



Ministerstvo financí

odbor Řízení státního dluhu  
a finančního majetku

# **ZPRÁVA**

## **O ŘÍZENÍ STÁTNÍHO DLUHU**

### **České republiky v roce**

# **2019**



14. únor 2020



# **Ministerstvo financí**

**Zpráva o řízení státního dluhu  
České republiky v roce 2019**

## **Zpráva o řízení státního dluhu České republiky v roce 2019**

14. únor 2020

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

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

Vychází 1x ročně, zdarma

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

# Obsah

<b>Úvod.....</b>	<b>9</b>
<b>1 - Makroekonomický rámec a finanční trhy .....</b>	<b>11</b>
Ekonomický vývoj .....	11
Hospodaření sektoru vládních institucí .....	12
Finanční trhy.....	14
Ratingové hodnocení České republiky.....	17
<b>2 - Výpůjční potřeba a vývoj státního dluhu .....</b>	<b>18</b>
Potřeba a zdroje financování .....	18
Financování hrubé výpůjční potřeby .....	19
Čistá výpůjční potřeba, změna a struktura státního dluhu .....	20
Řízení likvidity státní pokladny .....	23
<b>3 - Program financování a emisní činnost.....</b>	<b>25</b>
Korunové střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy .....	25
Refinancování cizoměnových dluhů .....	28
Přímý prodej státních dluhopisů občanům .....	29
Instrumenty peněžního trhu a ostatní dluhové instrumenty .....	30
<b>4 - Řízení rizik a strategie portfolia .....</b>	<b>31</b>
Refinanční riziko .....	31
Úrokové riziko .....	38
Měnové riziko .....	41
Benchmarkové portfolio.....	41
<b>5 - Výdaje na obsluhu státního dluhu.....</b>	<b>43</b>
Hotovostní a akruální vyjádření .....	43
Rozpočet kapitoly Státní dluh .....	45
Cost-at-Risk státního dluhu .....	49
Efektivní hranice a alternativní dluhová portfolia.....	54
<b>6 - Hodnocení primárních dealerů a sekundární trh státních dluhopisů .....</b>	<b>56</b>
Primární dealeři a Dealeři českých státních dluhopisů .....	56
Hodnocení primárních dealerů .....	57
MTS Czech Republic a sekundární trh státních dluhopisů .....	58
Operace na sekundárním trhu.....	62
<b>Příloha I .....</b>	<b>65</b>
<b>Příloha II.....</b>	<b>66</b>
<b>Klíčové informace 2019 .....</b>	<b>79</b>
<b>Kontakty .....</b>	<b>79</b>

## Seznam tabulek

Tabulka 1: Hlavní makroekonomické indikátory České republiky.....	11
Tabulka 2: Ratingové hodnocení České republiky.....	17
Tabulka 3: Potřeba a zdroje financování.....	18
Tabulka 4: Financování hrubé výpůjční potřeby.....	19
Tabulka 5: Čistá výpůjční potřeba.....	20
Tabulka 6: Čistá výpůjční potřeba a změna státního dluhu.....	21
Tabulka 7: Stav a struktura dluhového portfolia.....	22
Tabulka 8: Stav a struktura zdrojů a investiční pozice státní pokladny.....	23
Tabulka 9: Čisté příjmy z operací v rámci řízení likvidity státní pokladny a z operací se záporným výnosem.....	24
Tabulka 10: Operace na devizovém trhu v roce 2019.....	24
Tabulka 11: Emise a splátky státních dluhopisů pro občany.....	30
Tabulka 12: Průměrná doba do splatnosti složek státního dluhu.....	34
Tabulka 13: Průměrné kupónové sazby a nákladovost státních dluhopisů vydaných na domácím trhu dle roku splatnosti.....	41
Tabulka 14: Hotovostní prémie a diskonty a rozdíl hotovostních výdajů a akruálních nákladů.....	44
Tabulka 15: Rozpočtové příjmy a výdaje kapitoly Státní dluh.....	45
Tabulka 16: Přehled rozpočtových opatření v kapitole Státní dluh realizovaných v roce 2019.....	45
Tabulka 17: Úrokové výdaje a akruální náklady na nově vydaný státní dluh.....	46
Tabulka 18: Čisté úrokové výdaje a Cost-at-Risk.....	49
Tabulka 19: Očekávané vs. skutečné čisté úrokové výdaje.....	50
Tabulka 20: Měsíční vývoj kumulovaných čistých úrokových výdajů v roce 2020.....	52
Tabulka 21: Vývoj čistých úrokových výdajů v případě skokového zvýšení sazeb.....	53
Tabulka 22: Navýšení čistých úrokových výdajů v případě skokového zvýšení kurzu EURCZK.....	53
Tabulka 23: Seznam primárních dealerů a dealerů českých státních dluhopisů v roce 2019.....	57
Tabulka 24: Celkové hodnocení primárních dealerů.....	57
Tabulka 25: Hodnocení primárních dealerů na primárním trhu.....	57
Tabulka 26: Hodnocení primárních dealerů na sekundárním trhu.....	57
Tabulka 27: Benchmarkové emise státních dluhopisů k 1. lednu 2020.....	59
Tabulka 28: Kritéria hodnocení primárních dealerů platná pro rok 2019.....	65
Tabulka 29: Parametry státního dluhu a portfolií státních finančních aktiv.....	66
Tabulka 30: Vydané střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy na domácím trhu k 31. 12. 2019.....	67
Tabulka 31: Vydané střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy na zahraničních trzích k 31. 12. 2019.....	67
Tabulka 32: Vydané státní pokladniční poukázky k 31. 12. 2019.....	68
Tabulka 33: Vydané spořicí státní dluhopisy k 31. 12. 2019.....	68
Tabulka 34a: Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2019.....	69
Tabulka 34b: Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2019.....	71
Tabulka 35: Emise státních pokladničních poukázek v roce 2019.....	73
Tabulka 36: Emise spořicí státních dluhopisů v roce 2019.....	73
Tabulka 37a: Realizované zápůjční facility státních dluhopisů ve formě repo operací v roce 2019.....	74
Tabulka 37b: Realizované zápůjční facility státních dluhopisů ve formě kolateralizovaných zápůjček v roce 2019.....	74
Tabulka 38: Přímé prodeje státních dluhopisů v roce 2019.....	75
Tabulka 39: Realizované výměnné operace státních dluhopisů v roce 2019.....	77
Tabulka 40: Podrobný přehled rozpočtových opatření v kapitole Státní dluh realizovaných v roce 2019.....	78

