



**MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY
ODBOR ŘÍZENÍ STÁTNÍHO DLUHU A FINANČNÍHO MAJETKU**

**Strategie financování a
řízení státního dluhu
na rok 2006**

1. prosinec 2005

Obsah

Výpůjční požadavky 2006 až 2008	2
Požadavky na financování 2006	4
Roční finanční program	5
Strategické cíle a řízení finančního portfolia	7
Cost-at-Risk státního dluhu	12
Nové hodnocení přímých účastníků aukcí	14
Příloha	16

Ministr financí rozhodl dne 18. listopadu 2005 o struktuře a způsobu financování výpůjčních potřeb centrální vlády v rozpočtovém roce 2006 a schválil základní absolutní a relativní limity pro emisní činnost na domácím a zahraničním trhu a pro aktivní řízení dluhového portfolia státu (Č.j.: 20/107726/2005). Takto vymezený operační rámec v podobě předkládané Strategie financování a řízení státního dluhu na rok 2006 (dále Strategie) přispívá k transparentnější implementaci dluhové politiky a umožňuje flexibilnější působení Ministerstva financí (dále Ministerstvo) na finančním trhu za účelem aktivního zajištění finančních potřeb centrální vlády a dosažení stanovených strategických cílů politiky řízení státního dluhu a finančního majetku státu.

Strategie vychází a je konzistentní s Návrhem zákona o státním rozpočtu České republiky na rok 2006, Střednědobým výhledem státního rozpočtu České republiky na léta 2007 a 2008, Střednědobými výdajovými rámci na léta 2007 a 2008, s interním Rámcovým plánem emisí státních dluhopisů na léta 2006 až 2008 a s Konvergenčním programem České republiky 2005.

Strategie je předkládána prostřednictvím Odboru řízení státního dluhu a finančního majetku (dále Odbor), který byl založen v rámci nové organizační struktury Ministerstva platné počínaje dnem 1. října 2005, která byla utvořena rozhodnutím ministra financí na základě doporučení a výsledků externího organizačního, funkčního, personálního a informačního auditu. Ke stejnému dni také zaniklo samostatné oddělení řízení státního dluhu. Tím byly mimo jiné vytvořeny nutné organizační předpoklady k integraci portfolia státního dluhu, rizikových záruk a státních finančních aktiv v rámci širší a centralizované vládní finanční bilance a definován tak širší rámec pro další technické zefektivňování řízení státního dluhu a optimalizaci vztahů nákladů a finančních rizik centrální vlády. Řízení nového Odboru zůstává v přímé kompetenci I. náměstka ministra financí.

Úvod

Z hlediska řízení závazků a koncipování střednědobé strategie financování centrální vlády jsou ve středu pozornosti Odboru ty segmenty vládní bilance, jejichž financování je v přímé zodpovědnosti Ministerstva, a jejichž struktura má přímý dopad na finanční toky státního rozpočtu z titulu fluktuací veličin domácího a zahraničního finančního trhu. Hlavní bilanční položku těchto vládních závazků představuje státní dluh (24,5% HDP). Dále se jedná o závazky plynoucí z krytí očekávaných likvidních potřeb České konsolidační agentury (ČKA) v horizontu let 2006 až 2010 (1,2% HDP) a o poskytnuté státní záruky (8,6% HDP), které sice nejsou součástí státního dluhu, ale vůči výdajové straně státního rozpočtu představují analogická finanční a kreditní rizika jako struktura státního dluhu a bilance ČKA.

Počínaje rokem 2005 bylo zahájeno na základě schválené Strategie pro rok 2005 integrované řízení uvedených tří segmentů z hlediska vztahu nákladů a rizik a z hlediska plánování financování a emisní činnosti. Izolovaný pohled nemá nadále ekonomické opodstatnění vzhledem k faktu, že činnost ČKA bude ukončena ke konci roku 2007 a tato instituce přestala na základě dohody s Ministerstvem operovat na kapitálovém dluhopisovém trhu již počínaje rokem 2005, a vzhledem k tomu, že většina státních záruk je již nyní součástí vládního dluhu a jejich krytí je součástí výdajů státního rozpočtu a přispívá tak k vyššímu deficitu a k růstu státního dluhu.

Předběžné výstupy integrovaného pohledu na portfolio vládních závazků byly předloženy již v loňském Konvergenčním programu České republiky a staly se nedílnou součástí pravidelné Čtvrtletní informace o řízení dluhového portfolia zveřejňované od března 2005. Integrované řízení vládních závazků se v prvním roce své implementace jednoznačně osvědčilo a dalším cílem je jeho rozšíření směrem k propojení také s aktivním portfoliem vládní bilance, k čemuž byly dány nutné předpoklady novou organizační strukturou Ministerstva. Počínaje rokem 2006 je tak plánováno rozšíření této portfoliové integrace také o stranu státních finančních aktiv (4,3% HDP), které umožní další zefektivnění řízení státního dluhu v rámci širší vládní finanční bilance a v užší vazbě na rozpočtový proces.

1 Výpůjční požadavky v horizontu 2006 až 2008

Zdroje výpůjčních potřeb vlády ve výhledu 2006 až 2008 budou tvořeny kromě deficitů státního rozpočtu a úhradami ztrát ČKA zejména narůstajícím objemem splatných státních dluhopisů, který bude muset být pokryt novými emisemi na domácím a zahraničním trhu.

Tabulka 1: Výhled hrubých potřeb na financování do roku 2008 (mld Kč)

	2004 Skutečnost	2005		2006	2007	2008
		Plán	Očekávání*			
Deficit státního rozpočtu bez ČKA	75,5	83,6	50,0	74,4	88,0	71,2
Z toho:						
Hrubé náklady státního dluhu	26,8	33,7	28,2	34,2**	40,7**	45,7**
Fond státních záruk	20,4	22,2	22,2	12,2	14,0	10,0
Plánované zdroje pro ČKA	18,2	30,0	30,0	20,0	9,0	3,0
Splátky státního dluhu	39,7	22,0	22,0	58,1	44,8	84,0
Financování záruky ve prospěch ČNB z roku 1997 mimo státní rozpočet	0,0***	0,0	19,0***	0,0	0,0	0,0
Zvláštní účet důchodového pojištění	0,0	5,8	8,3	3,0	0,0	0,0
Ostatní depozitní účty finančních aktiv	0,3	0,8	0,6	0,0	0,0	0,0
Tvorba (+) /čerpání (-) rezervy financování	5,7	-5,8	-7,3	0,0	0,0	0,0
Celkem hrubé potřeby (bez revolvingu SPP)	139,4	136,4	122,6	155,5	141,8	158,2
% HDP	5,1	4,7	4,2	5,0	4,3	4,4
Změna hodnoty SPP v oběhu	-35,0	-24,0	-29,0	-25,0	-11,0	-6,0
Celkem hrubé potřeby včetně změny hodnoty SPP v oběhu	174,4	160,4	151,6	180,5	152,8	164,2
% HDP	6,3	5,5	5,2	5,8	4,6	4,6

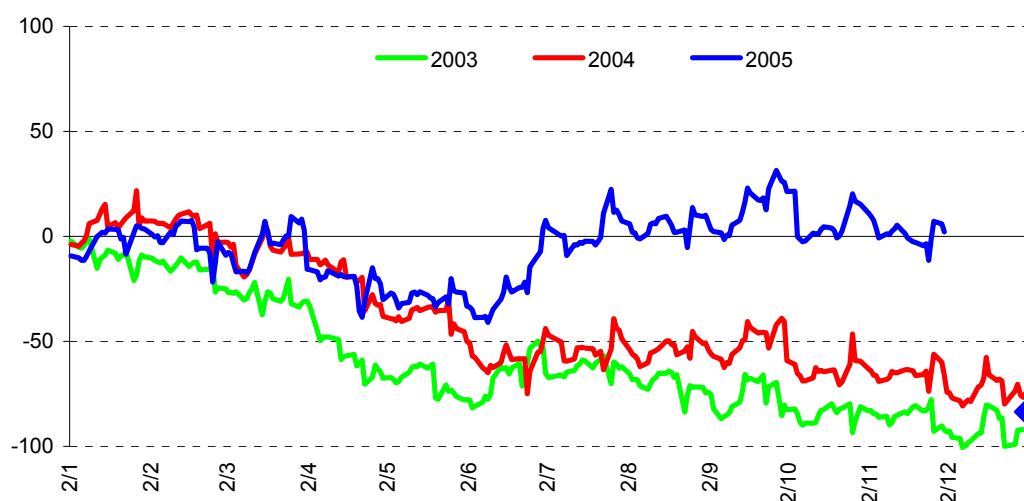
Poznámka: *Očekávání stavu ke konci roku; **Z toho rozpočtované poplatky činí 300 mil Kč; na rok 2006 činil původní návrh Ministerstva pro výdaje kapitoly státní dluh 37,2 mld, ale Poslanecká sněmovna dne 16.11. snížila rozpočtovanou částku o cca 3 mld; ***Z celkové výše záruky 22,5 mld byly provedeny původně nerozpočtované úhrady ve výši 0,5 mld v roce 2004 a 3,0 mld v roce 2005 z přebytku Fondu státních záruk v rámci výdajů státního rozpočtu.

