované modelem jsou cca o 3,9 mld. Kč vyšší oproti skutečnosti.

Diference očekávaných čistých úrokových výdajů je dána především poklesem výnosů korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů oproti očekávání danému modelem, která trvala po celý rok 2016. Zejména ve třetím čtvrtletí roku 2016 výnosy státních dluhopisů úročených na delším konci výnosové křivky poklesly až na nová historická minima. Výnosy státních dluhopisů úročených na krátkém konci výnosové křivky dosahovaly

téměř po celý rok záporných hodnot, od počátku druhého čtvrtletí klesaly až na nová historická minima v závěru roku 2016. Ministerstvo flexibilně zareagovalo na situaci na finančním trhu a navýšilo emise na krátkém konci výnosové křivky. Diference z tohoto titulu činí celkem 2,6 mld. Kč a je dána především změnou struktury emisního kalendáře střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů. Diference cca 0,3 mld. Kč je způsobena vlivem nižších než očekávaných výnosů státních pokladničních poukázek, když v průběhu celého roku 2016 výnosy státních pokladničních poukázek dosahovaly rovněž záporných hodnot. Celkový dodatečný příjem státního rozpočtu z titulu emise státních dluhopisů a státních pokladničních poukázek se zápornými výnosy do splatnosti činil 0,8 mld. Kč. 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 0,9 mld. Kč.

Cost-at-Risk na roky 2017 až 2019

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 snížit rozpočtované výdaje na obsluhu státního dluhu v roce 2017 oproti rozpočtovaným výdajům na obsluhu státního dluhu v roce 2016 o 6,0 mld. Kč a oproti střednědobému výhledu státního rozpočtu na roky 2017 a 2018, se kterým pracovala Strategie, o 7,3 mld. Kč v obou letech.

Modelem očekávané čisté úrokové výdaje v roce 2017 se nalézají na úrovni 45,6 mld. Kč. Čisté úrokové výdaje v riziku, tj. CaR 99 % činí 52,9 mld. Kč (CaR 95 % 49,6 mld. Kč). Skutečné čisté úrokové výdaje v roce 2017 tak s 99% pravděpodobností nebudou vyšší o cca 7,3 mld. Kč oproti očekávaným výdajům. Rozpočtované úrokové výdaje na obsluhu státního dluhu v roce 2017 činí 45,9 mld. Kč a nachází se tak o 0,3 mld. Kč nad očekávanými čistými úrokovými výdaji a o 3,7 mld. Kč pod 95% kvantilem ukazatele CaR.

Následující tabulka detailně zobrazuje vývoj kumulovaných čistých úrokových výdajů státního dluhu v roce 2017 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 2017

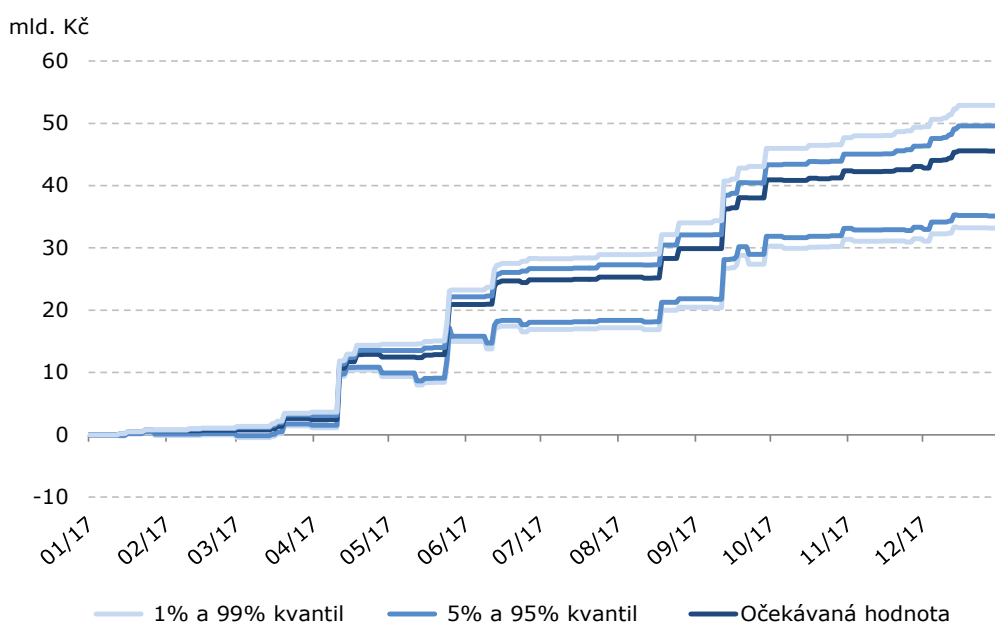
mld. Kč	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Očekávané výdaje	0,6	0,8	2,4	12,5	20,9	24,9	25,3	29,9	40,9	42,4	43,1	45,6
CaR 95 %	0,7	1,0	3,1	13,5	22,1	26,7	27,3	32,1	43,4	45,1	46,3	49,6
CaR 99 %	0,8	1,1	3,6	14,5	23,2	28,3	28,9	34,0	46,0	47,7	49,3	52,9

Zdroj: MF

Grafická prezentace simulací kumulovaných čistých úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu v roce 2017 stanovených na denní bázi je zobrazena na následujícím obrázku. Obrázek dále

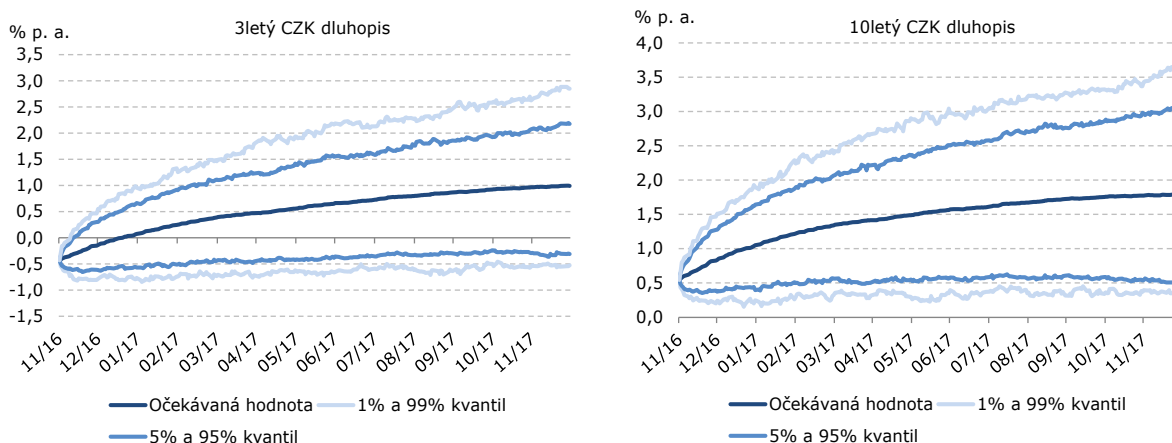
zobrazuje očekávané hodnoty čistých úrokových výdajů a příslušné 5% a 95%, 1% a 99% kvantily simulovaných hodnot.

Obrázek 49: Simulace čistých úrokových výdajů státního dluhu v průběhu roku 2017



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

Obrázek 50: Simulace korunových úrokových sazeb v roce 2017



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 2017. 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.
Očekávané výdaje	45,6	46,9	52,3	48,9	59,7	50,2	66,5
CaR 95 %	49,6	50,9	56,2	52,7	62,4	54,0	69,1
CaR 99 %	52,9	54,2	59,5	55,9	65,1	57,2	71,8

Poznámka: Šok v podobě jednorázového posunu výnosové křivky nastane na počátku roku 2017.
Zdroj: MF

Posun výnosové křivky korunových státních dluhopisů na jejím krátkém konci o 1 p. b. směrem nahoru by v roce 2017 přinesl zvýšení očekávaných čistých úrokových výdajů o 1,3 mld. Kč. V případě zvýšení sazeb na dlouhém konci výnosové křivky 1 p. b. by očekávané čisté úrokové výdaje vzrostly o 3,3 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 4,6 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 2016 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 %
Očekávané výdaje	0,085	0,853
CaR 95 %	0,086	0,864
CaR 99 %	0,087	0,868

Poznámka: Šok v podobě jednorázového oslabení kurzu koruny nastane na počátku roku 2017.
Zdroj: MF

Pokud by na počátku roku 2017 oslabil kurz EURCZK o 1% oproti úrovni z konce roku 2016, tj. z 27,020 na 27,290, a tento kurz by trval po celý rok 2017, potom by se očekávané čisté úrokové výdaje na obsluhu státního dluhu z tohoto titulu navýšily o cca 85 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 2017 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 0,1 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 kupónových 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 2018 a 2019. Očekávané hodnoty čistých úrokových výdajů činí 48,0 mld. Kč v roce 2018 a 49,8 mld. Kč v roce 2019, 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 2018 a 2019 leží výdajové rámce kapitoly 396 - Státní dluh pod 95% kvantilem ukazatele CaR. Pro rok 2018 činí výdajový rámec 50,8 mld. Kč a nachází se o 3,0 mld. Kč pod 95% kvantilem čistých úrokových výdajů. Pro rok 2019 činí výdajový

rámec 52,1 mld. Kč, čímž leží o 4,8 mld. Kč pod 95% kvantilem čistých úrokových výdajů. Rostoucí trend střednědobého výhledu rozpočtovaných i simulovaných úrokových výdajů je způsoben především volatilitou úrokových sazeb, která roste se zvyšujícím se horizontem simulace. Vzhledem k tomu, že státní rozpočet je sestavován vždy pouze na následující rok, bude horizont simulace čistých úrokových výdajů při sestavování rozpočtu na následující rok kratší a za předpokladu nezměněných tržních podmínek lze očekávat, že díky nižší volatilitě simulace úrokových sazeb poklesne hodnota rizikových ukazatelů CaR 95 % a CaR 99 %.

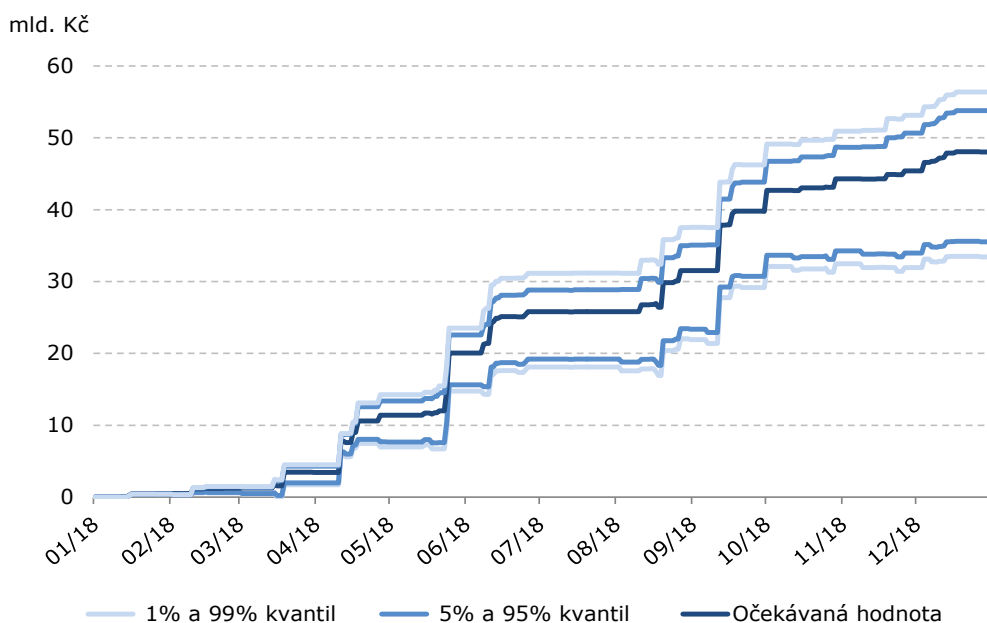
Očekávané čisté úrokové výdaje v roce 2018 jsou modelem predikovány na úrovni 48,0 mld. Kč. Následující tabulka detailně zobrazuje vývoj kumulovaných očekávaných čistých úrokových výdajů státního dluhu v roce 2018 vždy ke konci měsíce. Tabulka dále obsahuje příslušné kritické hodnoty ukazatelů CaR 95 % a CaR 99 %. Rozdíl mezi ukazatelem CaR 99 % a očekávanými výdaji je v roce 2018 vyšší než stejný rozdíl v roce 2017. 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 2018

mld. Kč	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Očekávané výdaje	0,4	1,3	3,5	11,4	20,1	25,8	25,8	31,5	39,8	44,3	45,4	48,0
CaR 95 %	0,4	1,4	4,3	13,4	22,6	28,8	28,8	35,1	43,8	48,7	50,7	53,8
CaR 99 %	0,4	1,5	4,5	14,3	23,5	31,2	31,2	37,6	46,2	50,9	53,1	56,4