## Seznam obrázků

Obrázek 1: Saldo sektoru vládních institucí České republiky .....	12
Obrázek 2: Dluh sektoru vládních institucí ve vybraných zemích Evropské Unie.....	13
Obrázek 3: Dluh a saldo sektoru vládních institucí v zemích Evropské Unie v roce 2019 .....	13
Obrázek 4: Vývoj výnosů českých státních dluhopisů a termínové prémie.....	14
Obrázek 5: Prémie u swapů úvěrového selhání ve vybraných zemích (10 let).....	15
Obrázek 6: Riziková prémie „asset swap spread“ českých státních dluhopisů .....	15
Obrázek 7: Porovnání výnosů českých a německých desetiletých státních dluhopisů .....	16
Obrázek 8: Vývoj výnosů státních dluhopisů a 2T repo sazby ČNB.....	17
Obrázek 9: Potřeba financování .....	19
Obrázek 10: Čistá emise korunových státních dluhopisů .....	20
Obrázek 11: Čistá emise cizoměnových státních dluhopisů .....	20
Obrázek 12: Čistá emise státních pokladničních poukázek .....	20
Obrázek 13: Čistá změna stavu přijatých zápůjček a úvěrů .....	20
Obrázek 14: Vývoj státního dluhu České republiky .....	21
Obrázek 15: Struktura dluhového portfolia dle instrumentů.....	22
Obrázek 16: Úroková struktura prodaných korunových státních dluhopisů .....	25
Obrázek 17: Splatnostní struktura prodaných korunových státních dluhopisů .....	26
Obrázek 18: Průměrný výnos a doba do splatnosti prodaných korunových státních dluhopisů.....	26
Obrázek 19: Průměrná jmenovitá hodnota jedné emise korunových státních dluhopisů .....	27
Obrázek 20: Prodaná a poptávaná jmenovitá hodnota státního eurodluhopisu.....	28
Obrázek 21: Emise a splátky státních dluhopisů pro občany .....	30
Obrázek 22: Struktura krátkodobého státního dluhu dle instrumentů .....	31
Obrázek 23: Krátkodobý státní dluh a celkový státní dluh na HDP .....	32
Obrázek 24: Státní dluh dle splatnostních košů.....	33
Obrázek 25: Průměrná splatnost státního dluhu a vyhlášené cíle .....	33
Obrázek 26: Průměrná doba do splatnosti vydaných státních dluhopisů na domácím trhu.....	34
Obrázek 27: Struktura státních dluhopisů dle doby do splatnosti .....	35
Obrázek 28: Splatnostní profil státního dluhu .....	35
Obrázek 29: Struktura státního dluhu dle instrumentů.....	36
Obrázek 30: Struktura státních dluhopisů vydaných na domácím trhu dle typu držitele .....	37
Obrázek 31: Struktura nerezidentů držících státních dluhopisů vydaných na domácím trhu .....	37
Obrázek 32: Úroková refixace státního dluhu .....	38
Obrázek 33: Úroková refixace státního dluhu do 1 roku .....	39
Obrázek 34: Struktura úrokové refixace státního dluhu do 1 roku .....	39
Obrázek 35: Splatnostní profil státních dluhopisů vydaných na domácím trhu dle doby do splatnosti a kupónové sazby....	40
Obrázek 36: Splatnostní profil státních dluhopisů vydaných na domácím trhu dle dosaženého výnosu do splatnosti ..	40
Obrázek 37: Doba do splatnosti státních dluhopisů prodaných v aukcích a benchmarkového dluhopisu.....	42
Obrázek 38: Výnosy státních dluhopisů prodaných v aukcích a benchmarkového dluhopisu.....	42
Obrázek 39: Čisté výdaje na obsluhu státního dluhu.....	43
Obrázek 40: Čisté hotovostní výdaje a akruální náklady na obsluhu státního dluhu .....	43
Obrázek 41: Podíl akruálních nákladů a čistých hotovostních úrokových výdajů státních dluhopisů.....	44
Obrázek 42: Podíl akruálních nákladů a čistých hotovostních úrokových výdajů dalších složek státního dluhu .....	44
Obrázek 43: Čisté hotovostní a akruální úrokové náklady nového dluhu .....	47
Obrázek 44: Vývoj sazeb: 6M PRIBOR, 6M EURIBOR, 2T repo sazba a výnos státního dluhopisu.....	47
Obrázek 45: Výnosová křivka státních dluhopisů.....	48
Obrázek 46: Swapová sazba a výnos do splatnosti státního dluhopisu .....	48
Obrázek 47: Čisté úrokové výdaje a Cost-at-Risk .....	49
Obrázek 48: Skutečné vs. simulované výnosy korunových státních dluhopisů v roce 2019.....	50
Obrázek 49: Skutečné vs. simulované čisté úrokové výdaje v roce 2019 .....	51
Obrázek 50: Simulace čistých úrokových výdajů státního dluhu v roce 2020 .....	52
Obrázek 51: Simulace výnosů korunových státních dluhopisů v roce 2020.....	52
Obrázek 52: Efektivní hranice a alternativní dluhová portfolia .....	55
Obrázek 53: Jmenovitá hodnota realizovaných obchodů na sekundárním trhu .....	58
Obrázek 54: Průměrné denní plnění kotačních povinností primárních dealerů na MTS Czech Republic .....	60
Obrázek 55: Jmenovitá hodnota obchodů na MTS Czech Republic dle státních dluhopisů .....	60
Obrázek 56: Jmenovitá hodnota obchodů na MTS Czech Republic.....	61
Obrázek 57: Rozpětí „bid“ a „offer“ cen vybraných státních dluhopisů na MTS Czech Republic .....	61
Obrázek 58: Jmenovitá hodnota realizovaných přímých prodejí a výměn .....	62
Obrázek 59: Přijatý kolaterál v rámci zápůjček státních dluhopisů v roce 2019 .....	63
Obrázek 60: Jmenovitá hodnota realizovaných zápůjčních facilit .....	64