Zdroj: MF ČR, ČKA.

Ve srovnání se zeměmi eurozóny zůstávají roční hrubé výpůjční potřeby centrální vlády (bez revolvingu a snižování hodnoty SPP v oběhu) na relativně nižší úrovni v ekvivalentu 5 až 6 mld euro a stabilizované do 5% HDP. Jejich pokrytí zejména emisími činností na domácím a zahraničním trhu a dále čerpáním vládních půjček od Evropské investiční banky (EIB) by proto nemělo představovat vážnější riziko pro realizaci fiskální a rozpočtové politiky vlády ani pro finanční stabilitu domácí ekonomiky ve střednědobém horizontu.

Příznivý vývoj hospodaření státního rozpočtu znamená snížení výpůjčních potřeb vlády pro rok 2005 oproti plánu z prosince 2004. Toto snížení je v dokumentaci k Návrhu státního rozpočtu na rok 2006 odhadováno na cca 16 mld Kč; aktuální odhad plynoucí z predikcí při řízení likvidity státní pokladny činí snížení potřeb o cca 34 mld Kč. Ke konci listopadu byl státní rozpočet stále v mírném přebytku cca 2 mld Kč.

Obrázek 1: Běžná denní pozice státního rozpočtu v letech 2003 až 2005 (mld Kč)



Poznámka: Bez úhrad do ČKA. Zdroj: MF ČR.

Rozpočtový vývoj umožnil ministru financí a vládě rozhodnout v červenci Usnesením vlády číslo 992/2005 o návrhu zákona o státním dluhopisovém programu na úhradu závazku ze státní záruky za konsolidaci a stabilizaci bankovního sektoru a finančních dopadů z dělení České a Slovenské Federativní Republiky ve prospěch České národní banky (ČNB) ve výši 22 mld Kč dříve než v řádném termínu v polovině roku 2007. Tento vládní návrh byl předložen do Poslanecké sněmovny, která s ním ve znění schválených pozměňovacích návrhů vyslovila souhlas dne 19. října 2005 Usnesením číslo 1912 a postoupila jej dne 1. listopadu do Senátu (tisk číslo 165/0). Tato dodatečná výpůjční potřeba přitom nezpůsobí růst celkových hrubých potřeb na financování pro rok 2005 oproti původnímu vyhlášenému plánu. Zároveň toto rozhodnutí umožní získat zdroje k pokrytí tohoto závazku za historicky nejnižších úrokových sazeb, nahradit neobchodovatelnou vládní záruku standardizovanými nástroji finančního trhu a zmírnit refinanční riziko řízení státního dluhu ve střednědobém horizontu.

Důležitou součástí plánování emisí činnosti Ministerstva jsou také očekávané potřeby nových zdrojů plynoucích z předpokládaného výhledu likvidních potřeb ČKA. Výhled těchto potřeb financování je pravidelně aktualizován na společných jednáních mezi Ministerstvem a ČKA. Do zániku ČKA bez likvidace, tj. do 31. 12. 2007, bude tyto zdroje Ministerstvo zajišťovat emisími státních dluhopisů podle speciálního státního dluhopisového programu na úhradu části ztráty ČKA (zákon číslo 5/2005 Sb.) do výše 63,3 mld Kč. Zbytkový dostupný zákonný rámec pro období let 2006 až 2007 činí 33,3 mld Kč. Po zániku ČKA přejdou její pohledávky a závazky explicitně do státní finanční bilance a budou spravovány v rámci standardního rozpočtového procesu a řízení finančního portfolia a emisí politiky Ministerstva. Konečný způsob rozložení úhrad potřeb nových zdrojů v následujících dvou letech bude vycházet z další úzké koordinace Ministerstva a ČKA v souladu s výhledem ostatních výpůjčních potřeb vlády v těchto letech a v návaznosti na potřeby řízení rizik stávající finanční bilance a státního dluhu.

Co se týká vlastního působení ČKA na domácím finančním trhu, tak také v roce 2006 již ČKA nebude emitovat vlastní střednědobé a dlouhodobé dluhopisy stejně jako v roce 2005. Krátkodobé dodatečné likvidní potřeby může nicméně financovat prostřednictvím peněžního trhu emisemi krátkodobých dluhopisů a výpůjčkami na mezibankovním trhu. Záměrem ČKA je přitom obstarat peněžní prostředky uvedeným způsobem do objemu 15 mld Kč.

Výpůjční požadavky centrální vlády mohou být oproti uvedenému výhledu ovlivněny také dodatečnými potřebami mimorozpočtových státních a privatizačních fondů a systému veřejného zdravotního pojištění. Počínaje 1. lednem 2006 dochází k zániku Fondu národního majetku (FNM) a jeho působnost tak přechází na Ministerstvo. Již v roce 2006 dojde k výraznému zhoršení hospodaření plynoucího z aktivit FNM a je rozpočtován schodek 30,7 mld Kč. Ten bude kryt zejména snížením finančních aktiv, takže pro rok 2006 neznámá prozatím realizace výdajových plánů a operací FNM dodatečné požadavky na financování centrální vlády. Co se týká hospodaření zdravotních pojišťoven, předpokládá se mírně schodkové saldo ve výši pouze cca 0,04 mld Kč, tj. predikovaný dopad na výpůjční potřeby centrální vlády je zanedbatelný. Rizikem nicméně zůstávají případná další mimořádná vládní stabilizační opatření v podobě úhrady vybraných závazků zdravotních pojišťoven po lhůtě splatnosti. V roce 2005 došlo k takovéto úhradě ve výši 3,8 mld Kč formou postoupení příslušných pohledávek na ČKA. Tato operace tak zvýšila budoucí výpůjční potřeby vlády, jelikož vzhledem k nízké pravděpodobnosti úhrady těchto závazků ze strany pojišťoven zvýšila tato operace likvidní potřeby ČKA, které budou muset být pro-financovány Ministerstvem po jejím zániku.

Výhled nepočítá také s výraznějšími úhradami z titulu realizace záruky za IPB ve prospěch ČNB, jejíž stav ke konci roku 2005 činí 157,5 mld Kč a maximální splatnost je v roce 2016. Ve výdajích státního rozpočtu a tedy i v rámci schválených deficitů je rozpočtováno v následujících třech letech celkem pouze 12 mld Kč. V uvedeném výhledu do konce roku 2008 Ministerstvo také na základě výsledků komunikace s představiteli centrální banky nepředpokládá žádné operace za účelem řešení kumulované účetní ztráty ČNB, která dosáhla ke konci roku 2004 hodnoty cca 125,7 mld Kč. Nepředpokládají se přitom ani částečné úhrady v rozsahu té části ztráty, jejímž zdrojem byly kvazi-fiskální operace k pokrytí nákladů stabilizace bankovního sektoru, které činily ke konci loňského roku cca 73,8 mld Kč. Akumulovaná ztráta by měla být dle vlastních simulací ČNB eliminována prostřednictvím budoucích zisků v horizontu 15 až 20 let, které by měly být generovány zejména rostoucími výnosy z ražebného po vstupu České republiky do eurozóny. I přes tento dosavadní oficiální postoj ČNB a Ministerstva zůstává hospodaření centrální banky potenciálním fiskálním rizikem, které je nutné z pohledu obezřetného dlouhodobého řízení státního dluhu systematicky monitorovat a analyzovat.

2 Požadavky na financování v roce 2006

Celkové plánované hrubé výpůjční požadavky vlády bez revolvingu státních pokladničních poukázek (SPP) v roce 2006 činí cca **155,5 mld Kč**.