Zdroj: MF

Obrázek 51: Simulace čistých úrokových výdajů státního dluhu v průběhu roku 2018



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

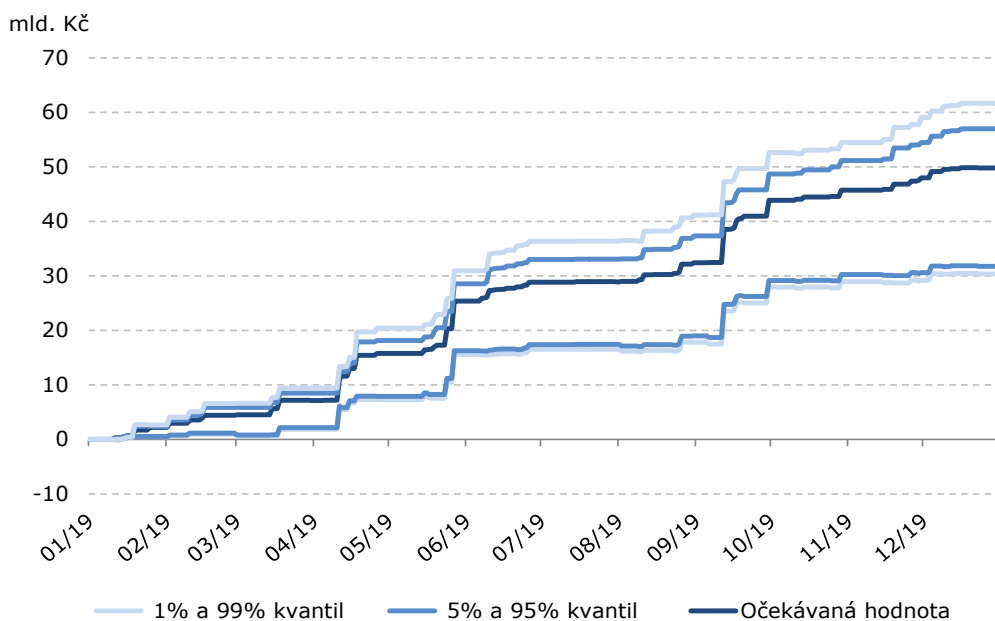
Očekávané čisté úrokové výdaje v roce 2019 jsou modelem predikovány na úrovni 49,8 mld. Kč. Následující tabulka detailně zobrazuje vývoj kumulovaných očekávaných čistých úrokových výdajů státního dluhu v roce 2019 vždy ke konci měsíce. Tabulka dále obsahuje příslušné kritické

hodnoty ukazatelů CaR 95 % a CaR 99 %. Rozdíl mezi ukazatelem CaR 99 % a očekávanými výdaji je v roce 2019 vyšší než stejný rozdíl v letech 2017 a 2018. 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 2019

mld. Kč	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Očekávané výdaje	2,2	4,4	7,2	15,8	25,4	28,9	28,9	32,4	43,9	45,7	48,0	49,8
CaR 95 %	2,4	5,9	8,5	18,1	28,5	33,0	33,1	37,3	48,7	51,1	54,5	57,0
CaR 99 %	2,7	6,6	9,4	20,4	31,0	36,3	36,4	41,2	52,6	54,5	59,0	61,6

Zdroj: MF

Obrázek 52: Simulace čistých úrokových výdajů státního dluhu v průběhu roku 2019Poznámka: 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 minimalizaci nákladů spojených s konkrétní úrovní rizika. Vzhledem k tomu, že financování hrubé výpůjční potřeby je v roce 2017 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.

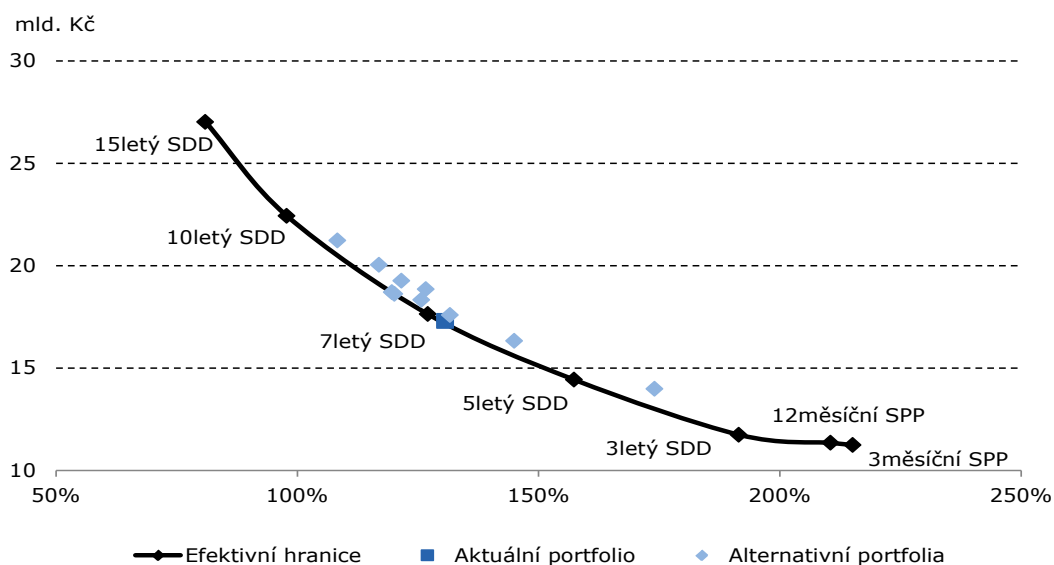
Pro všechna alternativní dluhová portfolia v provedené analýze probíhá veškeré financování hrubé výpůjční potřeby v následujících letech ve dnech skutečně plánovaných aukcí pouze pomocí dluhopisů dle definice alternativního portfolia (bez uvažování zновуotevření emisí). Efektivní hranice je tvořena sedmi 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 pokles výnosů státních dluhopisů během tříletého simulačního horizontu, který se odráží ve snížení očekávaných nákladů v následujících letech. Dále jsou rovněž patrné velmi nízké výnosy na krátkém konci výnosové křivky, když očekávané náklady v případě emise 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,

kteřá 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 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 53: 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 2017 až 2019. 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 2017 až 2019, 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 a alternativní portfolia, která počítají s nulovou čistou emisí státních pokladničních poukázek, 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 17,3 mld. Kč s rizikem cca 131 %. Existuje tedy riziko, že skutečně realizované náklady za následující 3 roky převýší očekávané náklady o 131 %, v absolutním vyjádření o 22,6 mld. Kč. Oproti předchozímu roku tak očekávané náklady výrazně poklesly 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 aktuálně platnými Pravidly pro primární prodej státních dluhopisů organizovaný Českou národní bankou (úřední sdělení ČNB ze dne 18. prosince 2015 o vydání druhé verze Pravidel 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 pololetí 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 i v průběhu roku 2016 a v této praxi bude Ministerstvo i nadále pokračovat.

Skupina primárních dealerů českých státních dluhopisů je potvrzována Ministerstvem na každý kalendářní rok. V roce 2016 měla Česká republika celkem 12 primárních dealerů. V porovnání s rokem 2015 došlo ke snížení o jednoho primárního dealera. S platností od 1. 1. 2016 zanikly všechny práva a povinnosti spojené s funkcí primárního dealera pro Barclays Bank PLC. Systém primárních dealerů fungoval v roce 2016 hladce a Ministerstvo nezaznamenalo ze strany primárních dealerů žádné návrhy na změnu současného institucionálního uspořádání trhu.

Tabulka 23: Seznam primárních dealerů státních dluhopisů v roce 2016

Rok 2016	
Citibank Europe plc	ING Bank N. V.
Erste Group Bank AG / Česká spořitelna, a.s.	J. P. Morgan Securities plc
KBC Bank NV / Československá obchodní banka, a. s.	Morgan Stanley & Co International PLC
Deutsche Bank AG	PPF banka, a.s.
Goldman Sachs International	Société Générale / Komerční banka, a.s.
HSBC Bank plc	UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s.

Zdroj: MF

Hodnocení primárních dealerů v roce 2016

Úprava hodnocení primárních dealerů platná pro rok 2016 ponechává dvě výchozí kritéria hodnocení, jedno zaměřené na primární trh státních dluhopisů, druhé se zaměřením na sekundární trh. 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. 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 2016

Pořadí	Primární dealer	Body
1.	KBC Bank NV / Československá obchodní banka, a.s.	68,1
2.	PPF banka a.s.	64,9
3.	Citibank Europe plc	59,7
4.	Erste Group Bank AG / Česká spořitelna, a.s.	48,1
5.	J.P. Morgan Securities plc	45,0
6.	Société Générale / Komerční banka, a.s.	41,6
7.	UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s.	34,1

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

Tabulka 25: Primární trh v roce 2016

Pořadí	Primární dealer	Body
1.	PPF banka a.s.	37,4
2.	KBC Bank NV / Československá obchodní banka, a.s.	32,2
3.	Erste Group Bank AG / Česká spořitelna, a.s.	30,6
4.	Citibank Europe plc	29,0
5.	J.P. Morgan Securities plc	25,7
6.	Société Générale / Komerční banka, a.s.	23,9
7.	UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s.	18,7

Poznámka: Maximální možný počet bodů v tomto kritériu je 55.
Zdroj: MF

Tabulka 26: Sekundární trh v roce 2016

Pořadí	Primární dealer	Body
1.	KBC Bank NV / Československá obchodní banka, a.s.	35,9
2.	Citibank Europe plc	30,7
3.	PPF banka a.s.	27,5
4.	J.P. Morgan Securities plc	19,3
5.	Société Générale / Komerční banka, a.s.	17,7
6.	Erste Group Bank AG / Česká spořitelna, a.s.	17,5
7.	UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s.	15,4

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

MTS Czech Republic a sekundární trh státních dluhopisů

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 plynule navázal plný provoz. K podpoře likvidity sekundárního trhu MTS Czech Republic může Ministerstvo využít i operace na sekundárním trhu v podobě přímých prodejů, výměn nelikvidních

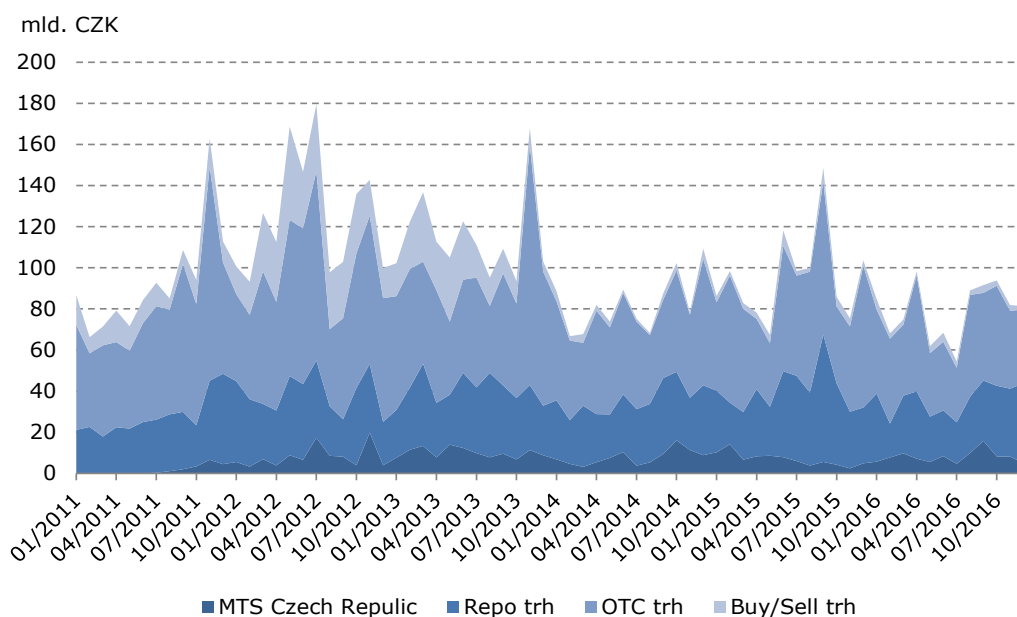
státních dluhopisů za benchmarkové dluhopisy, jako i zpětné odkupy nelikvidních dluhopisů s krátkou dobou do splatnosti.