## Seznam použitých zkratek

APEI	Aggregate Performance Evaluation Index
CaR	Cost-at-Risk
CDCP	Centrální depozitář cenných papírů
CHF	kódové označení švýcarského franku
CPI	index spotřebitelských cen
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)
EA19	eurozóna (19 zemí)
ESA 2010	Evropský systém národních účtů 2010
EU	Evropská unie
EUR	kódové označení eura
EURIBOR	referenční úroková sazba Euro Interbank Offered Rate
FED	Federální rezervní systém
FIX	fixně úročený
FM	finanční mechanismy
HDP	hrubý domácí produkt
ISIN	identifikační označení podle mezinárodního systému číslování pro identifikaci cenných papírů
JCR	ratingová agentura Japan Credit Rating Agency
JPY	kódové označení japonského jenu
Kč	koruna česká
MF	Ministerstvo financí
mil.	milion
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 2019 (dále Zpráva), která obsahuje podrobné shrnutí událostí v oblasti řízení státního dluhu a likvidity státní pokladny, vyhodnocení emisní činnosti státu v kontextu financování České republiky a vývoje na finančních trzích, analýzu dynamiky státního dluhu a souvisejících výdajů státního rozpočtu na dluhovou službu, detailní vyhodnocení plnění stanovených strategických cílů a limitů 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 2019, je také detailnější kvantifikace predikce úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu v roce 2020 a ve střednědobém výhledu prostřednictvím aplikace metody Cost-at-Risk.

Česká republika patří mezi mimořádně spolehlivé emitenty a těší se velkému zájmu domácích i zahraničních investorů. Rok 2019 byl velmi úspěšným z pohledu ratingového hodnocení. Mezinárodní ratingová agentura Moody's zvýšila své hodnocení dlouhodobých závazků z A1 na Aa3, čímž zařadila Českou republiku například na úroveň Belgie. Dále byl udělen rating od agentur ACRA Europe a ACRA na úrovni AA-, resp. AA se stabilním výhledem a potvrzeno stávající hodnocení od S&P Global Ratings, Fitch Ratings a JCR. ACRA Europe navíc v lednu 2020 ještě vylepšila své hodnocení na AA. Agentury pravidelně oceňují vynikající stav veřejných financí, kdy se daří dosahovat přebytkového hospodaření sektoru vládních institucí již čtvrtým rokem v řadě, silnou fiskální pozici podpořenou odpovídajícími pravidly pro rozpočtovou odpovědnost veřejných institucí, udržitelnost dluhu sektoru vládních institucí a zdravý finanční sektor.

V roce 2019 došlo k nárůstu státního dluhu o 18,2 mld. Kč z 1 622,0 mld. Kč na 1 640,2 mld. Kč, avšak při dalším snížení relativního vyjádření vůči HDP, a to z 30,5 % na 29,0 %, tedy o 1,4 p. b. Ministerstvo tak pokračuje v nastaveném trendu stabilizace, resp. snižování výše státního dluhu, a to jak v absolutním, tak v relativním vyjádření jako podílu státního dluhu na HDP, když od roku 2013 poklesl o 43 mld. Kč, resp. 12,1 p. b. Za mírným nárůstem státního dluhu v roce 2019 stojí zejména emise státních dluhopisů sloužící k částečnému pokrytí schodku státního rozpočtu.

Česká republika patří mezi jednu z nejméně zadlužených zemí EU. Pokles zadlužení je umožněn jednak efektivnějším řízením likvidity

státní pokladny a souvisejícím zapojováním jejích disponibilních zdrojů do krytí potřeby financování státu, stabilním ekonomickým růstem, ale i zodpovědnou rozpočtovou politikou, když státní rozpočet dosahuje dlouhodobě lepších výsledků, než je plánováno v rámci zákona o státním rozpočtu na příslušný rok. To umožňuje pokles skutečné potřeby financování, která v roce 2019 dosahovala 317,9 mld. Kč oproti plánovaným 331,2 mld. Kč ve Strategii financování a řízení státního dluhu České republiky na rok 2019 uveřejněné dne 20. prosince 2018 (dále Strategie).