Tabulka 2: Hrubé požadavky vlády na financování v roce 2006 (mld Kč)

Hrubé požadavky na financování (bez revolvingu SPP)	155,45
Výdaje státního rozpočtu	958,79
Příjmy státního rozpočtu	-884,39
Deficit státního rozpočtu bez ČKA	74,40
Plánované nové zdroje krytí likvidních potřeb ČKA	11,00
Rezerva na před-splacení části závazků ČKA v podobě směnek a úvěrů	9,00
Čisté výpůjční požadavky vlády včetně ČKA	94,40
Zvláštní účet důchodového pojištění	3,0
Ostatní depozitní účty finančních aktiv	0,0
Tvorba (+) /čerpání (-) rezervy financování	0,0
Čisté výpůjční požadavky vlády včetně ČKA a Operací státních finančních aktiv	97,40
Splátky střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů	58,00
Splátky neobchodovatelných půjček (směnky na účast ČR v EBRD)	0,05
Hrubé výpůjční požadavky (bez revolvingu SPP)	155,45

Zdroj: MF ČR, ČKA.

Tato částka je tvořena plánovaným deficitem státního rozpočtu 74,4 mld Kč, plánovanými zdroji pro ČKA ve výši 20,0 mld Kč, plánovaným převodem kladného rozdílu mezi příjmy pojistného a výdaji na důchodové pojištění za rok 2005 na zvláštní účet důchodového pojištění ve státních finančních aktivech v očekávané výši cca 3,0 mld Kč a refinancováním splatných střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů (SDD) a neobchodovatelného dluhu ve výši 58,1 mld Kč. Hrubé požadavky na financování (bez revolvingu SPP) jsou v roce 2006 dále navýšeny o 14,82 mil Kč dle §2, odst. (3) návrhu zákona o státním rozpočtu České republiky na rok 2006.

Plánovaná úhrada části ztráty ČKA na rok 2006 vychází z aktualizovaných odhadů. Aktualizované likvidní potřeby ČKA jsou naplánovány na úrovni 11 mld Kč, což je i hodnota, která se neliší výrazněji od očekávané hodnoty 10 mld Kč uvedené v Návrhu státního rozpočtu na rok 2006 a ve Střednědobém výhledu státního rozpočtu na léta 2007 a 2008.

Řízení státního dluhu navíc bude vytvářet rezervu pro financování realizace zpětného odkupu vlastních směnek splatných v letech 2006 až 2008 a předčasného splacení některých úvěrů splatných v roce 2009 v celkové výši 9,0 mld Kč, které drží vůči ČKA některé hlavní české obchodní banky. Tyto dodatečné finanční potřeby jsou motivovány snahou Ministerstva nahrazovat specifické neobchodovatelné dluhové instrumenty v rámci celkových závazků vládního sektoru standardizovanými emisemi státních dluhopisů na domácím a zahraničním trhu v době relativně příznivých úrokových podmínek a s cílem dále podpořit omezenou likviditu státních cenných papírů dostupnými prostředky. Uvedené operace profinancování závazků ČKA státními dluhopisy nemají přitom žádný dopad na celkovou úroveň zadluženosti vládního sektoru podobně jako tvorba finanční rezervy na úhradu záruky ve prospěch ČNB. Speciální státní dluhopisový program poskytuje Ministerstvu dostatečnou flexibilitu při realizaci těchto operací a při financování případných dodatečných potřeb ČKA v roce 2006 a 2007.

3 Roční finanční program

Plnění programu financování v roce 2005

Přehled o plnění plánovaného programu financování v roce 2005 podává následující přehled.

Tabulka 3: Plnění programu financování v roce 2005 (mld Kč)

	Plán k 6.12.2004	Očekávání k 30.11.2005
Hrubé požadavky na financování (bez revolvingu SPP)	136,38	122,6
z toho: rezervní emise SPP na úhradu záruky ve prospěch ČNB	0,0	19,0
Přírůstek státního dluhu	114,38	100,6
Přímé půjčky od mezinárodních organizací	11,83	9,1
Čerpání dlouhodobých úvěrů od Evropské investiční banky	11,78	9,08
Čerpání směnek na kapitálový podíl ČR v EBRD	0,05	0,04
Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů	148,55 až 174,55	142,1
Emise středně- a dlouhodobých dluhopisů na domácím trhu	94,00 až 120,00	112,0
Emise středně- a dlouhodobých dluhopisů na zahraničním trhu	28,55 až 54,55	30,1
Čistá dis-emise státních pokladničních poukázek	-24,00 až -50,00	-29,0*

Poznámka: *Bez neplánované rezervní emise SPP by čistý pokles SPP v oběhu činil 48 mld Kč. Zdroj: MF ČR.

V roce 2005 bylo uskutečněno zahraniční financování březnovou emisí eurobondu v objemu 30,1 mld Kč, tj. pouze cca 24,6% ročních hrubých požadavků na financování (bez revolvingu SPP). Objem korunových SDD také nepřekročí maximální stanovenou hranici 120 mld Kč. Příznivý rozpočtový vývoj a z toho plynoucí pokles výpůjčních potřeb by vedl Ministerstvo k ještě výraznějšímu krácení objemu vyhlášených emisí SDD a SPP ve čtvrtém čtvrtletí roku 2005. Vzhledem k uvedenému rozhodnutí ministra o před-splacení závazku ze záruky ve prospěch ČNB toto krácení nebylo zahájeno ve větší míře již od počátku čtvrtého čtvrtletí. Namísto toho Odbor přistoupil k tvorbě finanční rezervy na předčasnou úhradu závazku vůči ČNB tak, aby příslušné dodatečné zdroje byly do konce roku ministru financí k dispozici a mohly být v případě schválení zákona také Senátem použity k úhradě do centrální banky. Finanční rezerva je tvořena emisemi SPP, resp. pokles SPP v oběhu bude ke konci roku 2005 nižší než by jinak umožňoval příznivější

vývoj státního rozpočtu. Účetně se tak stane závazek ze záruky plně součástí státního dluhu již v roce 2005 a následná úhrada likvidity do ČNB nebude již mít na státní dluh vliv bez ohledu na to, zda k úhradě dojde ještě v letošním roce nebo někdy v budoucnosti v případě, že dluhopisový program nebude do konce roku schválen. Vzhledem k tomu, že uvedená záruka již byla v plné výši začleněna Eurostatem do celkového vládního dluhu na konci roku 2004, nemá tvorba finanční rezervy ani následná úhrada žádný dopad na úroveň vládního dluhu a tedy ani na plnění fiskálních konvergenčních kritérií. Konverze těchto rezervních SPP do korunových SDD nebo zahraničních dluhopisů bude realizována v průběhu roku 2006.

V případě ještě příznivějšího než očekávané vývoje státního rozpočtu by došlo pravděpodobně k dalšímu krácení plánovaných emisí SPP nad očekávání 29 mld Kč, což bude mimo jiné přispívat k poklesu podílu krátkodobého dluhu hlouběji pod cílovanou hranici 24% ke konci roku, resp. bude část zdrojů použita jako finanční rezerva pro krytí výpůjčních potřeb v roce 2006.

Plánovaný program financování na rok 2006

Plánovaný finanční program v roce 2006 vychází z následujících limitů, které jsou určující pro použití jednotlivých dluhových nástrojů zajišťujících finanční potřeby vlády v roce 2006.

Podíl financování na zahraničním kapitálovém trhu bude činit maximálně 50% z celkových ročních hrubých požadavků na financování bez plánovaného čistého poklesu SPP v oběhu a bez revolvingu SPP.

Tento maximální limit umožňuje flexibilní reakci Ministerstva na aktuální podmínky na domácím a zahraničním finančním trhu. Jde o limit omezující zahraniční emisní činnost shora a nemusí být tedy v případě daných podmínek na zahraničním trhu ve srovnání s domácím tržním vývojem plně využit, což byl případ i v roce 2005. Při získávání zahraničních zdrojů se Ministerstvo bude zaměřovat z hlediska emitovaného objemu podobně jako v roce 2004 a 2005 především na strategické operace na trhu eurozóny. Případný vstup na další zahraniční světové trhy je představitelný pouze v případě významnější a doložitelné nákladové efektivity nebo jiné výhody ve srovnání s korunovými nebo eurovými tržními podmínkami.

Finanční požadavky v objemu cca 9,2 mld Kč budou zajištěny dlouhodobými úvěry čerpanými od Evropské investiční banky.

Čerpání těchto úvěrů určených výhradně na infrastrukturní projekty schvaluje vláda a rozhoduje o nich přímo ministr financí a jsou obsaženy také stejně jako v minulých letech explicitně v návrhu státního rozpočtu na rok 2006. Řízení sjednávání těchto úvěrů není v současnosti v kompetenci Odboru řízení státního dluhu a finančního majetku; ten pouze zodpovídá za jejich následnou evidenci, dluhovou službu, začlenění do dluhového portfolia a od roku 2003 také navrhuje jejich splátkové kalendáře.