Platforma MTS Czech Republic dále 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. Oficiální trh MTS Czech Republic se stal od svého vzniku integrální

součástí celkového sekundárního trhu korunových státních dluhopisů. Tržním účastníkům poskytuje transparentní informaci o vývoji cen korunových

státních dluhopisů a nepřetržitý přístup k nabídce korunových státních dluhopisů.

Obrázek 54: Nominální hodnota realizovaných obchodů na sekundárním trhu



Poznámka: Vyjádřeno nominální hodnotě zobchodovaných státních dluhopisů na jednotlivých segmentech sekundárního trhu, repo trh a buy/sell trh očištěn o dvojnásobný započtení transakcí. Včetně zahrnutí operací Ministerstva na MTS Czech Republic a repo trhu.
Zdroj: MF, CDCP, MTS

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. Zároveň je likvidní a hluboký sekundární trh důležitý z hlediska dostatečné absorpce případných šoků na finančním trhu. 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 2007-2017, 4,00 % a 2014 – 2018, 0,85 % byl v souladu s Dohodou od 1. ledna 2017 odstraněn ze seznamu benchmarkových emisí z důvodu zbytkové doby do splatnosti kratší než 1,25 roku. Do seznamu byl naopak zařazen státní dluhopis 2014-2020, VAR % s cílem vhodně doplnit prostor mezi zbytkovou dobou do splatnosti 3 a 5 let. Změnami v benchmarkové emisi platnými od ledna 2017 se celkový počet povinně kotovaných dluhopisů snížil o jeden, jejich počet je nyní 12.

Tabulka 27: Benchmarkové emise státních dluhopisů k 1. lednu 2017

Číslo emise	Název emise	ISIN	kupon	Datum splatnosti	Splatnostní koš
41. emise	ČR, 4,60 %, 18	CZ0001000822	4,60 %	18. 8. 2018	A
56. emise	ČR, 5,00 %, 19	CZ0001002471	5,00 %	11. 4. 2019	A
76. emise	ČR, 1,50 %, 19	CZ0001003834	1,50 %	29. 10. 2019	A
91. emise¹	ČR, VAR %, 20	CZ0001004113	VAR	9. 12. 2020	B
61. emise	ČR, 3,85 %, 21	CZ0001002851	3,75 %	29. 9. 2021	B
52. emise	ČR, 4,70 %, 22	CZ0001001945	4,70 %	12. 9. 2022	B
97. emise ²	ČR, 0,45 %, 23	CZ0001004600	0,45 %	25. 10. 2023	C
58. emise	ČR, 5,70 %, 24	CZ0001002547	5,70 %	25. 5. 2024	C
89. emise	ČR, 2,40 %, 25	CZ0001004253	2,40 %	17. 9. 2025	C
95. emise ²	ČR, 1,00 %, 26	CZ0001004469	1,00 %	26. 6. 2026	C
78. emise	ČR, 2,50 %, 28	CZ0001003859	2,50 %	25. 8. 2028	C
94. emise ²	ČR, 0,95 %, 30	CZ0001004477	0,95 %	15. 5. 2030	C

¹ Emise byla zařazena mezi benchmarkové od 1. 1. 2017

² 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

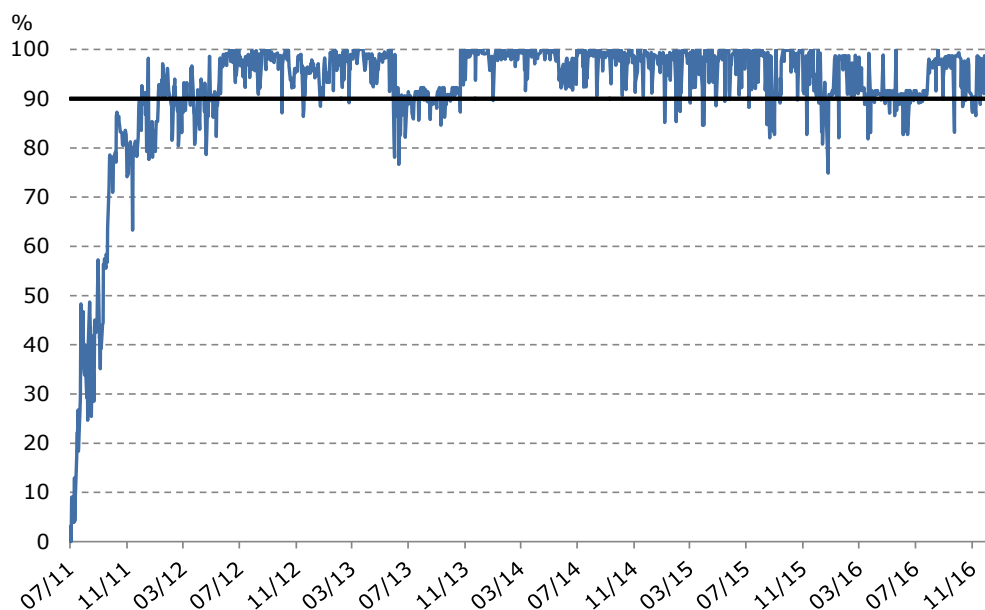
A	Dluhopisy se splatností 1,25 až 3,5 let	50 mil. Kč
B	Dluhopisy se splatností 3,5 až 6,5 let	50 mil. Kč
C	Dluhopisy se splatností 6,5 až 13,5 let	40 mil. Kč
D	Dluhopisy se splatností 13,5 let a více	30 mil. Kč

Zdroj: MF

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 2016 se primárními dealerům v průměru dařilo koteční povinnosti úspěšně plnit. Mírný pokles v plnění kotečních povinností nastal mezi březnem a červencem, avšak v průměru byla hranice 90 % naplněna. V dalším průběhu roka 2016 došlo k návratu na historickou úroveň. Vývoj v plnění kotečních povinností v průběhu roku 2016 blízko koreloval s celkovou zobchodovanou jmenovitou hodnotou na platformě MTS Czech Republic.

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 2016 byla průměrná zobchodovaná jmenovitá hodnota pod úrovní roku 2015, když měsíční zobchodovaný průměr byl 4,0 mld. Kč. V druhém čtvrtletí roku 2016 byla zaznamenaná nízká aktivita primárních dealerů, když v květnu činila zobchodovaná jmenovitá hodnota historicky nejnižší hodnotu, a to jen 970 mil. Kč.

Obrázek 55: Průměrné denní plnění kotačních povinností dealerů

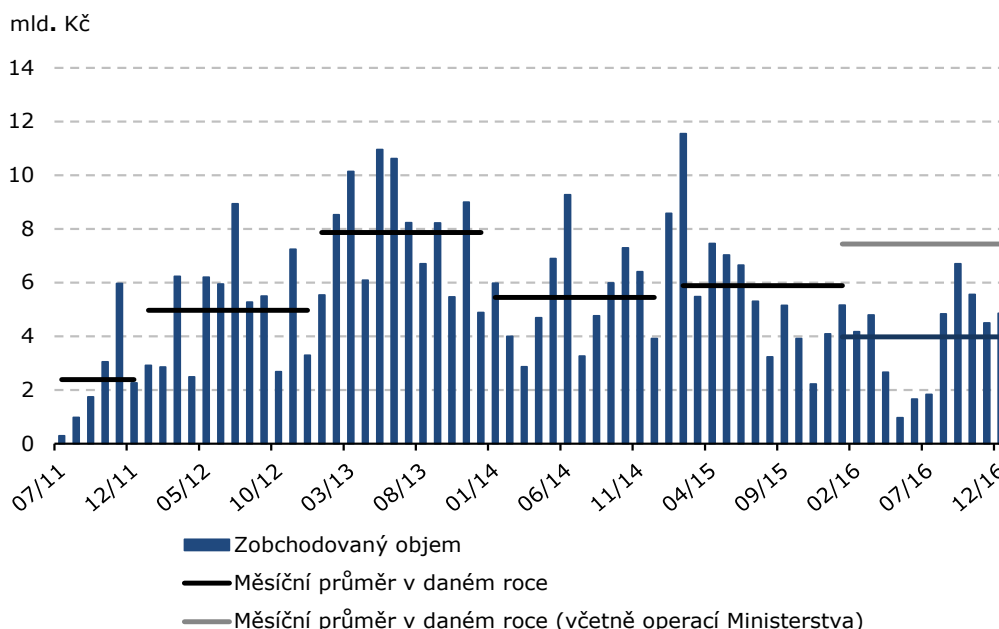


Zdroj: MF, MTS

Jedním z důvodů vstupu Ministerstva do výměnných operací a přímých prodejů na sekundárním trhu MTS Czech Republic byla podpora likvidity zobchodovaných státních dluhopisů a aktivity primárních dealerů, když po započtení operací

Ministerstva financí průměrná měsíční zobchodovaná jmenovitá hodnota v roce 2016 činila 7,4 mld. Kč, což je o 3,5 mld. Kč více než bez zahrnutí operací Ministerstva.

Obrázek 56: Jmenovitá hodnota obchodů na MTS Czech Republic



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

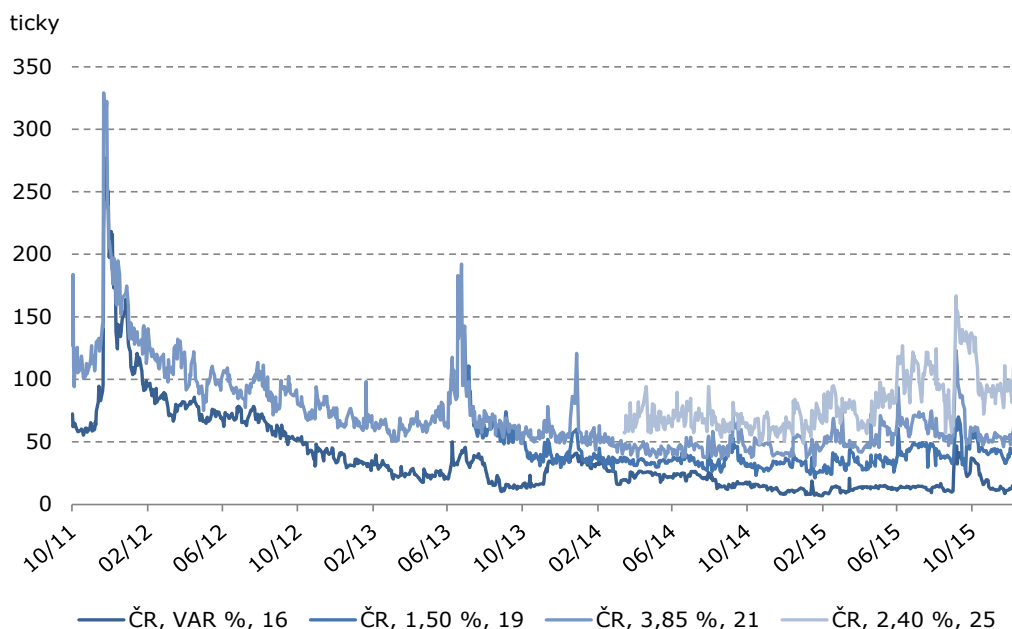
Rozpětí „bid“ a „offer“ cen bylo v průběhu roku 2016 značně variabilní a nestabilní, když v lednu výrazně vzrostlo a dosáhlo svého lokálního vrcholu, zejména ve vyšších splatnostech. Do září rozpětí „bid“ a „offer“ nepřetržitě klesalo s výjimkou června, kdy byl mezinárodní dluhopisový trh

ovlivněn hlasováním o setrvání Velké Británie v Evropské Unii. V poslední čtvrtině roku 2016 se rozpětí opět zvýšilo, což bylo zřejmě způsobeno významným převisem poptávky státních dluhopisů nad jejich zásobou v rozvahách primárních dealerů. To potvrzuje i jmenovitá hodnota poskytnutých

zápůjčních facilit v posledním čtvrtletí 2016, která činila 72,4 mld. Kč. Ke stabilizaci trhu, hladkému plnění kotačních povinností a dlouhodobě nízké výši cenových rozpětí 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 57: 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 kotačních povinností zejména s přihlédnutím k významné volatilitě na finančních trzích, regulatorních dopadů na rozvahy tvůrců trhu, poklesu zobchodovaného objemu

a vzhledem k nabídce pouze několika z povinně kotovaných střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v primárních aukcích v roce 2016. Zápůjční facility ve formě repo operací i v podobě kolateralizovaných zápůjček cenných papírů, budou v průběhu roku 2017 nadále aktivně využívány nástroji Ministerstva při jeho přímém působení na likviditu sekundárního trhu.