Financování hrubé výpůjční potřeby, jejíž hodnota v roce 2019 činila 309,4 mld. Kč, probíhalo zejména prostřednictvím prodeje státních dluhopisů na domácím dluhopisovém trhu. Hrubá emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů denominovaných v domácí měně na primárním a sekundárním trhu činila 255,2 mld. Kč při průměrném výnosu do splatnosti 1,82 % p. a. a průměrné době do splatnosti 11,1 roku. Tato emise, která dosahuje téměř stejné výše jako v předchozím roce, dokazuje stabilní poptávku po střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisech České republiky po celé délce výnosové křivky a jejich vysokou atraktivitu pro investory. Dále Ministerstvo vydalo za účelem krytí cizoměnových dluhů pilotní emisi střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů denominovaných v měně euro podle domácího práva v celkové jmenovité hodnotě 1,0 mld. EUR se splatností v roce 2021. Veškeré prodeje na primárním i sekundárním trhu se uskutečnily za záporný výnos, čímž státní rozpočet dosáhl dodatečných příjmů ve výši 4,4 mil. EUR. Na základě vysokého zájmu začalo Ministerstvo podnikat kroky, jejichž cílem je další zatraktivnění tohoto typu dluhopisu zejména pro zahraniční investory a užší propojení s dluhopisovým trhem eurozóny. S pozitivním dopadem na refinanční riziko tak státní eurodluhopis úspěšně doplnil depozitní operace denominované v měně euro, které jsou rovněž využívány ke krytí cizoměnových dluhů, avšak pouze v krátkodobém horizontu, a rozšířil tak portfolio nabízených dluhových instrumentů.

Prodej střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů denominovaných v domácí měně na primárním trhu v celkové jmenovité hodnotě 224,8 mld. Kč byl doplněn operacemi na sekundárním trhu v podobě přímých prodejů a v menší míře také výměnných operací. Cílem těchto operací je řízení refinančního rizika, podpora likvidnosti emisí českých státních dluhopisů a efektivní fungování sekundárního trhu. Prostřednictvím elektronické obchodní platformy MTS Czech Republic prodalo Ministerstvo v rámci přímých prodejů z vlastního

majetkového účtu státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 22,5 mld. Kč a vyměnilo státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 8,0 mld. Kč.

Čistá emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů denominovaných v domácí měně činila 16,7 mld. Kč, když v roce 2019 proběhly tři řádné splátky střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v celkové jmenovité hodnotě 230,5 mld. Kč a dále byly odkoupeny v rámci výměnných operací státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 8,0 mld. Kč. Společně s emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů denominovaných v měně euro pak činila čistá emise 42,4 mld. Kč, když jednotlivé prodeje státního eurodluhopisu pokrývaly splatné eurové depozitní operace, čímž došlo ke snížení celkové jmenovité hodnoty v oběhu u instrumentů peněžního trhu.

Navzdory květnovému navýšení 2T repo sazby ze strany České národní banky na 2,0 % p. a. byly střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy prodány za nižší výnos a při delší zbytkové době do splatnosti než v předchozím roce. Rostoucí 2T repo sazba má vliv zejména na krátký konec výnosové křivky, přičemž na dlouhý konec působily v roce 2019, mimo domácích, především externí faktory. Ministerstvo se tak snažilo maximalizovat výhody plynoucí z relativně ploché výnosové křivky státních dluhopisů, což má pozitivní dopad na výdaje na obsluhu státního dluhu.

V roce 2019 navázalo Ministerstvo na úspěšný projekt prodeje státních dluhopisů občanům přerušeno v roce 2014 z důvodu poklesu výnosů státních dluhopisů na historická minima, když spustilo při příležitosti výročí 100 let založení Československé republiky přímý prodej tzv. Dluhopisu Republiky. Občané tak ve čtyřech upisovacích obdobích nakoupili šestileté reinvestiční, proti-inflační a fixní státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 10,4 mld. Kč, a to prostřednictvím elektronického přístupu ke správě majetkového účtu anebo na pobočkách smluvních distributorů. Ministerstvo kladlo důraz na minimalizaci distribučních nákladů, když vybrané emise bylo možné upsat pouze přes elektronický přístup. Výnosy do splatnosti Dluhopisu Republiky byly stanoveny na tržní úrovni a nezatěžují tak výdaje na obsluhu státního dluhu více, než případná emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů se stejnou dobou do splatnosti. Státní dluhopisy bylo možné upsat každý den v rámci jednotlivých upisovacích období, která na sebe plynule navazovala, přičemž emise byly vydávány čtvrtletně ve stanovených intervalech.

Také v roce 2019 uzavíralo Ministerstvo s ohledem na zájem primárních dealerů a dealerů zápůjční facility střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů s pozitivním dopadem na likviditu sekundárního trhu státních dluhopisů, když z majetkových účtů Ministerstva prostřednictvím zápůjční facility ve formě repo operací byly poskytnuty státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 6,6 mld. Kč a v rámci zápůjčních facilit ve formě kolateralizovaných zápůjček byly zapůjčeny státní dluhopisy z majetkových účtů Ministerstva v celkové jmenovité hodnotě 60,0 mld. Kč.

V oblasti plnění strategických cílů a limitů se Ministerstvo zaměřilo zejména na plnění cíle průměrné doby do splatnosti dluhového portfolia, když prodávalo státní dluhopisy úročené především na delším konci výnosové křivky. Tím Ministerstvo naplnilo cíl pro střednědobý horizont definovaný ve Strategii na úrovni 6,0 let s možností odchylky 0,25 roku oběma směry, když průměrná doba do splatnosti státního dluhu ke konci roku 2019 činila 6,2 roku.