Ke konci roku 2005 překročí podíl neobchodovatelného státního dluhu hranici 4,4% a do konce roku 2006 lze očekávat jeho další růst a překročení hranice 5%. Jedná se o doplňkový nástroj financování s tím, že jeho další využívání by se nemělo dostat ve střednědobém horizontu do rozporu s emisní a dluhovou strategií Ministerstva na domácím a zahraničním trhu. Z aktuálních vládních plánů prozatím vyplývá, že do konce roku 2008 podíl neobchodovatelných nástrojů v dluhovém portfoliu nepřekročí hranici 10%.

Objem emitovaných korunových střednědobých a dlouhodobých dluhopisů (SDD) na domácím trhu nepřekročí hodnotu 150 mld Kč. Rámcový plánovaný emisní objem činí přitom 110 mld Kč ± 10%.

Uvedený maximální objem by byl realizován pouze tehdy, pokud by Ministerstvo v roce 2006 vůbec nevstoupilo na zahraniční kapitálový trh. Tato situace by nastala v případě mimořádně příznivého vývoje na domácím trhu a významného převisu poptávky nad nabídkou korunových státních dluhopisů v průběhu roku. Pokud tato situace nenastane, bude Ministerstvo usilovat o operace na zahraničním trhu tak, aby bylo zajištěno, že maximální nabídka SDD nebude v roce

2006 vyšší než v letech 2004 a 2005. Konečný roční emitovaný objem bude záviset zejména na velikosti konečných zdrojů získaných na zahraničním trhu. V případě nižšího než maximálního povoleného objemu zahraničních emisí bude o stejné částky zvyšován objem emitovaných domácích SDD, případně se sníží plánovaná dis-emise státních pokladničních poukázek.

Emise SDD a jejich následný re-opening na domácím trhu budou i nadále pokračovat ve splatnostech 3, 5, 10 a 15 let a bude se jednat o fixně úročené nástroje. Ministerstvo tak bude pokračovat v tvorbě omezeného počtu obchodovatelných likvidních benchmarkových emisí tak, aby se jejich ekvivalent v budoucí domácí měně euro pohyboval na úrovni zhruba 1 až 3 mld euro.

V průběhu roku 2006 Ministerstvo plánuje uvést na domácí trh jedinou novou emisí se splatností v roce 2009. Zároveň bude probíhat re-opening stávajících emisí splatných v roce 2008, 2010, 2015 a 2020.

V roce 2006 bude Ministerstvo nadále pokračovat v programu snižování podílu SPP na financování dlouhodobých závazků vlády tak, aby ke konci roku 2006 došlo k poklesu podílu krátkodobého státního dluhu ke konečné limitní hranici 20%.

Z projekce struktury dluhového portfolia ke konci roku 2006 plyne, že k dosažení cílové hodnoty ukazatele krátkodobého dluhu splatného do 1 roku je nutné minimálně stabilizovat objem SPP v oběhu na úrovni očekávané ke konci roku 2005. Z programu financování plyne, že Ministerstvo se bude nicméně nadále snažit objem snižovat s tím, že maximální očekávané absolutní snížení lze předpokládat na úrovni do 25 mld Kč, tj. podíl SPP na státním dluhu se ke konci roku 2006 bude pohybovat pod hranicí 15%. Program stabilizace či redukce SPP v oběhu bude záviset především na skutečném hospodaření státního rozpočtu a na úspěšnosti Ministerstva při emisích kapitálových státních dluhopisů na domácím a zahraničním trhu. I nadále budou pokračovat emise SPP ve splatnostech 3, 6, 9 a 12 měsíců.

Tabulka 4: Plánovaný program financování v roce 2006 (mld Kč)

Hrubé požadavky na financování (bez revolvingu SPP)	155,45
Přímé půjčky od mezinárodních organizací	9,22
Čerpání dlouhodobých úvěrů od Evropské investiční banky	9,22
Ostatní	0,00
Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů	150,00 až 171,23
Emise střednědobých a dlouhodobých dluhopisů na domácím trhu	72,27 až 150,0
Emise střednědobých a dlouhodobých dluhopisů na zahraničním trhu	0,0 až 77,73
Čistý pokles státních pokladničních poukázek v oběhu	-3,77 až -25,0

Zdroj: MF ČR.

4 Strategické cíle a řízení finančního portfolia

Vyhlašování strategických cílů slouží k veřejnému definování strategického, resp. benchmarkového, portfolia vládních závazků a finančních aktiv k němuž se Ministerstvo pomocí svých dostupných nástrojů snaží přibližovat aktuální strukturu vládní finanční bilance. Cíle jsou odvozovány na základě požadavků plynoucích z obezřetného přístupu k řízení finančních a kreditních rizik při minimalizaci dluhových nákladů v dlouhodobém horizontu. Komunikace těchto cílů s veřejností zároveň zvyšuje zodpovědnost Ministerstva v oblasti politiky řízení státního dluhu a umožňuje realizovat zpětnou kontrolní vazbu směrem od veřejnosti k Ministerstvu, což by mělo zvyšovat kredibilitu českých dluhových manažerů i v současném institucionálním uspořádání, ve kterém je příslušný zodpovědný útvar integrální součástí organizační struktury Ministerstva.

Ve Strategii financování pro rok 2005 se Ministerstvo zavázalo k integrovanému řízení portfolia státního dluhu společně s rizikovými státními zárukami, které byly již transferovány dle metodiky předepsané pro výpočet Maastrichtských kritérií do celkového vládního dluhu, ačkoliv nejsou součástí státního dluhu. S výstupy tohoto přístupu Ministerstvo seznamuje veřejnost v pravidelné Čtvrtletní informaci o řízení dluhového portfolia. Integrovaný pohled umožňuje

efektivnější řízení státního dluhu a nastavování parametrů dluhového portfolia pomocí dostupných dluhových a derivátových nástrojů směrem k vyhlášeným strategickým cílům s přihlédnutím k finančním a kreditním rizikům ve struktuře poskytnutých státních záruk. Dalším logickým plánovaným krokem ke zefektivnění řízení finančních toků a rizik je explicitní integrace také s portfoliem státních finančních aktiv, k čemuž byl dán nutný organizační předpoklad od 1. října 2005. Řízení státního dluhu tak bude realizováno s přihlédnutím k rizikové struktuře širší vládní finanční bilance.

I nadále budou vyhlášovány strategické cíle formálně pouze pro portfolio státního dluhu, nicméně plnění těchto kritérií bude hodnoceno ve vztahu k rizikovým státním zárukám a státním finančním aktivům. Stejně jako v roce 2005 bude praktické řízení dluhu během roku probíhat tak, že pokud dojde k tomu, že samotná struktura portfolia rizikových státních záruk a navíc s portfoliem státních finančních aktiv začne významněji vychylovat sledovaná kritéria na integrované bázi nežádoucím způsobem mimo vyhlášené cíle, může Ministerstvo využít své dostupné nástroje, zejména emisní činnost a finanční deriváty, aby tyto trendy zvrátilo a zajistilo stabilizaci kritérií směrem k akceptovatelným úrovním.

Tabulka 5: Agregovaná strana aktiv finanční bilance státu (mld Kč)

Depozitní bankovní účty	14,5
Vládní zahraniční pohledávky	36,3
Majetkové účasti státu	12,1
Poskytnuté státní půjčky a návratné finanční výpomoci	14,3
Pohledávky z realizovaných státních záruk	39,6
Cenné papíry a ostatní finanční aktiva	7,6
Celkem	124,4
%HDP	4,3

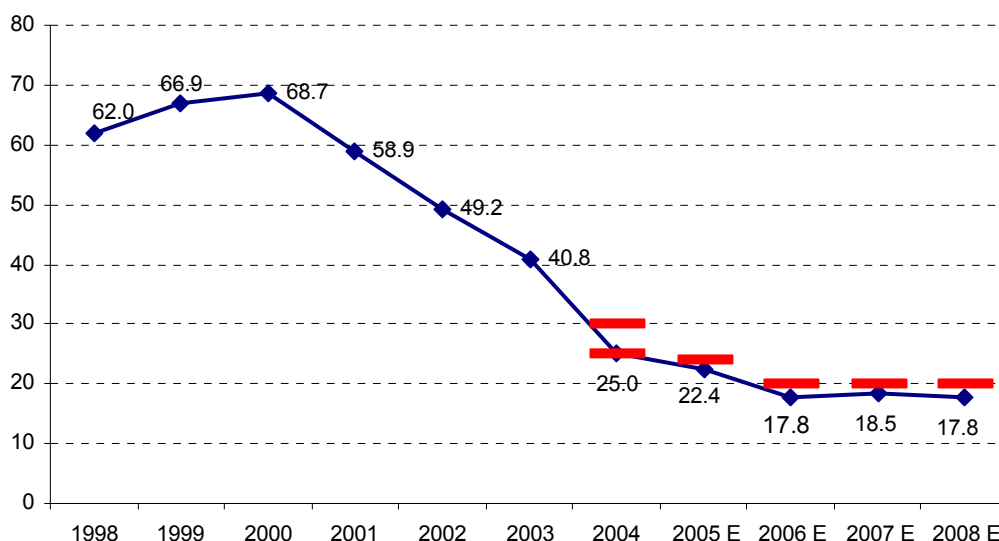
Poznámka: Očekávaný stav k 31.12.2005; bez vyčíslení dopadu začlenění finančních aktiv FNM. Zdroj: MF ČR.