Operace 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 státních dluhopisů, 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, přímého prodeje či výměny státních dluhopisů, 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 2016 Ministerstvo kvůli podmínkám na finančním trhu neuskutečnilo žádné zpětné odkupy státních dluhopisů. K přímým prodejem státních dluhopisů přistoupilo v říjnu a listopadu. V tomto období Ministerstvo prodalo z vlastního majetkového účtu Státní dluhopis České republiky 2014–2018, 0,85 % v celkové jmenovité hodnotě 0,1 mld. Kč, Dluhopis České republiky, 2003 - 2018, 4,60 % v celkové jmenovité hodnotě 0,4 mld. Kč, Státní dluhopis České republiky 2013–2019, 1,50 % v celkové jmenovité hodnotě 0,2 mld. Kč, Státní dluhopis České republiky 2014–2020, VAR % v celkové jmenovité hodnotě 0,1 mld. Kč, Státní dluhopis České republiky 2014–2025, 2,40 % v celkové jmenovité hodnotě 0,1 mld. Kč, Státní

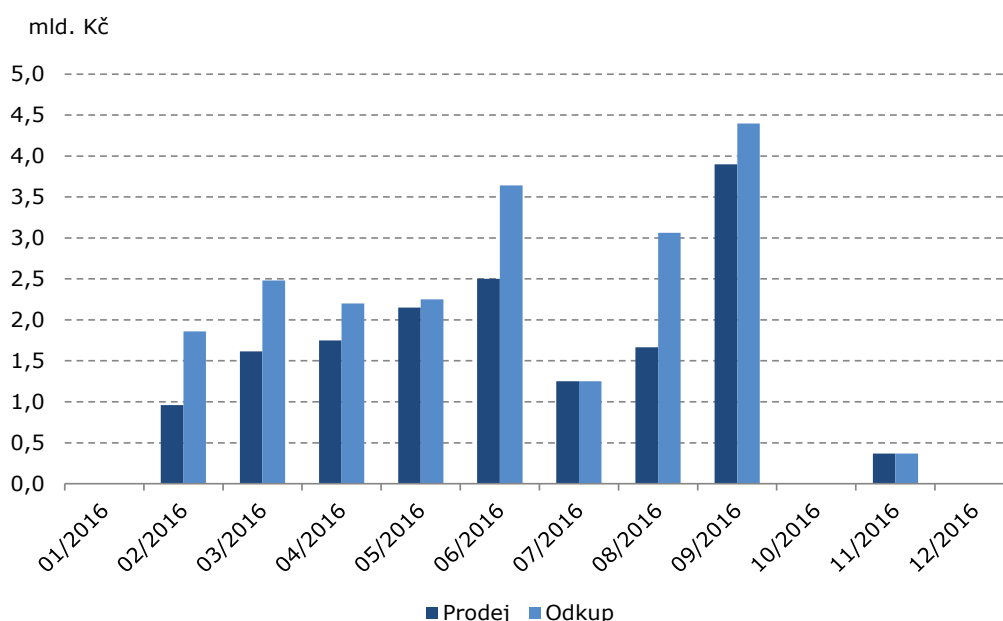
dluhopis České republiky 2014–2027, VAR % v celkové jmenovité hodnotě 0,5 mld. Kč a Státní dluhopis České republiky 2013–2028, 2,50 % v celkové jmenovité hodnotě 2,2 mld. Kč. Celková hodnota realizovaných přímých prodejů Ministerstva v roce 2016 tak dosáhla 3,6 mld. Kč.

V průběhu února 2016 Ministerstvo úspěšně implementovalo výměnné operace střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na sekundárním trhu prostřednictvím transparentní elektronické platformy MTS Czech Republic, čímž dále doplnilo portfolio nabízených operací dostupných v rámci sekundárního trhu státních dluhopisů. Historicky první výměnnou operaci uskutečnilo Ministerstvo

financí dne 12. 2. 2016. V průběhu roku 2016 se výměny státních dluhopisů staly nedílnou součástí financujících operací státu a nástrojem pro řízení rizikivosti portfolia státního dluhu. V rámci výměnných operací Ministerstvo v roce 2016 vyměnilo státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 21,5 mld. Kč za státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 16,2 mld. Kč.

Ministerstvo se v rámci výměn státních dluhopisů primárně zaměřilo na Státní dluhopis 2008 – 2016, VAR %, který byl splatný dne 27. 10. 2016. Tím se podařilo snížit před dnem splatnosti tohoto dluhopisu jeho jmenovitou hodnotu v oběhu o 18,2 mld. Kč.

Obrázek 58: Jmenovitá hodnota realizovaných výměnných operací v roce 2016



Zdroj: MF, MTS

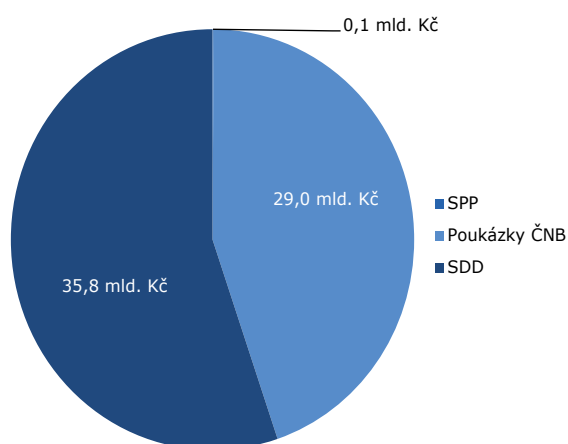
Ministerstvo nadále pokračovalo i v průběhu roku 2016 v rozsáhlé realizaci krátkodobých zápůjčních facilit střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů pro primární dealery ve formě repo operací i v podobě kolateralizované zápůjčky cenných papírů. Kolateralizované zápůjčky cenných papírů, které jsou 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 státních pokladničních poukázek, poukázek ČNB, nebo střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů. Výhodou kolateralizované zápůjčky státních dluhopisů je obousměrná podpora likvidity sekundárního trhu bez dopadu na hrubou výpůjční potřebu Ministerstva a rizikové ukazatele dluhového portfolia.

Paralelní trh v podobě kolateralizovaných 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. Kolateralizované zápůjčky cenných papírů plně pokrývá standardní smluvní dokumentace, tj. Rámcová smlouva o obchodování na finančním trhu nebo mezinárodní smlouva Global Master Securities Lending Agreement. Kolateralizované 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 říjnu 2016 vzrostl celkový rozsah zápůjční facility (ve formě repo operací) vyjádřený jmenovitou hodnotou poskytnutého kolaterálu až na úroveň 15,9 mld. Kč. Jedná se tak o historicky druhý nejvyšší měsíční objem poskytnutých státních dluhopisů formou repo operací od jejich

zavedení. V prosinci 2016 celková poskytnutá jmenovitá hodnota zápůjčních facilit narostla až na úroveň 38,3 mld. Kč. Tento vývoj byl dán silnou poptávkou primárních dealerů, kteří v průběhu roku 2016 naakumulovali značnou krátkou pozici. Při omezené nabídce státních dluhopisů v aukcích relativně k poptávce zápůjční facility Ministerstva umožnily hladké fungování sekundárního trhu bez významnějších cenových distorzí. V prosinci poskytlo Ministerstvo formou kolateralizované zápůjčky cenných papírů státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 22,7 mld. Kč a zároveň přijalo akceptovatelný kolaterál jako zajištění v celkové jmenovité hodnotě 23,7 mld. Kč. V porovnání s předcházejícím rokem došlo ke změně struktury přijatého kolaterálu. Pokles přijatých státních pokladničních poukázek souvisí s jejich nízkou hodnotou v oběhu v průběhu roku 2016.

Obrázek 59: Přijatý kolaterál v rámci zápůjček státních dluhopisů v roce 2016



Zdroj: MF

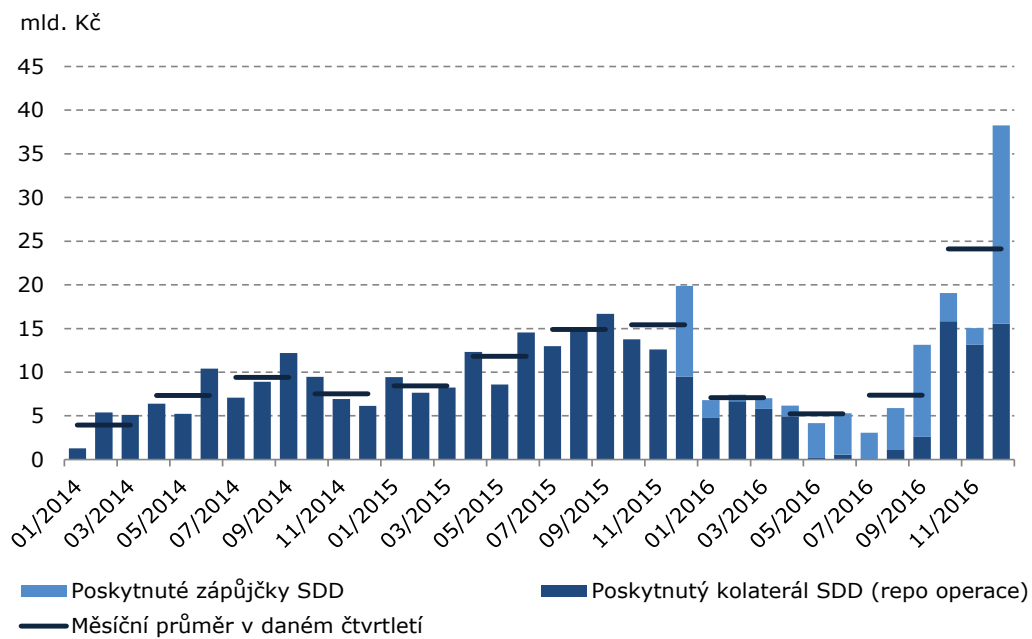
Zájem o krátkodobé zápůjční facility byl ze strany primárních dealerů v roce 2016 významný i navzdory dlouhodobým poklesům výnosů státních dluhopisů a volatilitě na finančních trzích. Celkový rozsah přijatých peněžních prostředků v rámci krátkodobých zápůjčních facilit v roce 2016 se oproti roku 2015 snížil o 92,1 mld. Kč. To bylo způsobeno nárůstem poptávky po kolateralizovaných zápůjčkách cenných papírů v roce 2016, u kterých se jmenovitá hodnota poskytnutého kolaterálu meziročně zvýšila o 49,7 mld. Kč, a celkově dosáhly 60,1 mld. Kč. Celkově v roce 2016 realizovalo Ministerstvo 303 transakcí ve formě repo operací a 168 transakcí ve formě kolateralizovaných zápůjček cenných papírů.

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 likviditě státních dluhopisů i v časech neobvyklých výkyvů na finančních trzích. Rozdíl mezi jmenovitou hodnotou obchodů na elektronické obchodní platformě MTS a poptávkou primárních dealerů po státních dluhopisech tak může být vyplněn prostřednictvím krátkodobých zápůjčních facilit. Zápůjční facility 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 cen 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 facilit navýšení likvidity státních dluhopisů na sekundárním trhu zejména v případě krátkodobého převisu poptávky nad nabídkou u daného dluhopisu, výnosy ze zápůjčních facilit mají pozitivní vliv na zvýšení příjmů státního rozpočtu. Získané peněžní prostředky z repo operací jsou dále 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 2016 příspěvek zápůjčních facilit k výnosům z investičních operací kapitoly Státní dluh činil 11,6 mil. Kč.