V prostředí klesajících výnosů státních dluhopisů zejména na dlouhém konci výnosové křivky došlo v roce 2019 k poklesu čistých úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu o 1,2 mld. Kč oproti předchozímu roku. Díky vhodnému časování emisní činnosti a pružné reakci na vývoj na finančních trzích dosáhlo Ministerstvo úspory na čistých výdajích na obsluhu státního dluhu ve výši 6,9 mld. Kč oproti původně schválenému rozpočtu a mohlo tak v průběhu roku 2019 převést do jiných rozpočtových kapitol prostředky v celkové výši 6,0 mld. Kč formou rozpočtových opatření.

Čisté příjmy z operací v rámci řízení likvidity státní pokladny činily v roce 2019 celkem 3,7 mld. Kč, což je o 1,4 mld. Kč více než v předchozím roce. Nejvyšší podíl na tomto nárůstu mají investiční operace v rámci řízení likvidity korunové státní pokladny, kdy vlivem růstu základních úrokových sazeb České národní banky v průběhu roku došlo k navýšení výnosů dosažených z operací s použitím zástavy střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů, státních pokladničních poukázek a poukázek České národní banky a krátkodobých investic ve formě depozitních operací o 1,6 mld. Kč ve srovnání s předchozím rokem. Souhrn příjmů státního rozpočtu z operací v rámci řízení likvidity státní pokladny, zapůjčování státních dluhopisů a z titulu výpůjčních operací se záporným výnosem činil celkem 3,9 mld. Kč, což je o 1,6 mld. Kč více než v roce 2018.

# 1 - Makroekonomický rámec a finanční trhy

## Ekonomický vývoj

Růst reálného HDP je v roce 2019 odhadován ve výši 2,5 %, přičemž byl tažen primárně spotřebou domácností odrážející stále silnou mzdovou dynamiku při extrémně nízké míře nezaměstnanosti

i razantní zvýšení starobních důchodů. V menší míře by měly přispět i investice do fixního kapitálu a spotřeba vládních institucí, stejně jako saldo zahraničního obchodu.

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

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P
<b>Reálný růst HDP (%)</b>	-0,5	2,7	5,3	2,5	4,4	2,8	2,5
<b>Růst spotřeby domácností (%)<sup>1</sup></b>	0,5	1,8	3,7	3,6	4,3	3,2	2,9
<b>Růst spotřeby vládních institucí (%)</b>	2,5	1,1	1,9	2,7	1,3	3,4	3,0
<b>Růst tvorby hrubého fixního kapitálu (%)</b>	-2,5	3,9	10,2	-3,1	3,7	7,6	1,0
<b>Příspěvek zahraničního obchodu k růstu HDP (p. b.)</b>	0,1	-0,5	-0,2	1,4	1,1	-0,8	0,1
<b>Průměrná míra inflace (%)</b>	1,4	0,4	0,3	0,7	2,5	2,1	2,8 <sup>2</sup>
<b>Míra nezaměstnanosti (%)<sup>3</sup></b>	7,0	6,1	5,1	4,0	2,9	2,2	2,0
<b>Růst objemu nominálních mezd a platů (%)</b>	0,5	3,6	4,8	5,7	8,3	9,5	7,2
<b>Poměr salda běžného účtu k HDP (%)</b>	-0,5	0,2	0,2	1,6	1,7	0,3	0,3
<b>Směnný kurz CZK/EUR</b>	26,0	27,5	27,3	27,0	26,3	25,6	25,7 <sup>2</sup>
<b>Reálný růst HDP eurozóny (%)<sup>4</sup></b>	-0,2	1,4	2,0	1,9	2,7	1,9	1,2

<sup>1</sup> Včetně neziskových institucí sloužících domácnostem.

<sup>2</sup> Oficiálně vykázaný, nikoliv prognózovaný údaj.

<sup>3</sup> Průměrná míra nezaměstnanosti dle metodiky VŠPS.

<sup>4</sup> EA19.

Zdroj: MF, ČSÚ

Zatímco v prvních deseti měsících se meziroční růst spotřebitelských cen pohyboval v horní polovině tolerančního pásma inflačního cíle České národní banky, které je stanoveno jeden procentní bod oběma směry okolo 2 %, v listopadu jej již, poprvé od října 2012, překonal a dosáhl 3,1 % a v prosinci se zvýšil na 3,2 %. Průměrná meziroční míra inflace dosáhla v roce 2019 hodnoty 2,8 %.

Česká republika se nadále řadí mezi státy s nejnižší mírou nezaměstnanosti v rámci zemí OECD, když její hodnota v roce 2019 činila dle metodiky VŠPS pouhé 2,0 %, což představuje další pokles o 0,2 p. b. oproti předchozímu roku. Mezinárodně srovnatelná míra nezaměstnanosti tak patrně dosáhla svého dna. Nedostatek pracovníků je dlouhodobě evidentní prakticky ve všech odvětvích ekonomiky

a téměř ve všech regionech, což nadále představuje již výraznou překážku pro hospodářský růst.

Běžný účet platební bilance dosahuje od roku 2014 přebytku, přičemž stejně jako v předchozím roce zůstal jeho podíl na HDP ve výši 0,3 % HDP. Obdobně jako v minulém roce převyšují kladná salda bilancí zboží a služeb schodek prvotních důchodů, na nějž má největší vliv odliv důchodů z přímých zahraničních investic ve formě dividend a reinvestovaného zisku.