Do budoucna by mělo dojít k explicitní formalizaci strategických cílů na celkovou vládní finanční bilanci, resp. plně integrované finanční portfolio. Nutnou podmínkou k tomuto kroku je implementace příslušného informačního systému, který umožní automatizaci centralizace datové základny, výpočetních procedur a zavedení běžných finančních účtovacích postupů.

Řízení refinančního rizika

Stabilizace refinančního rizika tvoří středobod koncipování emisní strategie Ministerstva. Klíčovým ukazatelem, který v této souvislosti Ministerstvo cíluje počínaje rokem 2004 je krátkodobý státní dluh (tj. dluh splatný do jednoho roku). Ministerstvo v prvním pololetí roku 2004 vyhlásilo v souvislosti s rozhodnutím ministra financí zahájit pravidelnou emisní činnost na zahraničním trhu pozvolnou tříletou trajektorii poklesu tohoto ukazatele v této podobě: 2004 – 25,0 až 30,0%, 2005 – 22,5 až 27,5%, 2006 – 20,0 až 25,0%. Úspěšné zavedení zahraničního financování v červnu 2004 umožnilo redefinovat strategii směrem k dalšímu urychlení tohoto redukčního programu. Ke konci roku 2004 byla dosažena hodnota přesně na úrovni dolní hranice vyhlášeného koridoru 25,0%. Do konce roku očekáváme za předpokladu uvedeného očekávaného vývoje státního rozpočtu hodnotu cca 22,4%, která bude znamenat splnění vyhlášeného cíle 24% a méně pro rok 2005. Ke konci roku 2006 by již mělo Ministerstvo dosáhnout plánované konečné a dlouhodobě cílované limitní hranice **20%**, která se počínaje rokem 2007 stane jedním z fundamentálních limitů emisní činnosti a řízení finančních rizik.

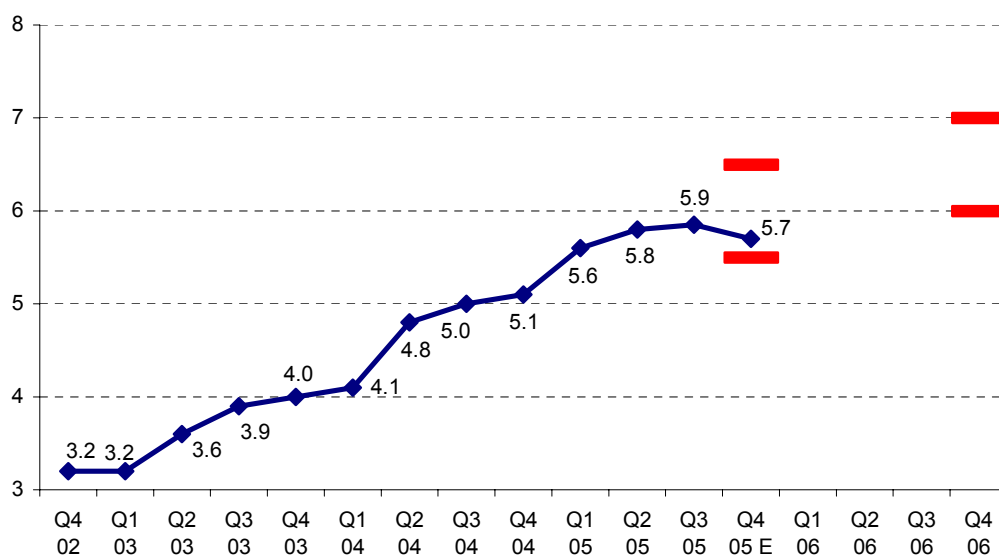
Obrázek 2: Vývoj a cíle krátkodobého státního dluhu 1998 až 2008 (% celkového dluhu)



Zdroj: MF ČR.

Dalším ukazatelem používaným při řízení finančního rizika je průměrná doba do splatnosti státního dluhu. Poprvé pro tento ukazatel vyhlásilo Ministerstvo explicitní cíl pro rok 2005 na úrovni 5,5 až 6,5 let. Do konce roku očekáváme splnění tohoto cíle s tím, že konečná hodnota se bude pohybovat kolem 5,7 let. Pro konec roku 2006 vyhlášíme nový cíl na úrovni **6,0 až 7,0 let**, tj. posun cílového rozpětí směrem nahoru o 0,5 roku. Dosažení tohoto cíle bude také determinovat časovou a objemovou strukturu emisí státních dluhopisů na domácím a zahraničním trhu a nastavení splátkových kalendářů čerpaných půjček od EIB.

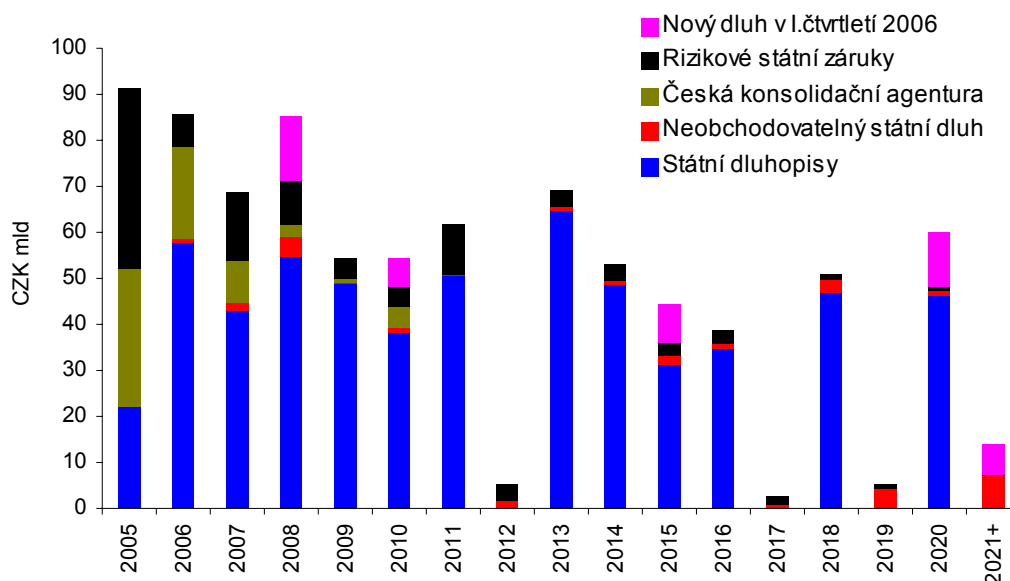
Obrázek 3: Průměrná splatnost státního dluhu a vyhlášené cíle (počet let)



Zdroj: MF ČR.

Nové emise státních dluhopisů stejně jako čerpání dlouhodobých úvěrů od EIB budou primárně řízeny v souladu s plněním klíčového cíle v podobě stabilizace a vyhlazování splatnostního profilu státních závazků v čase, který je již od roku 2005 sledován a plánován na integrované bázi.

Obrázek 4: Očekávaný splatnostní profil explicitních státních závazků ke konci roku 2005



Poznámka: Bez zahrnutí SPP v oběhu; Zdroj: MF ČR, ČKA, ČMZRB.