V souvislosti s poskytováním zápůjčních facilit řídí Ministerstvo aktivně stav státních dluhopisů na svých majetkových účtech s ohledem na poptávku primárních dealerů. V roce 2016 nejvýznamnější část zápůjčních facilit, vyjádřeno prostřednictvím jmenovité hodnoty poskytnutého dluhopisu, tvořily: Státní dluhopis České republiky, 2016–2018, 0,00 % (22,6 mld. Kč), Dluhopis České republiky, 2006 – 2036, 4,20 % (16,4 mld. Kč), Státní dluhopis České republiky, 2014–2020, VAR % (12,7 mld. Kč), Dluhopis České republiky, 2010 – 2021, 3,85 % (12,4 mld. Kč) a Státní dluhopis České republiky, 2015–2030, 0,95 % (10,8 mld. Kč). U ostatních dluhopisů byla poptávka rozložena rovnoměrně podél celé výnosové křivky.

Obrázek 60: Jmenovitá hodnota realizovaných zápůjčních facilit



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

Příloha I

Metodika hodnocení primárních dealerů platná pro rok 2016

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 kodační činnost, její kvalitu, zobchodované jmenovité hodnoty a realizované operace s Ministerstvem. Hodnocení plnění kodačních povinností je dále předmětem

prvního subkritéria. Kvalitou kodační 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 v rámci tři skupiny typů instrumentů obchodovaných na sekundárním trhu k celkové jmenovité hodnotě všech uskutečněných obchodů s příslušnými instrumenty v rámci dané skupiny typů instrumentů za hodnocené období se všemi primárními dealery. Celkové hodnocení za dané subkritérium je poté určeno váženým průměrem těchto podílů za všechny tři stanovené skupiny.

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.

Tato metodika hodnocení primárních dealerů platná pro rok 2016 zůstává beze změny i pro rok 2017.

Tabulka 29: Kritéria hodnocení primárních dealerů platná pro rok 2016 a 2017

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 kodační povinnosti na DETS	10 b
A.2. Spolehlivost aukční poptávky	5 b	B.2. Kvalita kodační 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

Tabulka 30: Skupiny typů obchodů hodnocených v rámci subkritéria B.4.

Skupina	Typy obchodů zahrnuté do dané skupiny	Váha dané skupiny
1	Depo, repo, reversní 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

Příloha II

Tabulka 31: Parametry státního dluhu a likvidních státních finančních aktiv

	31. 12. 2015	31. 3. 2016	30. 6. 2016	30. 9. 2016	31. 12. 2016
Státní dluh celkem (mld. Kč)	1 673,0	1 694,7	1 691,3	1 660,1	1 613,4
Tržní hodnota státního dluhu (mld. Kč) ¹	1 913,5	1 940,5	1 920,4	1 888,3	1 831,1
Krátkodobý státní dluh (%)	16,4	13,5	17,2	15,8	14,3
Střednědobý státní dluh (%)	59,4	58,5	60,6	63,1	60,3
Státní pokladniční poukázky (%)	5,0	4,7	3,4	1,1	0,3
Ostatní instrumenty peněžního trhu (%)	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0
Průměrná splatnost (roky)	5,1	5,1	5,0	5,0	5,1
Úroková refixace do 1 roku (%)	33,7	30,9	34,7	30,7	29,6
Průměrná doba do refixace (roky)	4,0	3,9	3,9	3,9	4,0
Variabilně úročený státní dluh (%)	19,9	19,7	19,4	19,2	15,9
Modifikovaná durace (roky)	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9
Čistá cizoměnová expozice s dopadem na výši státního dluhu (%)	10,9	10,9	11,1	11,2	11,5
Čistá cizoměnová expozice s dopadem na výši úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu (%)	10,2	10,2	10,3	10,4	11,5
Cizoměnový státní dluh (%)	13,6	13,5	13,6	13,8	13,4
Podíl € na čisté cizoměnové expozici s dopadem na výši státního dluhu (%)	89,8	89,9	89,5	89,5	96,5
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 (%) ²	3,5	3,4	3,4	3,4	3,4
Podíl spořicíh státních dluhopisů na státním dluhu (%)	4,0	3,9	3,5	3,6	3,6
Obchodovatelný státní dluh (mld. Kč)	1 548,1	1 570,2	1 574,0	1 543,8	1 519,3
Tržní hodnota obchodovatelného dluhu (mld. Kč) ¹	1 782,2	1 809,4	1 797,3	1 766,2	1 733,9
Krátkodobý obchodovatelný dluh (%)	15,7	12,6	16,4	15,0	14,0
Střednědobý obchodovatelný dluh (%)	58,8	57,8	60,1	62,8	60,3
Státní pokladniční poukázky (%)	5,5	5,0	3,7	1,1	0,3
Ostatní instrumenty peněžního trhu (%)	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0
Průměrná splatnost (roky)	5,1	5,0	4,9	5,0	5,0
Úroková refixace do 1 roku (%)	30,8	27,9	31,8	27,6	27,1
Průměrná doba do refixace (roky)	4,2	4,1	4,1	4,1	4,2
Variabilně úročený obchodovatelný dluh (%)	17,7	17,7	17,3	17,1	13,6
Modifikovaná durace (roky)	4,1	4,0	4,1	4,1	4,0
Čistá cizoměnová expozice s dopadem na výši obchodovatelného státního dluhu (%)	11,8	11,8	11,9	12,0	12,2
Čistá cizoměnová expozice s dopadem na výši úrokových výdajů na obsluhu obch. státního dluhu	11,0	11,0	11,1	11,2	12,2
Cizoměnový obchodovatelný státní dluh (%)	14,7	14,5	14,6	14,8	14,2
Podíl € na čisté cizoměnové expozici s dopadem na výši obchodovatelného státního dluhu (%)	89,8	89,9	89,5	89,5	96,5
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
Investiční portfolia (mld. Kč)	47,4	47,6	48,2	48,5	48,6
Podíl aktiv do 1 roku na celkovém státním dluhu (%)	2,4	2,3	2,6	2,6	2,7
Průměrná výnosnost (%)	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
Průměrná splatnost (roky)	0,6	0,7	0,6	0,6	0,5
Modifikovaná durace (roky)	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4

¹ Včetně vlivu derivátů.

² Neobsahuje spořicí státní dluhopisy.

Zdroj: MF

Tabulka 32: Vydané střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy na domácím trhu k 31. 12. 2016

Název emise	Číslo emise	ISIN	Datum splatnosti	Jmenovitá hodnota v oběhu	Jmenovitá hodnota na majetkových účtech MF
ČR, 4,00 %, 17	51.	CZ0001001903	11.4.2017	90 300 000 000	3 700 000 000
ČR, VAR %, 17	67.	CZ0001003438	23.7.2017	47 603 000 000	467 000 000
ČR, 0,00 %, 17	96.	CZ0001004592	9.11.2017	70 000 000 000	0
ČR, 0,00 %, 18	99.	CZ0001004709	22.1.2018	40 799 050 000	19 200 950 000
ČR, 0,85 %, 18	88.	CZ0001004246	17.3.2018	48 136 220 000	1 863 780 000
ČR, 4,60 %, 18	41.	CZ0001000822	18.8.2018	75 000 000 000	0
ČR, 5,00 %, 19	56.	CZ0001002471	11.4.2019	86 960 000 000	2 140 000 000
ČR, 0,00 %, 19	98.	CZ0001004717	17.7.2019	60 830 200 000	9 169 800 000
ČR, 1,50 %, 19	76.	CZ0001003834	29.10.2019	76 931 370 000	3 068 630 000
ČR, 3,75 %, 20	46.	CZ0001001317	12.9.2020	75 000 000 000	0
ČR, VAR %, 20	91.	CZ0001004113	9.12.2020	32 798 770 000	2 200 000 000
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	21 007 750 000	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	56 299 870 000	850 000 000
ČR, 1,00 %, 26	95.	CZ0001004469	26.6.2026	31 035 150 000	1 233 000 000
ČR, VAR %, 27	90.	CZ0001004105	19.11.2027	44 872 420 000	2 870 000 000
ČR, 2,50 %, 28	78.	CZ0001003859	25.8.2028	58 589 640 000	2 120 000 000
ČR, 0,95 %, 30	94.	CZ0001004477	15.5.2030	26 444 530 000	2 931 000 000
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
Celkem				1 301 616 550 000	73 403 910 000

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 33: Vydané střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy na zahraničních trzích k 31. 12. 2016

ISIN	Měna	Datum splatnosti	Jmenovitá hodnota v oběhu	Jmenovitá hodnota na majetkových účtech MF
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
Celkem EUR			7 750 000 000	0
Celkem JPY			30 000 000 000	0

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 34: Vydané státní pokladniční poukázky k 31. 12. 2016

Číslo emise	Splatnost (týdny)	ISIN	Datum splatnosti	Jmenovitá hodnota v oběhu	Jmenovitá hodnota na majetkových účtech MF
727.	52	CZ0001004758	27.1.2017	3 000 000 000	0
746.	13	CZ0001004956	3.2.2017	1 220 000 000	0
Celkem				4 220 000 000	0

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 zápůjčkových facilit.
Zdroj: MF

Tabulka 35: Vydané spořicí státní dluhopisy k 31. 12. 2016

Dluhopis	Číslo emise	ISIN	Datum splatnosti	Jmenovitá hodnota v oběhu	Jmenovitá hodnota na majetkových účtech MF
SSD - kuponový	68.	CZ0001003560	12.6.2017	1 126 219 732	0
SSD - reinvestiční	69.	CZ0001003578	12.6.2017	5 859 166 659	0
SSD - kuponový	74.	CZ0001003784	12.12.2017	1 760 937 241	0
SSD - reinvestiční	75.	CZ0001003792	12.12.2017	8 073 085 198	0
SSD - kuponový	81.	CZ0001004014	12.6.2018	817 096 434	0
SSD - reinvestiční	82.	CZ0001004006	12.6.2018	5 932 399 081	0
SSD - kuponový	85.	CZ0001004188	12.12.2018	1 355 641 518	0
SSD - reinvestiční	86.	CZ0001004196	12.12.2018	7 797 587 844	0
SSD - proti-inflační	70.	CZ0001003586	12.6.2019	1 863 104 124	0
SSD - reinvestiční	92.	CZ0001004303	12.6.2019	737 224 214	0
SSD - proti-inflační	83.	CZ0001003990	12.6.2020	379 606 730	0
SSD - proti-inflační	87.	CZ0001004204	12.12.2020	2 024 930 724	0
SSD - variabilní	93.	CZ0001004311	12.12.2020	30 374 241	0
Celkem				37 757 373 740	0