Významnou výhodou České republiky zůstává stabilní finanční sektor a důvěryhodná fiskální politika. V bankovním systému se nachází dostatek volné likvidity a ziskovost bank má rovněž pozitivní dopad na kapitálovou přiměřenost.

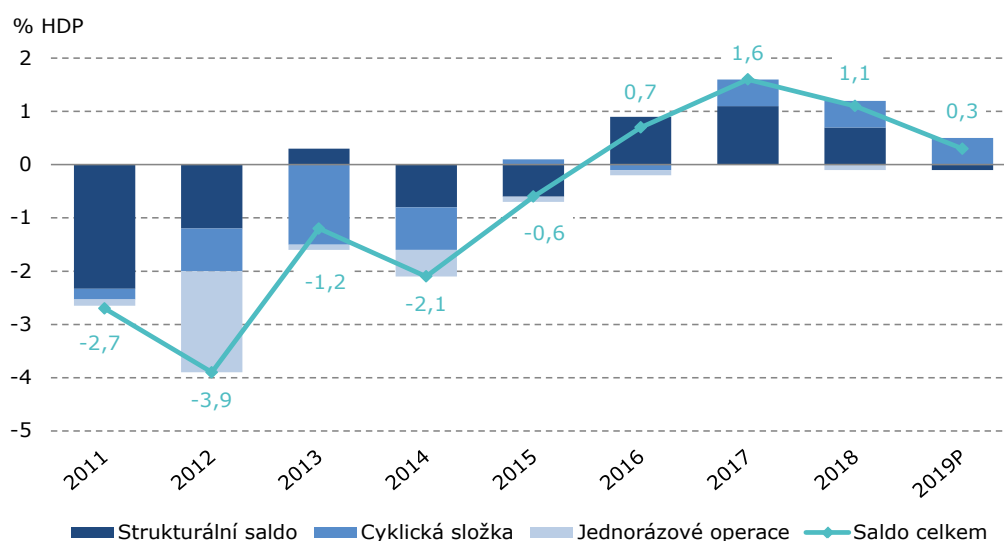
## Hospodaření sektoru vládních institucí

V reakci na recesi v letech 2012 a 2013 přistoupila vláda k fiskální politice podporující oživení domácí agregátní poptávky při současném zvyšování efektivnosti jak na příjmové, tak na výdajové straně státního rozpočtu. Ministerstvo odhaduje, že sektor vládních institucí skončil již čtvrtým rokem za sebou v přebytku, přičemž pro rok 2019 jej očekává ve výši 0,3 % HDP. Celkovému výsledku zřejmě pozitivně přispělo přebytkové hotovostní hospodaření místních rozpočtů a zdravotních

pojišťoven, které pravděpodobně převážilo nad deficitním hospodařením státního rozpočtu.

Očekávaná hodnota strukturálního salda sektoru vládních institucí v roce 2019 se pohybuje kolem vyrovnaných hodnot, což oproti roku 2018 představuje (primární) fiskální expanzi téměř o 1 p. b. Strukturální saldo se tak i nadále nalézá nad hodnotou střednědobého rozpočtového cíle, který byl na rok 2019 stanoven ve výši -1,0 % HDP.

**Obrázek 1: Saldo sektoru vládních institucí České republiky**



Poznámka: Zdrojem dat je Makroekonomická predikce České republiky – leden 2020.  
Zdroj: MF

Hospodaření státního rozpočtu v národní hotovostní metodice skončilo v roce 2019 schodkem ve výši 28,5 mld. Kč, což je o 11,5 mld. Kč lepší výsledek, než bylo rozpočtováno. Jedná se tak o jeden z nejlepších výsledků hospodaření v novodobé historii České republiky.

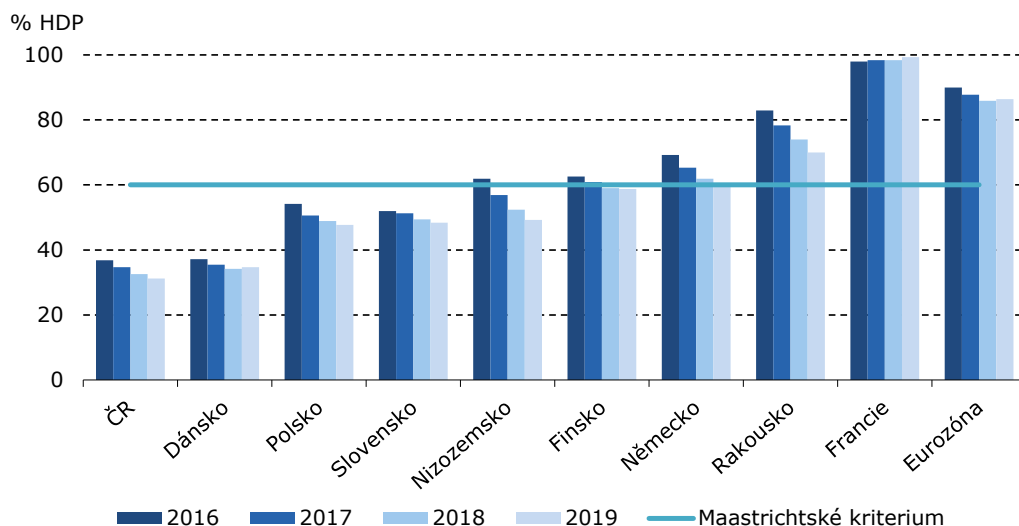
Celkové příjmy státního rozpočtu v roce 2019 dosáhly výše 1 523,2 mld. Kč, což představovalo meziroční růst o 119,3 mld. Kč, tj. o 8,5 % oproti předchozímu roku. Oproti příjmům uvedeným ve schváleném rozpočtu byly skutečné příjmy vyšší o 57,9 mld. Kč. Na vyšších příjmech se výrazně podílely všechny hlavní složky příjmů – daňové příjmy s růstem o 35,6 mld. Kč, tj. o 4,9 %, pojistné na sociální zabezpečení s růstem o 38,4 mld. Kč, tj. o 7,5 %, a nedaňové a ostatní příjmy s růstem o 45,3 mld. Kč, tj. o 27,7 % oproti předchozímu roku.