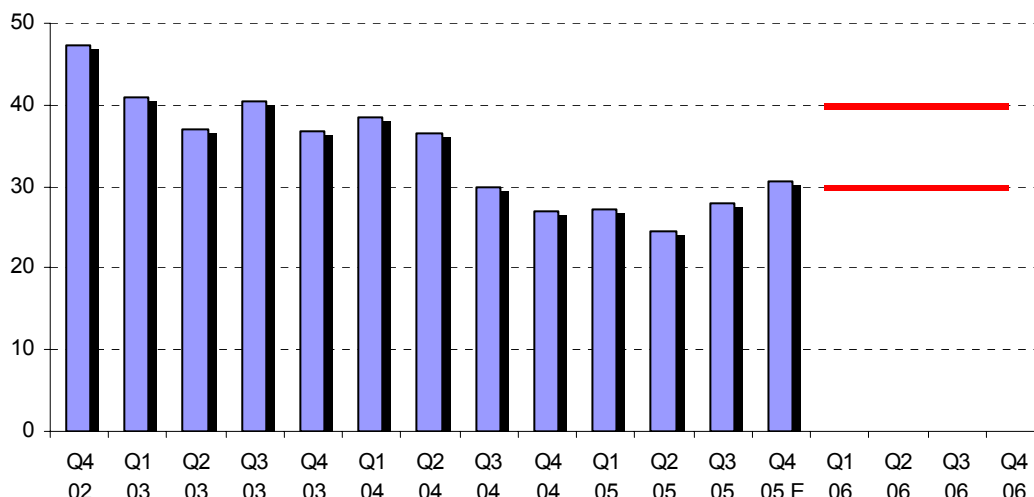
Řízení úrokového rizika

Úrokové riziko zůstává nejdůležitějším tržním rizikem řízení státního dluhu. Počínaje rokem 2006 dojde ke změně v oblasti vyhlášení strategických cílů pro tuto oblast řízení státního dluhu. Novým explicitním cílem bude úrokový refixing dluhového portfolia do 1 roku. Tento parametr není citlivý na fluktuace úrokových sazeb a je tak plně pod kontrolou Ministerstva narozdíl od dosavadního cílování modifikované durace, které bylo zahájeno v souvislosti s řízením úrokové expozice prostřednictvím finančních derivátů koncem roku 2002. Navíc nevznikají pochybnosti při kvantifikaci dopadu různých derivátových produktů na tyto parametry, zatímco aproximace modifikované durace zejména u opčních produktů dluhového portfolia na základě tržní sensitivity opční prémie pomocí delta ekvivalentu není zcela konzistentní s tradičním pojetím a definicí dluhopisové durace.

Ministerstvo bude i nadále zveřejňovat očekávaný roční vývoj modifikované durace a její čtvrtletní hodnoty, přičemž tato očekávání budou odvozena z cílových hodnot parametrů úrokové refixace dluhového portfolia a ze základního modelového scénáře vývoje úrokových sazeb, ale nebude reagovat pomocí svých nástrojů na odchylky durace z očekávaného pásma způsobené neočekávaným vývojem úrokových sazeb.

Na základě kvantitativních analýz a simulací ve střednědobém výhledu Ministerstvo vyhláší cíl pro expozici dluhového portfolia změně úrokových sazeb do 1 roku včetně derivátových operací, tzv. úrokový refixing do 1 roku, který by se měl v průměru během roku 2006 pohybovat v pásmu **30% až 40%**. Tento ukazatel se přitom od konce třetího čtvrtletí 2004 stabilizoval pod hranicí 30%. Cílem v roce 2006 je tedy mírné zvýšení úrokové expozice, které by mělo přispět ke zmírnění efektu očekávaného růstu úrokových sazeb na náklady státního dluhu. Tento pokles úrokových nákladů je v průměru spojen s nižším přírůstkem úrokové variability do jednoho roku.

Obrázek 5: Úrokový refixing státního dluhu do 1 roku a cíl pro rok 2006 (% celkového dluhu)



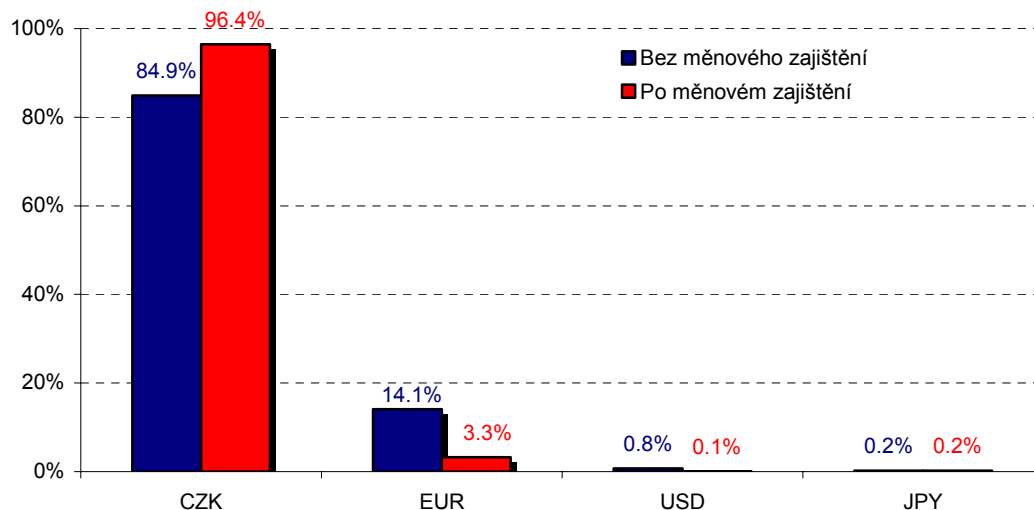
Poznámka: Včetně kvantifikace dopadu derivátových operací. Zdroj: MF ČR.

Pro rok 2006 očekává Ministerstvo, že se vývoj modifikované durace státního dluhu, včetně aproximace efektu finančních derivátů bude i nadále vyvíjet v pásmu **3,8 ± 0,4 let**, tj. stejně jako v roce 2005. Ministerstvo tedy i nadále neočekává ani v roce 2006 další zvyšování modifikované durace, ale spíše její stabilizaci ve zúženém pásmu.

Řízení měnového rizika

Státní dluh (bez zohlednění rizikových státních záruk) není v současnosti vystaven relevantnímu riziku plynoucímu z kurzových fluktuací. Samotné státní záruky vykazují kurzovou expozici kolem 30%.

Obrázek 6: Měnová expozice portfolia státního dluhu a rizikových záruk (%)



Poznámka: Stav ke konci 3. čtvrtletí 2005. Měnové zajištění se vztahuje k jistině. Zdroj: MF ČR, ČMZRB.

Hledání optimální měnové struktury státního dluhu v období před vstupem země do eurozóny zůstává důležitým předmětem kvantitativního výzkumu jehož předběžné výstupy se pokusíme zveřejnit během roku 2006. Proto také pro rok 2006 nevyhlašujeme stále žádné konkrétní kvantitativní cíle. Řízení měnového rizika finančního portfolia bude nicméně probíhat také v návaznosti na koordinaci a společný postup vlády a centrální banky v oblasti kurzové politiky státu.

5 Cost-at-Risk státního dluhu pro rok 2006

Úrokové náklady státního dluhu určuje jednak složení portfolia státního dluhu a navazující derivátové portfolio a jednak vývoj úrokových sazeb. Vývoj portfolia státního dluhu je dán emisním kalendářem SDD a SPP, předpokládaným čerpáním půjček od EIB a případnými emisemi na zahraničním trhu. V naší analýze neuvažujeme možnost vzniku nových derivátových kontraktů, které by změnily expozici portfolia státního dluhu vůči úrokovým sazbám. Zároveň předpokládáme, že zahraniční emise budou zajištěny proti kursovému riziku. Veškeré uvedené hodnoty nákladů jsou bez rozpočtovaných poplatků ve výši 300 mil Kč.