Zdroj: MF

Tabulka 36a: Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2016

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, 0,00 %, 19	98. 1.	13.1.	15.1.	17.7.2019	CZK	10 000 000 000	3 433 270 000
ČR, 1,00 %, 26	95. 4.	13.1.	15.1.	26.6.2026	CZK	5 000 000 000	4 430 030 000
ČR, VAR %, 20	91. 6.	13.1.	15.1.	9.12.2020	CZK	5 000 000 000	2 840 020 000
ČR, 0,00 %, 18	99. 1.	20.1.	22.1.	22.1.2018	CZK	15 000 000 000	15 150 000 000
ČR, 0,45 %, 23	97. 4.	20.1.	22.1.	25.10.2023	CZK	4 000 000 000	4 109 250 000
ČR, 2,50 %, 28	78. 14.	20.1.	22.1.	25.8.2028	CZK	3 000 000 000	2 689 000 000
ČR, VAR %, 27	90. 8.	27.1.	29.1.	19.11.2027	CZK	5 000 000 000	4 080 000 000
ČR, 2,40 %, 25	89. 7.	27.1.	29.1.	17.9.2025	CZK	4 000 000 000	4 000 000 000
ČR, 0,00 %, 17	96. 6.	27.1.	29.1.	9.11.2017	CZK	10 000 000 000	10 329 460 000
ČR, 0,00 %, 18	99. 2.	10.2.	12.2.	22.1.2018	CZK	8 000 000 000	9 237 210 000
ČR, 0,95 %, 30	94. 4.	10.2.	12.2.	15.5.2030	CZK	4 000 000 000	4 619 060 000
ČR, 0,00 %, 18	99. 3.	13.4.	15.4.	22.1.2018	CZK	6 000 000 000	6 100 000 000
ČR, 0,45 %, 23	97. 5.	13.4.	15.4.	25.10.2023	CZK	2 000 000 000	1 061 650 000
ČR, 2,50 %, 28	78. 15.	13.4.	15.4.	25.8.2028	CZK	3 000 000 000	3 323 100 000
ČR, 0,00 %, 18	99. 4.	27.4.	29.4.	22.1.2018	CZK	6 000 000 000	6 611 840 000
ČR, 0,45 %, 23	97. 6.	27.4.	29.4.	25.10.2023	CZK	1 000 000 000	536 010 000
ČR, 2,40 %, 25	89. 8.	27.4.	29.4.	17.9.2025	CZK	3 000 000 000	3 435 420 000
ČR, 2,50 %, 28	78. 16.	18.5.	20.5.	25.8.2028	CZK	2 000 000 000	1 001 000 000
ČR, 0,00 %, 18	99. 5.	18.5.	20.5.	22.1.2018	CZK	4 000 000 000	3 700 000 000
ČR, 0,00 %, 19	98. 2.	18.5.	20.5.	17.7.2019	CZK	1 000 000 000	900 000 000
ČR, 0,00 %, 19	98. 3.	29.6.	1.7.	17.7.2019	CZK	6 000 000 000	6 542 400 000
ČR, 1,00 %, 26	95. 5.	29.6.	1.7.	26.6.2026	CZK	4 000 000 000	4 181 320 000
ČR, 0,95 %, 30	94. 5.	29.6.	1.7.	15.5.2030	CZK	3 000 000 000	3 313 580 000
ČR, 0,00 %, 19	98. 4.	24.8.	26.8.	17.7.2019	CZK	6 000 000 000	6 813 440 000
ČR, 0,45 %, 23	97. 7.	24.8.	26.8.	25.10.2023	CZK	4 000 000 000	2 017 930 000
ČR, 1,00 %, 26	95. 6.	24.8.	26.8.	26.6.2026	CZK	6 000 000 000	6 520 290 000
ČR, 0,00 %, 19	98. 5.	21.9.	23.9.	17.7.2019	CZK	6 000 000 000	6 469 670 000
ČR, 0,95 %, 30	94. 6.	21.9.	23.9.	15.5.2030	CZK	5 000 000 000	2 751 950 000
ČR, 0,00 %, 19	98. 6.	5.10.	7.10.	17.7.2019	CZK	7 000 000 000	7 392 170 000
ČR, 0,45 %, 23	97. 8.	5.10.	7.10.	25.10.2023	CZK	4 000 000 000	2 275 940 000
ČR, 1,00 %, 26	95. 7.	5.10.	7.10.	26.6.2026	CZK	7 000 000 000	3 942 750 000
ČR, 0,00 %, 19	98. 7.	19.10.	21.10.	17.7.2019	CZK	8 000 000 000	8 963 520 000
ČR, 0,45 %, 23	97. 9.	19.10.	21.10.	25.10.2023	CZK	3 000 000 000	2 304 520 000
ČR, 0,95 %, 30	94. 7.	19.10.	21.10.	15.5.2030	CZK	5 000 000 000	1 800 000 000
ČR, 0,00 %, 19	98. 8.	26.10.	31.10.	17.7.2019	CZK	8 000 000 000	6 220 000 000
ČR, 2,40 %, 25	89. 9.	26.10.	31.10.	17.9.2025	CZK	3 000 000 000	2 456 480 000
ČR, 0,00 %, 19	98. 9.	9.11.	11.11.	17.7.2019	CZK	5 000 000 000	5 000 000 000
ČR, 0,45 %, 23	97. 10.	9.11.	11.11.	25.10.2023	CZK	2 000 000 000	1 505 000 000
ČR, 2,40 %, 25	89. 10.	9.11.	11.11.	17.9.2025	CZK	5 000 000 000	5 000 000 000
ČR, 0,00 %, 19	98. 10.	30.11.	2.12.	17.7.2019	CZK	5 000 000 000	6 013 190 000
ČR, 2,40 %, 25	89. 11.	30.11.	2.12.	17.9.2025	CZK	5 000 000 000	2 500 000 000
ČR, 0,00 %, 19	98. 11.	7.12.	9.12.	17.7.2019	CZK	3 000 000 000	3 082 540 000
ČR, VAR %, 27	90. 9.	7.12.	9.12.	19.11.2027	CZK	3 000 000 000	3 242 870 000
Celkem							191 895 880 000

Zdroj: MF

Tabulka 36b: Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2016

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, 0,00 %, 19	98. 1.	0,00 %	100,130	-0,037	4,95	28,20	6,13
ČR, 1,00 %, 26	95. 4.	1,00 %	103,081	0,693	1,26	78,55	10,05
ČR, VAR %, 20	91. 6.	VAR %	100,425	-38,627 ¹	2,29	45,80	11,00
ČR, 0,00 %, 18	99. 1.	0,00 %	100,290	-0,145	1,59	101,00	0,00
ČR, 0,45 %, 23	97. 4.	0,45 %	100,692	0,359	1,22	99,00	3,73
ČR, 2,50 %, 28	78. 14.	2,50 %	119,346	0,871	1,16	88,33	1,30
ČR, VAR %, 27	90. 8.	VAR %	102,837	-33,737 ¹	1,17	81,60	0,00
ČR, 2,40 %, 25	89. 7.	2,40 %	116,771	0,603	1,39	100,00	0,00
ČR, 0,00 %, 17	96. 6.	0,00 %	100,108	-0,061	1,27	103,29	0,00
ČR, 0,00 %, 18	99. 2.	0,00 %	100,303	-0,156	3,79	100,00	15,47
ČR, 0,95 %, 30	94. 4.	0,95 %	100,326	0,925	2,04	100,00	15,48
ČR, 0,00 %, 18	99. 3.	0,00 %	100,140	-0,079	2,50	100,00	1,67
ČR, 0,45 %, 23	97. 5.	0,45 %	101,509	0,247	4,25	50,00	3,08
ČR, 2,50 %, 28	78. 15.	2,50 %	121,737	0,663	1,88	100,00	10,77
ČR, 0,00 %, 18	99. 4.	0,00 %	100,084	-0,048	2,74	100,00	10,20
ČR, 0,45 %, 23	97. 6.	0,45 %	101,498	0,248	4,31	50,00	3,60
ČR, 2,40 %, 25	89. 8.	2,40 %	117,831	0,455	1,74	100,00	14,51
ČR, 2,50 %, 28	78. 16.	2,50 %	121,467	0,671	3,59	50,05	0,00
ČR, 0,00 %, 18	99. 5.	0,00 %	100,065	-0,039	3,11	92,50	0,00
ČR, 0,00 %, 19	98. 2.	0,00 %	100,051	-0,016	3,82	90,00	0,00
ČR, 0,00 %, 19	98. 3.	0,00 %	100,150	-0,049	1,07	100,00	9,04
ČR, 1,00 %, 26	95. 5.	1,00 %	105,547	0,431	1,26	100,00	4,53
ČR, 0,95 %, 30	94. 5.	0,95 %	102,504	0,759	2,09	100,00	10,45
ČR, 0,00 %, 19	98. 4.	0,00 %	100,650	-0,224	3,26	100,00	13,56
ČR, 0,45 %, 23	97. 7.	0,45 %	103,039	0,025	1,28	45,50	4,95
ČR, 1,00 %, 26	95. 6.	1,00 %	107,192	0,258	1,81	100,50	8,17
ČR, 0,00 %, 19	98. 5.	0,00 %	101,052	-0,371	3,11	100,00	7,83
ČR, 0,95 %, 30	94. 6.	0,95 %	105,290	0,547	1,77	46,90	8,14
ČR, 0,00 %, 19	98. 6.	0,00 %	101,165	-0,416	2,35	100,00	5,60
ČR, 0,45 %, 23	97. 8.	0,45 %	102,877	0,041	1,25	55,00	1,90
ČR, 1,00 %, 26	95. 7.	1,00 %	106,976	0,272	1,06	54,94	1,39
ČR, 0,00 %, 19	98. 7.	0,00 %	101,544	-0,558	2,61	100,00	12,04
ČR, 0,45 %, 23	97. 9.	0,45 %	102,037	0,158	1,19	74,38	2,43
ČR, 0,95 %, 30	94. 7.	0,95 %	103,811	0,655	1,09	36,00	0,00
ČR, 0,00 %, 19	98. 8.	0,00 %	101,667	-0,608	1,00	77,75	0,00
ČR, 2,40 %, 25	89. 9.	2,40 %	117,803	0,359	2,07	80,00	1,88
ČR, 0,00 %, 19	98. 9.	0,00 %	101,428	-0,528	1,91	100,00	0,00
ČR, 0,45 %, 23	97. 10.	0,45 %	101,858	0,181	1,45	75,25	0,00
ČR, 2,40 %, 25	89. 10.	2,40 %	117,466	0,388	2,14	100,00	0,00
ČR, 0,00 %, 19	98. 10.	0,00 %	101,410	-0,533	2,32	100,00	20,26
ČR, 2,40 %, 25	89. 11.	2,40 %	116,814	0,445	2,06	50,00	0,00
ČR, 0,00 %, 19	98. 11.	0,00 %	101,329	-0,506	3,20	100,00	2,75
ČR, VAR %, 27	90. 9.	VAR %	103,502	-41,449 ¹	1,86	100,00	8,10
Průměr					2,17	82,66	5,35

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

Tabulka 37: Emise státních pokladničních poukázek v roce 2016

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.)
724.	8	7.1.	8.1.	4.3.2016	10 000 000 000	600 000 000	-0,10
725.	26	14.1.	15.1.	15.7.2016	10 000 000 000	1 750 000 000	-0,20
726.	8	21.1.	22.1.	18.3.2016	10 000 000 000	300 000 000	-0,05
727.	52	28.1.	29.1.	27.1.2017	8 000 000 000	3 000 000 000	-0,10
728.	39	4.2.	5.2.	4.11.2016	10 000 000 000	2 000 000 000	-0,10
729.	26	11.2.	12.2.	12.8.2016	10 000 000 000	1 500 000 000	-0,20
730.	39	18.2.	19.2.	18.11.2016	10 000 000 000	4 000 000 000	-0,11
731.	26	25.2.	26.2.	26.8.2016	10 000 000 000	1 500 000 000	-0,15
732.	4	3.3.	4.3.	1.4.2016	10 000 000 000	2 500 000 000	-0,10
733.	3	10.3.	11.3.	1.4.2016	10 000 000 000	505 000 000	-0,05
734.	13	7.4.	8.4.	8.7.2016	5 000 000 000	1 510 000 000	-0,05
735.	35	14.4.	15.4.	16.12.2016	5 000 000 000	2 600 000 000	-0,10
736.	23	21.4.	22.4.	30.9.2016	5 000 000 000	510 000 000	-0,11
737.	35	28.4.	29.4.	30.12.2016	5 000 000 000	2 080 000 000	-0,10
738.	21	5.5.	6.5.	30.9.2016	5 000 000 000	1 025 000 000	-0,10
739.	33	12.5.	13.5.	30.12.2016	5 000 000 000	2 000 000 000	-0,10
740.	19	19.5.	20.5.	30.9.2016	3 000 000 000	20 000 000	-0,10
741.	31	26.5.	27.5.	30.12.2016	3 000 000 000	2 010 000 000	-0,09
742.	28	16.6.	17.6.	30.12.2016	3 000 000 000	15 000 000	-0,10
743.	26	30.6.	1.7.	30.12.2016	5 000 000 000	0	-
744.	12	6.10.	7.10.	30.12.2016	5 000 000 000	80 000 000	-0,10
745.	11	13.10.	14.10.	30.12.2016	5 000 000 000	50 000 000	-0,02
746.	13	3.11.	4.11.	3.2.2017	7 000 000 000	1 220 000 000	-1,30
Celkem					159 000 000 000	30 775 000 000	-0,16¹