Celkové výdaje státního rozpočtu v roce 2019 činily 1 551,7 mld. Kč, což představovalo meziroční růst o 150,8 mld. Kč, tj. o 10,8 % oproti předchozímu

roku. Oproti výdajům uvedeným ve schváleném rozpočtu byly skutečné výdaje vyšší o 46,4 mld. Kč. Na vyšších než plánovaných výdajích se podílelo i čerpání tzv. nároků z nespotřebovaných výdajů minulých let, které průběhu roku 2019 dosáhly téměř 71 mld. Kč a jejich čerpání vedlo k překročení rozpočtu výdajů určených na financování společných programů EU/FM a České republiky. Naopak významná úspora úrokových výdajů oproti schválenému rozpočtu byla vykázána v souvislosti s obsluhou státního dluhu, a to ve výši 6,9 mld. Kč.

Dle říjnové notifikace klesl v roce 2018 konsolidovaný hrubý dluh sektoru vládních institucí v poměru k HDP o 2,1 p. b. na 32,6 % HDP. V roce 2019 se očekává další pokles zadlužení o 1,4 p. b. na 31,2 % HDP. Z hlediska plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a pravidel Paktu o stabilitě a růstu pro vyšší zadlužení se tak ukazatel nachází bezpečně jak pod hranicí 60 % HDP, tak i pod limitem národního dluhového pravidla, jež vstoupilo v platnost v únoru 2017 (zákon č. 23/2017 Sb., o pravidlech rozpočtové odpovědnosti).

**Obrázek 2: Dluh sektoru vládních institucí ve vybraných zemích Evropské Unie**

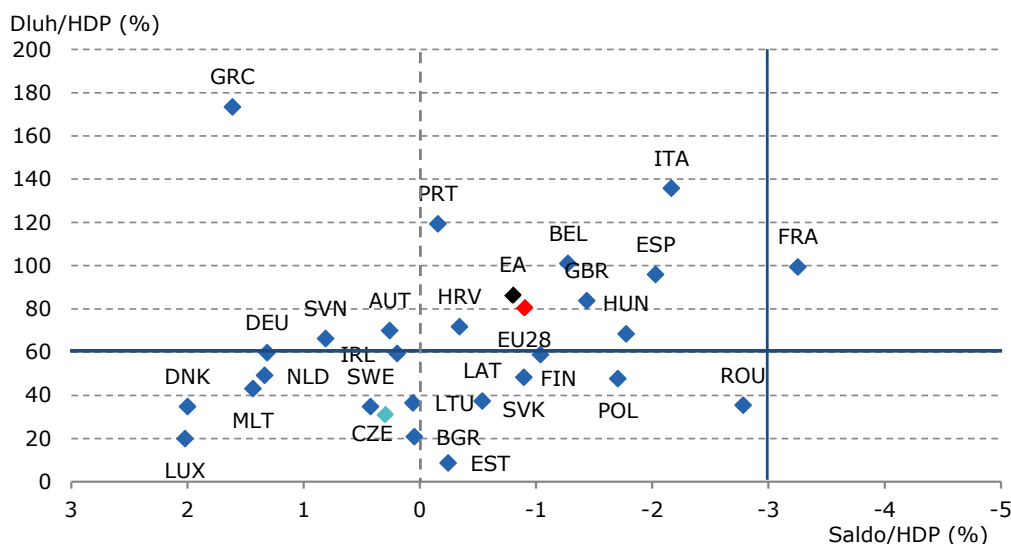


Poznámka: Maastrichtské kritérium je součástí podmínek pro členy EU při vstupu do společné měnové unie. Výše podílu dluhu sektoru vládních institucí na HDP by neměla překročit 60 %. Eurozóna je uvedena v pojetí zahrnujícím 19 zemí. Zdrojem dat pro rok 2019 je Fiskální výhled – listopad 2019, European Economic Forecast – Autumn 2019 a Makroekonomická predikce České republiky – leden 2020. Zdroj: MF, Evropská komise, Eurostat

Dle mezinárodního porovnání se řadí Česká republika mezi nejlépe hospodařící země EU. Na základě aktuální predikce by měla Česká republika vykázat v roce 2019 saldo hospodaření sektoru vládních institucí na úrovni 0,3 % HDP. V případě dluhu sektoru vládních institucí vykazuje Česká republika v roce 2017 až 2019 čtvrté nejnížší relativní zadlužení v EU. Nižší zadlužení je možné

zaznamenat pouze u Estonska, Lucemburska a Bulharska. K významnému snižování poměru dluhu sektoru vládních institucí z úrovně 44,9 % HDP v roce 2013 až na očekávanou úroveň 31,2 % HDP v roce 2019 kladně přispívá jednak hospodaření sektoru vládních institucí tak i růst nominálního HDP.