Tabulka 6: Základní modelový vývoj struktury státního dluhu do konce roku 2006 (mld Kč)

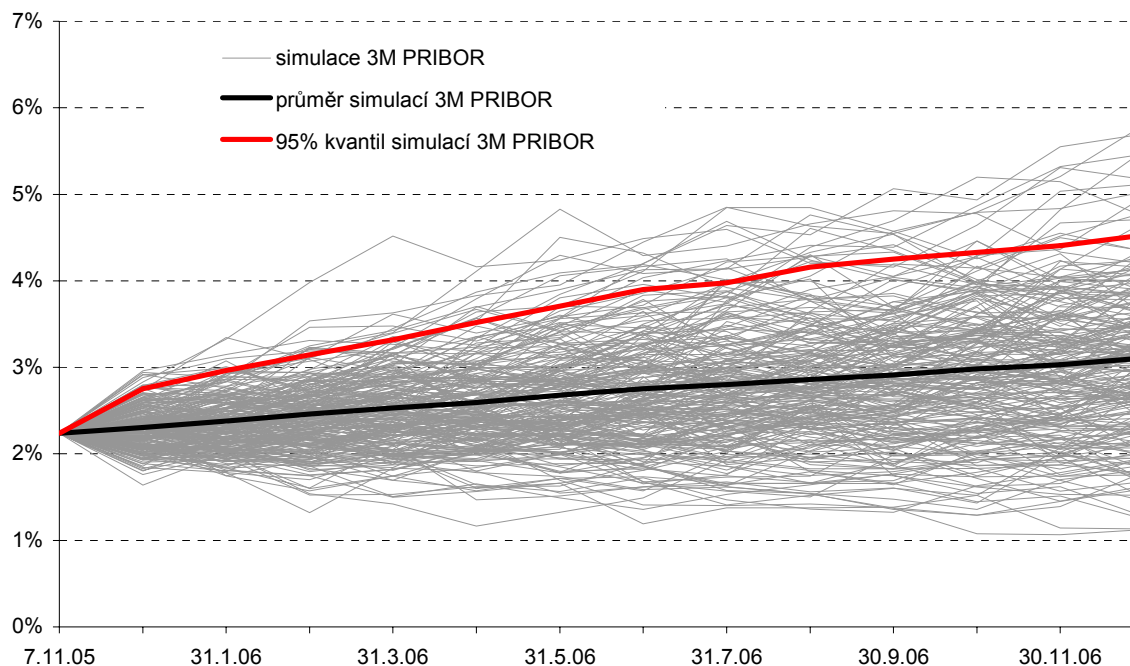
Stav k	SDD + Eurobondy	SPP	Neobchodovatelný	Celkem
31.10. 2005	546,4	92,2	29,2	667,8
31.12. 2006	680,0	84,0	39,0	803,0

Zdroj: MF ČR, vlastní výpočet.

Vývoj úrokových sazeb určuje stochastický model úrokových sazeb, který se snaží zachytit proces, kterým se vývoj úrokových sazeb řídí. Model, respektive jeho parametry se odhadují z časových řad úrokových sazeb. Znalost parametrů modelu nám umožňuje simulovat vývoj úrokových sazeb v budoucím období. Používáme jednofaktorový model CIR, který byl blíže specifikován ve Čtvrtletní informaci o řízení dluhového portfolia z června 2005, zveřejněné na internetových stránkách Ministerstva.

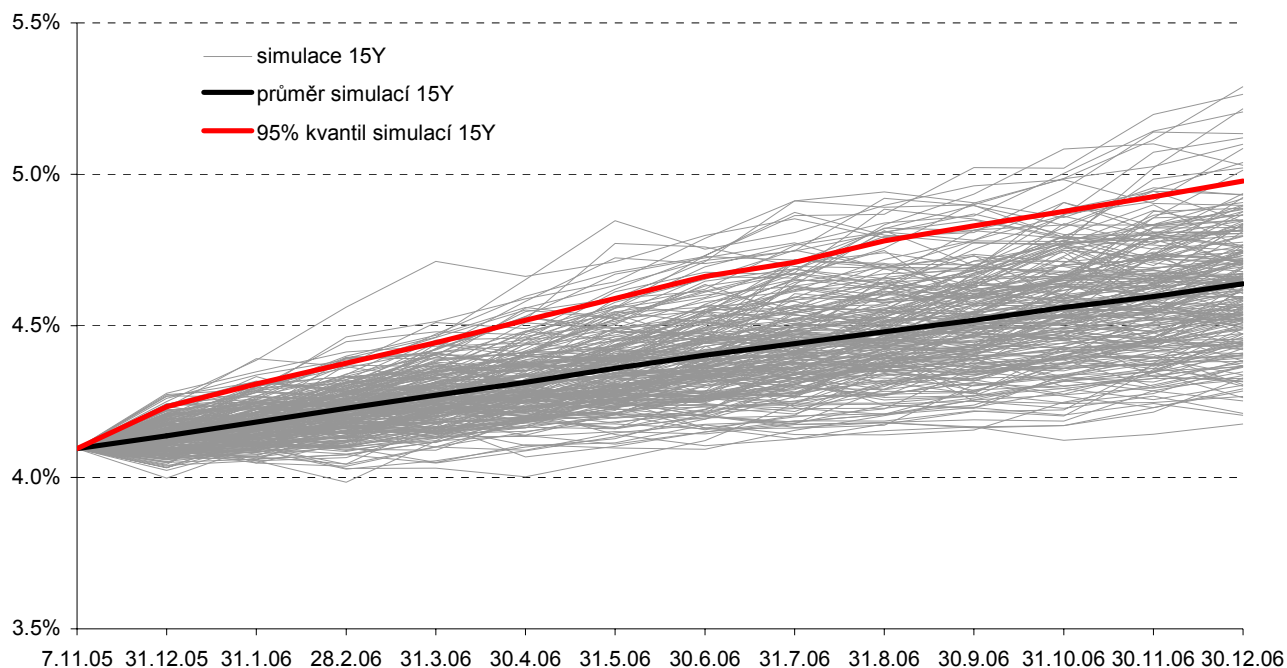
Celkem je simulováno tisíc možných cest vývoje úrokových sazeb všech potřebných splatností pro budoucích třináct měsíců (prosinec 2005 až prosinec 2006). Pro současné hodnoty úrokových sazeb implikuje model CIR růst jejich očekávaných hodnot. Například očekávaná hodnota sazby 3M PRIBOR k 31.12.2006 je rovna cca 3,11%. Z modelu dále plyne, že s 5% pravděpodobností sazba 3M PRIBOR k 31.12.2006 překročí 4,53%, tj. 95% kvantil simulací 3M PRIBOR. Naopak s přibližně 14% pravděpodobností bude 3M PRIBOR k 31.12.2006 pod současnou hodnotou 2,24% (tj. k 7.11.2005).

Obrázek 7: Vybrané simulace úrokové sazby 3M PRIBOR



Poznámka: Obrázek zachycuje 240 vybraných z celkového počtu 1000 provedených simulací.
Zdroj: Bloomberg L.P., MF ČR, vlastní výpočty.

Obrázek 8: Vybrané simulace 15 leté úrokové sazby



Poznámka: Obrázek zachycuje 240 vybraných z celkového počtu 1000 provedených simulací.
Zdroj: Bloomberg L.P., MF ČR, vlastní výpočty.

Jednotlivé cesty vývoje úrokových sazeb následně určují úrokové náklady floatové části portfolia státního dluhu: SPP, půjčky od EIB a floatové nohy úrokových derivátových operací. Dále určují kapitálové zisky, respektive ztráty plynoucí z nových tranší znovu-otevíraných emisí SDD. Ze simulací úrokových sazeb tedy vyplývají simulace úrokových nákladů portfolia státního dluhu. Průměr simulací úrokových nákladů je odhadem očekávané hodnoty úrokových nákladů. Kvantil simulací úrokových nákladů je odhadem kvantilu pravděpodobnostního rozdělení úrokových nákladů. 95% kvantil simulací udává hodnotu, kterou úrokové náklady s 95% pravděpodobností nepřekročí, určuje tak úrokové náklady v riziku, tzv. **95% CaR** (Cost-at-Risk).

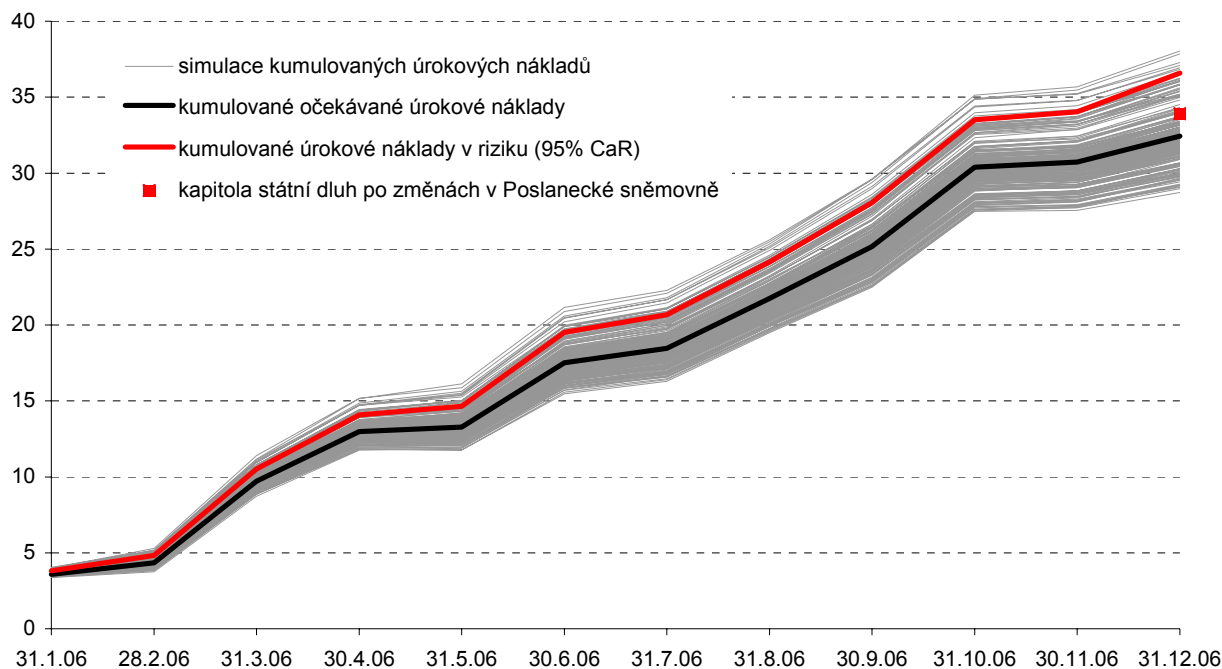
Očekávané úrokové náklady portfolia státního dluhu v roce 2006 jsou 32,4 mld Kč. Náklady v riziku (95% CaR) jsou 36,6 mld Kč.