¹ Průměrný vážený výnos do splatnosti emisí SPP za rok 2016.
Zdroj: MF

Tabulka 38: Emise spořicíh státních dluhopisů v roce 2016

Dluhopis	Číslo emise	Datum vydání	Datum splatnosti	Původní doba do splatnosti (roky)	Jmenovitá hodnota
SSD - reinvestiční ¹	69.	12.6.	12.6.2017	5,0	252 603 906
SSD - proti-inflační ¹	70.	12.6.	12.6.2019	7,0	12 083 265
SSD - reinvestiční ¹	82.	12.6.	12.6.2018	5,0	151 350 538
SSD - proti-inflační ¹	83.	12.6.	12.6.2020	7,0	2 903 294
SSD - proti-inflační ¹	87.	12.6.	12.12.2020	7,0	15 610 333
SSD - reinvestiční ¹	92.	12.6.	12.6.2019	5,0	1 567 813
SSD - variabilní ¹	93.	12.6.	12.12.2020	6,5	28 652
SSD - proti-inflační ¹	70.	12.12.	12.6.2019	7,0	2 992 150
SSD - reinvestiční ¹	75.	12.12.	12.12.2017	5,0	347 728 732
SSD - proti-inflační ¹	83.	12.12.	12.6.2020	7,0	1 333 326
SSD - reinvestiční ¹	86.	12.12.	12.12.2018	5,0	194 738 746
SSD - proti-inflační ¹	87.	12.12.	12.12.2020	7,0	7 169 090
SSD - variabilní ¹	93.	12.12.	12.12.2020	6,5	34 545
Celkem					990 144 390

¹ Zahrnuje tranše vydané formou reinvestice výnosu téhož dluhopisu.
Zdroj: MF

Tabulka 39a: Realizované zápůjční facility ve formě repo operací v roce 2016

Název emise	ISIN	Jmenovitá hodnota kolaterálu	Přijaté peněžní prostředky	Splacené peněžní prostředky ¹
ČR, VAR %, 16	CZ0001002331	1 052 000 000	1 054 462 160,00	1 054 452 576,58
ČR, 4,00 %, 17	CZ0001001903	2 497 000 000	2 616 788 222,22	2 616 722 324,08
ČR, 0,00 %, 18	CZ0001004709	11 300 000 000	11 440 310 000,00	11 439 762 968,22
ČR, 0,85 %, 18	CZ0001004246	1 170 000 000	1 200 991 838,09	1 200 956 932,50
ČR, 4,60 %, 18	CZ0001000822	375 000 000	422 513 166,67	422 505 256,38
ČR, 1,50 %, 19	CZ0001003834	3 858 000 000	4 096 801 291,66	4 096 690 165,91
ČR, 5,00 %, 19	CZ0001002471	740 000 000	873 637 944,45	873 620 191,20
ČR, 0,00 %, 19	CZ0001004717	3 930 000 000	3 982 180 000,00	3 982 105 681,69
ČR, 3,75 %, 20	CZ0001001317	80 000 000	95 013 250,00	95 010 131,88
ČR, VAR %, 20	CZ0001004113	6 546 000 000	6 649 910 993,33	6 649 740 451,91
ČR, 3,85 %, 21	CZ0001002851	7 556 000 000	9 228 064 302,78	9 227 833 955,30
ČR, 4,70 %, 22	CZ0001001945	1 280 000 000	1 666 060 416,67	1 666 019 052,71
ČR, VAR %, 23	CZ0001003123	4 220 000 000	4 609 638 000,01	4 609 503 386,20
ČR, 0,45 %, 23	CZ0001004600	1 438 000 000	1 470 615 671,76	1 470 595 829,39
ČR, 5,70 %, 24	CZ0001002547	3 367 000 000	4 977 604 566,67	4 977 464 735,56
ČR, 2,40 %, 25	CZ0001004253	1 165 000 000	1 391 669 991,80	1 391 638 430,43
ČR, 1,00 %, 26	CZ0001004469	4 355 000 000	4 605 308 718,00	4 605 137 318,66
ČR, VAR %, 27	CZ0001004105	1 430 000 000	1 477 512 780,55	1 477 452 392,03
ČR, 2,50 %, 28	CZ0001003859	349 350 000	437 327 004,58	437 325 182,38
ČR, 0,95 %, 30	CZ0001004477	8 210 000 000	8 403 926 497,82	8 403 662 317,47
ČR, 4,20 %, 36	CZ0001001796	6 383 000 000	10 011 920 283,35	10 009 736 715,93
Celkem		71 301 350 000	80 712 257 100,41	80 707 935 996,41

¹ Zahrnuje i peněžní prostředky ze zápůjčních facilit realizovaných v roce 2016, které nebyly v tomto období splaceny.
Poznámka: Průměrná úroková sazba dosažená v rámci zápůjčních facilit ve formě repo operací v průběhu roku 2016 činila -0,10 % p. a.
Zdroj: MF

Tabulka 39b: Realizované zápůjční facility ve formě kolateralizovaných zápůjček v roce 2016

Název emise	ISIN	Jmenovitá hodnota	Příjem ¹
ČR, VAR %, 16	CZ0001002331	700 000 000	13 643,10
ČR, 4,00 %, 17	CZ0001001903	4 260 000 000	989 467,32
ČR, 0,00 %, 18	CZ0001004709	11 335 000 000	624 619,56
ČR, 0,85 %, 18	CZ0001004246	1 223 260 000	171 615,86
ČR, 4,60 %, 18	CZ0001000822	250 000 000	66 340,44
ČR, 1,50 %, 19	CZ0001003834	1 200 000 000	199 673,78
ČR, 0,00 %, 19	CZ0001004717	2 213 000 000	482 015,49
ČR, 3,75 %, 20	CZ0001001317	190 000 000	14 074,51
ČR, VAR %, 20	CZ0001004113	6 122 650 000	819 622,54
ČR, 3,85 %, 21	CZ0001002851	4 881 060 000	1 067 783,43
ČR, 4,70 %, 22	CZ0001001945	1 448 650 000	291 668,95
ČR, VAR %, 23	CZ0001003123	2 610 000 000	231 809,70
ČR, 0,45 %, 23	CZ0001004600	470 000 000	40 014,66
ČR, 5,70 %, 24	CZ0001002547	2 337 000 000	610 847,48
ČR, 1,00 %, 26	CZ0001004469	3 943 000 000	573 004,75
ČR, VAR %, 27	CZ0001004105	4 303 000 000	204 153,66
ČR, 0,95 %, 30	CZ0001004477	2 568 000 000	347 364,81
ČR, 4,20 %, 36	CZ0001001796	10 030 000 000	839 503,82
Celkem		60 084 620 000	7 587 223,86

Zdroj: MF

Tabulka 40: Realizované výměnné operace státních dluhopisů v roce 2016

Datum transakce	Prodaný dluhopis			Odkoupený dluhopis		
	Název emise	Jmenovitá hodnota	Průměrná cena	Název emise	Jmenovitá hodnota	Průměrná cena
16.2.2016	ČR, VAR %, 20	100 000 000	100,500	ČR, VAR %, 16	100 000 000	100,250
17.2.2016	ČR, VAR %, 20	100 000 000	100,330	ČR, VAR %, 16	200 000 000	100,250
25.2.2016	ČR, VAR %, 27	200 000 000	102,720	ČR, VAR %, 16	400 000 000	100,240
26.2.2016	ČR, 0,95 %, 30	200 000 000	101,635	ČR, VAR %, 16	400 000 000	100,240
29.2.2016	ČR, 0,95 %, 30	200 000 000	101,800	ČR, VAR %, 16	600 000 000	100,240
29.2.2016	ČR, 1,50 %, 19	160 000 000	105,960	ČR, 5,00 %, 19	160 000 000	115,990
3.3.2016	ČR, VAR %, 27	30 000 000	102,550	ČR, VAR %, 16	90 000 000	100,230
3.3.2016	ČR, 0,95 %, 30	200 000 000	102,200	ČR, VAR %, 16	600 000 000	100,230
4.3.2016	ČR, 0,95 %, 30	100 000 000	102,050	ČR, VAR %, 16	300 000 000	100,230
7.3.2016	ČR, 0,95 %, 30	50 000 000	102,050	ČR, VAR %, 16	150 000 000	100,230
17.3.2016	ČR, 0,95 %, 30	105 000 000	102,450	ČR, VAR %, 16	210 000 000	100,220
29.3.2016	ČR, 0,95 %, 30	230 000 000	101,722	ČR, VAR %, 16	230 000 000	100,210
30.3.2016	ČR, 0,95 %, 30	100 000 000	101,700	ČR, VAR %, 16	100 000 000	100,210
31.3.2016	ČR, 0,95 %, 30	200 000 000	101,950	ČR, VAR %, 16	200 000 000	100,200
1.4.2016	ČR, 0,95 %, 30	400 000 000	102,100	ČR, VAR %, 16	400 000 000	100,200
4.4.2016	ČR, 0,95 %, 30	200 000 000	101,950	ČR, VAR %, 16	200 000 000	100,200
5.4.2016	ČR, 0,95 %, 30	50 000 000	102,100	ČR, VAR %, 16	50 000 000	100,200
8.4.2016	ČR, 0,95 %, 30	100 000 000	102,000	ČR, VAR %, 16	100 000 000	100,200
11.4.2016	ČR, 0,95 %, 30	200 000 000	102,160	ČR, VAR %, 16	200 000 000	100,190
12.4.2016	ČR, 0,95 %, 30	200 000 000	102,150	ČR, VAR %, 16	200 000 000	100,190
20.4.2016	ČR, 0,95 %, 30	250 000 000	102,324	ČR, VAR %, 16	500 000 000	100,180
21.4.2016	ČR, VAR %, 27	200 000 000	102,400	ČR, VAR %, 17	200 000 000	101,520
28.4.2016	ČR, 1,00 %, 26	150 000 000	105,150	ČR, 0,50 %, 16	150 000 000	100,120
2.5.2016	ČR, 0,95 %, 30	200 000 000	102,060	ČR, 0,50 %, 16	200 000 000	100,110
2.5.2016	ČR, VAR %, 27	200 000 000	102,390	ČR, VAR %, 17	200 000 000	101,490
3.5.2016	ČR, 0,95 %, 30	200 000 000	102,020	ČR, VAR %, 16	400 000 000	100,170
4.5.2016	ČR, VAR %, 27	200 000 000	102,390	ČR, VAR %, 17	200 000 000	101,480
5.5.2016	ČR, VAR %, 27	200 000 000	102,400	ČR, VAR %, 16	200 000 000	100,170
6.5.2016	ČR, 0,95 %, 30	50 000 000	102,150	ČR, VAR %, 16	150 000 000	100,170
6.5.2016	ČR, VAR %, 27	200 000 000	102,400	ČR, VAR %, 16	200 000 000	100,170
9.5.2016	ČR, VAR %, 27	200 000 000	102,400	ČR, VAR %, 16	200 000 000	100,160
10.5.2016	ČR, VAR %, 27	200 000 000	102,400	ČR, VAR %, 16	200 000 000	100,160
11.5.2016	ČR, 1,00 %, 26	200 000 000	105,510	ČR, VAR %, 16	200 000 000	100,160
11.5.2016	ČR, VAR %, 27	200 000 000	102,340	ČR, VAR %, 17	200 000 000	101,460
12.5.2016	ČR, VAR %, 27	200 000 000	102,300	ČR, VAR %, 16	200 000 000	100,160
12.5.2016	ČR, 0,95 %, 30	200 000 000	102,000	ČR, VAR %, 16	200 000 000	100,160
12.5.2016	ČR, 0,95 %, 30	100 000 000	102,000	ČR, VAR %, 17	100 000 000	101,450
16.5.2016	ČR, VAR %, 27	200 000 000	102,350	ČR, VAR %, 16	200 000 000	100,160
6.6.2016	ČR, VAR %, 20	200 000 000	100,300	ČR, VAR %, 16	400 000 000	100,140
6.6.2016	ČR, 0,95 %, 30	70 000 000	101,400	ČR, 0,50 %, 16	210 000 000	100,070
15.6.2016	ČR, 2,50 %, 28	200 000 000	121,610	ČR, VAR %, 17	200 000 000	101,340
16.6.2016	ČR, 2,50 %, 28	100 000 000	122,200	ČR, VAR %, 16	100 000 000	100,130
22.6.2016	ČR, VAR %, 20	200 000 000	100,350	ČR, VAR %, 16	400 000 000	100,110
24.6.2016	ČR, VAR %, 20	200 000 000	100,330	ČR, VAR %, 16	400 000 000	100,110
24.6.2016	ČR, 2,40 %, 25	200 000 000	117,810	ČR, VAR %, 17	200 000 000	101,270
24.6.2016	ČR, 2,40 %, 25	50 000 000	117,800	ČR, 0,50 %, 16	50 000 000	100,043

Datum transakce	Prodaný dluhopis			Odkoupený dluhopis		
	Název emise	Jmenovitá hodnota	Průměrná cena	Název emise	Jmenovitá hodnota	Průměrná cena
27.6.2016	ČR, VAR %, 20	200 000 000	100,325	ČR, VAR %, 16	400 000 000	100,105
27.6.2016	ČR, 2,40 %, 25	300 000 000	117,800	ČR, VAR %, 17	300 000 000	101,253
28.6.2016	ČR, VAR %, 20	200 000 000	100,325	ČR, VAR %, 16	400 000 000	100,104
28.6.2016	ČR, 2,50 %, 28	200 000 000	121,950	ČR, VAR %, 16	200 000 000	100,104
28.6.2016	ČR, 2,50 %, 28	180 000 000	121,950	ČR, VAR %, 17	180 000 000	101,250
30.6.2016	ČR, 2,40 %, 25	200 000 000	118,250	ČR, VAR %, 16	200 000 000	100,102
13.7.2016	ČR, 0,95 %, 30	200 000 000	103,550	ČR, VAR %, 16	200 000 000	100,090
21.7.2016	ČR, 0,95 %, 30	200 000 000	103,550	ČR, VAR %, 16	200 000 000	100,083
22.7.2016	ČR, 1,00 %, 26	150 000 000	106,000	ČR, VAR %, 17	150 000 000	101,166
25.7.2016	ČR, 0,95 %, 30	200 000 000	103,450	ČR, VAR %, 16	200 000 000	100,079
28.7.2016	ČR, 2,40 %, 25	100 000 000	119,050	ČR, VAR %, 16	100 000 000	100,077
1.8.2016	ČR, VAR %, 20	100 000 000	100,400	ČR, VAR %, 16	100 000 000	100,074
1.8.2016	ČR, 1,00 %, 26	100 000 000	106,350	ČR, VAR %, 16	100 000 000	100,074
2.8.2016	ČR, 0,95 %, 30	200 000 000	104,150	ČR, VAR %, 16	200 000 000	100,073
4.8.2016	ČR, 0,95 %, 30	200 000 000	104,330	ČR, VAR %, 16	200 000 000	100,071
11.8.2016	ČR, 0,95 %, 30	64 000 000	104,300	ČR, VAR %, 16	64 000 000	100,065
12.8.2016	ČR, 2,40 %, 25	200 000 000	119,110	ČR, VAR %, 16	200 000 000	100,064
22.8.2016	ČR, 0,95 %, 30	200 000 000	104,750	ČR, VAR %, 17	200 000 000	101,060
30.8.2016	ČR, VAR %, 20	400 000 000	100,860	ČR, VAR %, 16	1 200 000 000	100,049
30.8.2016	ČR, 0,95 %, 30	200 000 000	105,200	ČR, VAR %, 16	600 000 000	100,049
2.9.2016	ČR, 0,95 %, 30	200 000 000	105,060	ČR, VAR %, 16	400 000 000	100,046
2.9.2016	ČR, 0,85 %, 18	200 000 000	101,780	ČR, VAR %, 16	200 000 000	100,046
5.9.2016	ČR, 3,75 %, 20	200 000 000	115,670	ČR, VAR %, 16	200 000 000	100,043
5.9.2016	ČR, 0,85 %, 18	200 000 000	101,780	ČR, VAR %, 16	200 000 000	100,043
7.9.2016	ČR, 0,85 %, 18	400 000 000	101,780	ČR, VAR %, 16	400 000 000	100,041
8.9.2016	ČR, 3,75 %, 20	100 000 000	115,712	ČR, VAR %, 16	100 000 000	100,040
8.9.2016	ČR, 0,95 %, 30	100 000 000	105,080	ČR, VAR %, 16	200 000 000	100,040
12.9.2016	ČR, 3,75 %, 20	297 960 000	115,940	ČR, VAR %, 16	297 960 000	100,037
12.9.2016	ČR, 0,95 %, 30	300 000 000	105,520	ČR, VAR %, 16	600 000 000	100,037
13.9.2016	ČR, 0,95 %, 30	200 000 000	105,520	ČR, VAR %, 16	400 000 000	100,036
13.9.2016	ČR, 4,60 %, 18	200 000 000	109,900	ČR, VAR %, 16	200 000 000	100,036
14.9.2016	ČR, 1,50 %, 19	100 000 000	105,740	ČR, VAR %, 16	100 000 000	100,035
14.9.2016	ČR, 1,00 %, 26	200 000 000	107,070	ČR, VAR %, 16	400 000 000	100,035
15.9.2016	ČR, 0,95 %, 30	200 000 000	105,520	ČR, VAR %, 16	400 000 000	100,034
21.9.2016	ČR, 4,60 %, 18	200 000 000	109,950	ČR, VAR %, 16	200 000 000	100,029
22.9.2016	ČR, 4,60 %, 18	200 000 000	109,950	ČR, VAR %, 16	200 000 000	100,028
27.9.2016	ČR, VAR %, 27	400 000 000	103,110	ČR, VAR %, 16	200 000 000	100,024
27.9.2016	ČR, 1,00 %, 26	600 000 000	107,207	ČR, VAR %, 16	300 000 000	100,024
28.11.2016	ČR, 1,00 %, 26	67 000 000	104,000	ČR, VAR %, 17	67 000 000	100,745
30.11.2016	ČR, 1,00 %, 26	200 000 000	104,050	ČR, VAR %, 17	200 000 000	100,740
1.12.2016	ČR, 1,00 %, 26	100 000 000	104,130	ČR, 4,00 %, 17	100 000 000	101,430
Celkem		16 153 960 000			21 508 960 000	

Zdroj: MF

Tabulka 41: Přímé prodeje státních dluhopisů v roce 2016

Název emise	Číslo emise	Datum vypořádání	Datum splatnosti	Původní doba splatnosti (roky)	Průměrná cena	Jmenovitá hodnota
ČR, VAR %, 20	91.	12.10.2016	9.12.2020	6,5	101,525	100 000 000
ČR, VAR %, 27	90.	12.10.2016	19.11.2027	13,5	103,400	100 000 000
ČR, VAR %, 27	90.	13.10.2016	19.11.2027	13,5	103,420	100 000 000
ČR, 2,40 %, 25	89.	13.10.2016	17.9.2025	11,5	118,700	100 000 000
ČR, VAR %, 27	90.	18.10.2016	19.11.2027	13,5	103,450	300 000 000
ČR, 2,50 %, 28	78.	25.10.2016	25.8.2028	15,5	121,650	400 000 000
ČR, 4,60 %, 18	41.	25.10.2016	18.8.2018	15,0	109,930	200 000 000
ČR, 4,60 %, 18	41.	26.10.2016	18.8.2018	15,0	110,110	200 000 000
ČR, 0,85 %, 18	88.	2.11.2016	17.3.2018	4,0	102,660	100 000 000
ČR, 2,50 %, 28	78.	2.11.2016	25.8.2028	15,5	121,060	100 000 000
ČR, 2,50 %, 28	78.	7.11.2016	25.8.2028	15,5	121,400	200 000 000
ČR, 2,50 %, 28	78.	9.11.2016	25.8.2028	15,5	121,050	100 000 000
ČR, 2,50 %, 28	78.	15.11.2016	25.8.2028	15,5	119,750	150 000 000
ČR, 2,50 %, 28	78.	18.11.2016	25.8.2028	15,5	119,410	650 000 000
ČR, 2,50 %, 28	78.	23.11.2016	25.8.2028	15,5	119,410	100 000 000
ČR, 2,50 %, 28	78.	24.11.2016	25.8.2028	15,5	119,820	200 000 000
ČR, 2,50 %, 28	78.	25.11.2016	25.8.2028	15,5	120,250	100 000 000
ČR, 1,50 %, 19	76.	29.11.2016	29.10.2019	6,8	105,710	200 000 000
ČR, 2,50 %, 28	78.	30.11.2016	25.8.2028	15,5	120,290	200 000 000
Celkem						3 600 000 000

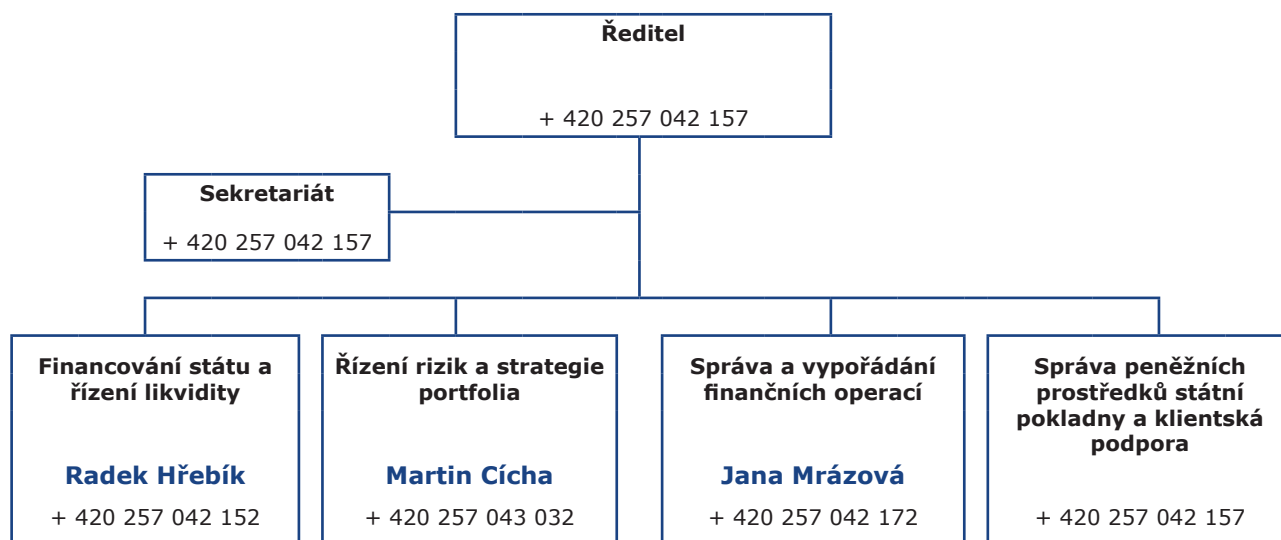
Zdroj: MF

Klíčové informace 2016

- Meziroční pokles státního dluhu o 59,6 mld. Kč na 1 613,4 mld. Kč
- Meziroční pokles podílu státního dluhu na HDP o 2,5 p. b. na 34,2 %
- Podíl státního dluhu, se kterým nejsou spojeny žádné čisté úrokové výdaje: 12,0 %
- Přebytek hospodaření státního rozpočtu: 61,8 mld. Kč
- Potřeba financování: 214,5 mld. Kč
- Hrubá výpůjční potřeba: 216,9 mld. Kč
- Hrubá emise SDD na domácím trhu: 211,6 mld. Kč
- Hrubá emise SDD na zahraničních trzích: 0,0 Kč
- Hrubá emise SPP včetně revolvingu: 30,8 mld. Kč
- Hrubá emise SSD: 1,0 mld. Kč
- Splátky korunových SDD a SSD: 175,4 mld. Kč
- Splátky cizoměnových SDD: 500 mil. CHF
- Meziroční pokles čistých hotovostních úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu: 4,7 mld. Kč
- Průměrná vážená splatnost korunových SDD prodaných na primárním a sekundárním trhu: 6,0 let
- Průměrný vážený výnos korunových SDD prodaných na primárním a sekundárním trhu: 0,08 % p. a.
- Průměrný vážený výnos SPP v aukcích: -0,16 % p. a.
- Hrubá emise SDD a SPP včetně revolvingu za nulový nebo záporný výnos: 145,7 mld. Kč
- Příjmy státního rozpočtu z investičních operací a emisí se záporným výnosem: 935,3 mil. Kč
- Průměrná splatnost státního dluhu: 5,1 let
- Krátkodobý státní dluh: 14,3 %
- Průměrná doba do refixace státního dluhu: 4,0 let
- Úroková refixace dluhového portfolia do 1 roku: 29,6 %

Kontakty

Odbor Řízení státního dluhu a finančního majetku



Tato publikace byla připravena na základě informací dostupných k 10. únoru 2017
a je dostupná také prostřednictvím internetu na:

www.mfcr.cz/statnidluh

Odbor Řízení státního dluhu a finančního majetku

Ministerstvo financí

Letenská 15, 118 10 Praha 1 – Malá Strana, Česká republika

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