Tabulka 7: Měsíční kumulované úrokové náklady státního dluhu v roce 2006 (mld Kč)

Měsíce roku 2006	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.
Očekávané náklady	3,6	4,3	9,7	13,0	13,3	17,5	18,5	21,7	25,2	30,4	30,7	32,4
95% CaR	3,8	4,8	10,5	14,1	14,6	19,5	20,7	24,1	28,1	33,5	34,0	36,6

Zdroj: MF ČR, vlastní výpočty.

Obrázek 9: Vybrané simulace kumulovaných měsíčních úrokových nákladů v roce 2006 (mld Kč)



Poznámka: Obrázek zachycuje 240 vybraných z celkového počtu 1000 provedených simulací.
Zdroj: MF ČR, vlastní výpočty.

🔗 Nové hodnocení přímých účastníků aukcí

Ke dni 27. října 2004 bylo provedeno významné doplnění Pravidel pro primární prodej střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů (Pravidla). Na základě dohody Ministerstva s ČNB bylo nově umožněno stát se členem skupiny přímých účastníků také zahraniční osobě se sídlem na území Evropské unie, která je bankou, pobočkou banky, obchodníkem s cennými papíry nebo pobočkou obchodníka s cennými papíry, a která má na území Evropské unie oprávnění k poskytování investičních služeb vyjmenovaných v § 4 odst. 2 písm. a) až c) a písm. e) zákona č. 257/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu.

Navíc bylo v rámci nových Pravidel platných od 1. ledna 2005 vyhlášeno tzv. přechodné období od 1.1.2005 do 31.12.2005 umožňující stát se přímým účastníkem aukcí SDD ve zrychleném režimu s cílem přilákat zahraniční bankovní domy a umožnit jim působit na domácím primárním trhu již v průběhu roku 2005. Ministerstvo zároveň vyhlásilo, že počínaje 1. lednem 2006 bude vybírat vedoucí manažery svých veřejných zahraničních emisí eurobondů exklusivně ze skupiny přímých účastníků, a že taktéž pro operace Ministerstva s finančními deriváty budou preferované oslovovány protistrany z této skupiny, samozřejmě s přihlédnutím k jejich kapacitě v této oblasti a za podmínky uzavřené ISDA smlouvy.

Uvedené kroky Ministerstva přilákaly k 30.11.2005 dvě zahraniční osoby, které se tak staly přímými účastníky primárních aukcí bez nutnosti založení pobočky v České republice a rozšířily tak počet přímých účastníků na 11. Od počátku roku 2006 začne opět platit standardní procedura kvalifikace nových zájemců do skupiny přímých účastníků, která mimo jiné znamená, že noví zájemci se mohou stát účastníky primárních aukcí po splnění stanovených podmínek počínaje rokem 2007.

Tyto institucionální změny na primárním trhu vyvolaly také nutnost zahájit ze strany Ministerstva systematické a transparentní hodnocení výkonnosti přímých účastníků na primárním a sekundárním trhu státních dluhopisů a intenzivnější komunikaci v této oblasti v souladu s nejlepší praxí vyspělých zemí Evropské unie. Tato výkonnost bude hodnocena na základě

jednotlivých kvantitativních kritérií z nichž bude konstruován **Index celkové výkonnosti (ICV)**. Přehled těchto kritérií obsahuje Příloha. Kritéria jsou rozdělena do čtyř hlavních skupin A: Primární trh domácích státních dluhopisů, B: Sekundární trh domácích státních dluhopisů, C: Sekundární trh eurobondů a D: Operace MF na sekundárním trhu.

Konstrukce ukazatelů jednotlivých kritérií a způsob jejich agregace do jediného ICV bude v souladu se současnou převažující a nejlepší praxí v zemích eurozóny. Ministerstvo bude zveřejňovat tzv. „ligovou tabulku“, která bude ukazovat pořadí pěti nejlepších primárních účastníků a to vždy za každé uplynulé čtvrtletí a potom kumulovaně za celý uplynulý kalendářní rok. Pořadí na dalších místech nebude zveřejňováno, ale Ministerstvo vždy zašle přesné umístění těmto jednotlivým účastníkům aniž by jim nicméně sdělilo jména účastníků na ostatních místech v nezveřejňovaném pořadí.

Tato pravidelná hodnocení celkové výkonnosti budou od roku 2006 brána na zřetel při výběru vedoucích manažerů eurobondů, avšak samotné doporučení výběru bude provádět ustavená hodnotící komise s tím, že konečné rozhodnutí náleží ministru financí.

Tato publikace byla připravena na základě informací dostupných k 30. listopadu 2005. Ministerstvo financí si vyhrazuje právo během roku 2006 flexibilně reagovat pomocí svých nástrojů na skutečný vývoj finančních požadavků vlády v oblasti státního rozpočtu, mimorozpočtových fondů a zdravotního pojištění, krytí likvidních potřeb ČKA a vypořádávání rizikových státních záruk. Plnění plánovaného programu financování a vyhlášených strategických cílů bude záviset zejména na vývoji situace na domácím a zahraničním finančním trhu z pohledu minimalizace nákladů dluhové služby a řízení finančních rizik.

Tato publikace je dostupná také prostřednictvím internetu na:
www.mfcr.cz/statnidluh

Další informace:

Ing. Petr Pavelek, vedoucí oddělení financování a řízení portfolia
Odbor řízení státního dluhu a finančního majetku MF ČR
Letenská 15, 118 10 Praha 1
Tel.: 257 042 678, E-mail: petr.pavelek@mfcr.cz

Příloha Kvantitativní kritéria hodnocení přímých účastníků

Skupina / Kritérium
A: Primární trh domácích státních dluhopisů (zdroj dat: Primární aukce) A.1: Podíl na prodaných SDD ve sledovaném období A.2: Realizovaný podíl z kompetitivní aukční poptávky A.3: Průměrná vážená odchylka objednávek PÚ od průměrné aukční ceny směrem dolů A.4: Podíl výdajů za objednávky za nadprůměrnou cenu na celkových výdajích v aukci A.5: Četnost účasti v kompetitivních částech aukcí SDD (bez aukcí s nákupem méně než 1.5%) A.6: Podíl na prodaných SPP ve sledovaném období
B: Sekundární trh domácích státních dluhopisů (zdroj dat: Čtvrtletní reporting přímých účastníků) B.1: Podíl na obchodovaném objemu SDD na sekundárním trhu B.2: Geografická distribuce prodeje SDD (vč. přes primární aukce) B.3: Investorská distribuce prodeje SDD (vč. přes primární aukce) B.4: Plnění kótovacích povinností (spread, minimální objem, denní doba)
C: Sekundární trh eurobondů NewEuroMTS (zdroj dat: MTS) C.1: Podíl na obchodovaném objemu z pozice tvůrce ceny (kategorie „Filler“) C.2: Podíl na obchodovaném objemu z pozice příjemce ceny (kategorie „Order“) C.3: Průměrný měsíční kotovaný bid/offer spread C.4: Průměrný měsíční počet hodin denního kotování C.5: Procentní denní podíl korektního kotování za měsíc
D: Operace MF na sekundárním trhu (zdroj dat: MF) D.1: Podíl na realizovaných obchodech s MF na peněžním a depozitním trhu D.2: Podíl na objemu SDD prodaných nebo vyměněných s MF před splatností D.3: Derivátové operace s MF (úsporový index včetně schopnosti dodat produkt a cenu)