**Obrázek 3: Dluh a saldo sektoru vládních institucí v zemích Evropské Unie v roce 2019**



Poznámka: Zdrojem dat je Fiskální výhled – listopad 2019, European Economic Forecast – Autumn 2019 a Makroekonomická predikce České republiky – leden 2020. Zdroj: MF, Evropská komise, Eurostat

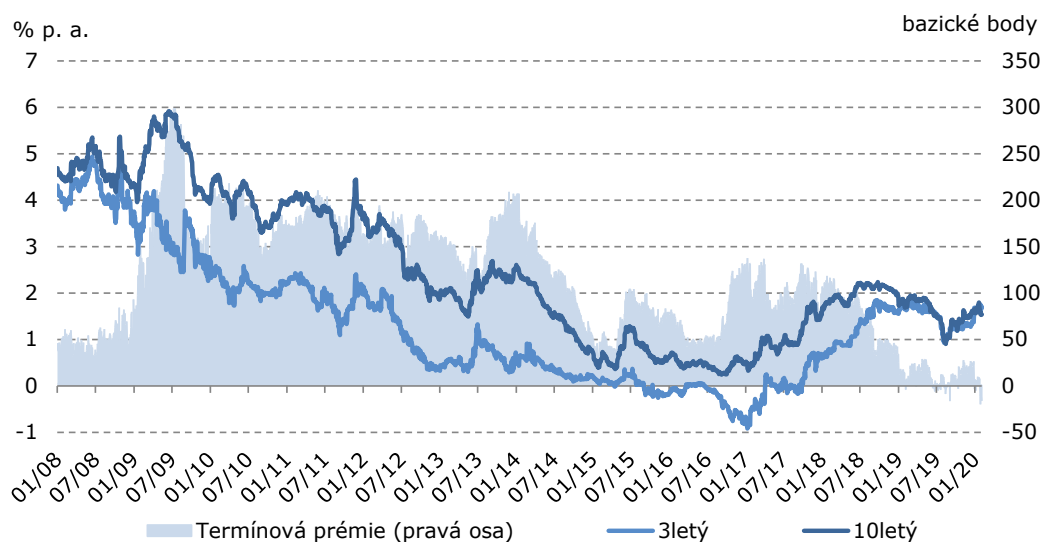
## Finanční trhy

Vývoj výnosů českých státních dluhopisů v roce 2019 odrážel zejména situaci v zahraničí, přičemž měnově-politická rozhodnutí České národní banky měla vliv pouze v menší míře. Ceny státních dluhopisů reagovaly především na rizika a nejistotu na finančních trzích způsobené politickou a ekonomickou situací v Evropě, resp. ukončení členství Velké Británie v Evropské unii a diskuze ohledně formy jejího odchodu, a dále na potencionální měnově-politická rozhodnutí americké centrální banky FED a samozřejmě i na hrozbu obchodních válek mezi Spojenými státy americkými a Čínou, případně další geopolitické a ekonomické konflikty. Na domácí finanční trh má významný vliv i situace v eurozóně, zejména pak měnově-politická rozhodnutí Evropské centrální banky. Ta se dlouhodobě snaží pomocí svých nástrojů zvýšit inflaci v eurozóně na úroveň inflačního cíle, který se nachází pod, ale v blízkosti 2,0 %.

Květnové zvýšení 2T repo sazby ze strany České národní banky z 1,75 % p. a. na 2,00 % p. a. nemělo na výnosy státních dluhopisů v podstatě žádný vliv v porovnání s rokem 2018, kdy reakce na růst základních úrokových sazeb byly citlivější. V roce 2019 však došlo ke značnému zploštění celé výnosové křivky a výnosy 10letého státního dluhopisu se výrazně přiblížily k výnosům 5letého a 3letého dluhopisu. Tato situace započala již na počátku roku 2019 a akcelerovala především pak v letních

měsících z důvodu rozhodnutí o prohlubování uvolněné měnové politiky Evropské centrální banky jako reakce na mírné zpomalení evropských ekonomik, zejména Německa, a měnové politiky FEDu. Stabilitě na finančních trzích neprospěla ani eskalace situace mezi Spojenými státy a Čínou v podobě uvalení cel na dovoz vybraného zboží. Úrokový diferenciál, společně s přebytkem likvidity a určitou nejistotou na finančních trzích, tak motivuje domácí i zahraniční investory držet domácí státní dluhopisy České republiky, se kterými je spojené jen velmi nízké riziko jejich nesplacení, a zvýšená poptávka tlačí výnosy dolů, a to po celé délce výnosové křivky. Zatímco v prvním pololetí roku 2019 dosahoval výnos 10letého státního dluhopisu průměrné hodnoty 1,8 % p. a., ve třetím čtvrtletí to bylo již 1,3 % p. a., přičemž v srpnu se dostal i pod úroveň 3letého státního dluhopisu na úroveň 0,9 % p. a. Obdobný propad bylo možné pozorovat i u ostatních splatností. Během čtvrtého čtvrtletí pak došlo k nárůstu 10letých výnosů až na úroveň 1,6 % p. a. na konci roku 2019. Plochý tvar křivky ve střednědobém segmentu křivky pak určuje výnos 5letého dluhopisu a 3letého dluhopisu přibližně na úrovni 1,5 % p. a. V průběhu roku 2019 docházelo k dalšímu snižování termínové prémie státních dluhopisů, když se výnosy státních dluhopisů s různou dobou do splatnosti vzájemně přibližovaly.

**Obrázek 4: Vývoj výnosů českých státních dluhopisů a termínové prémie**



Zdroj: Refinitiv

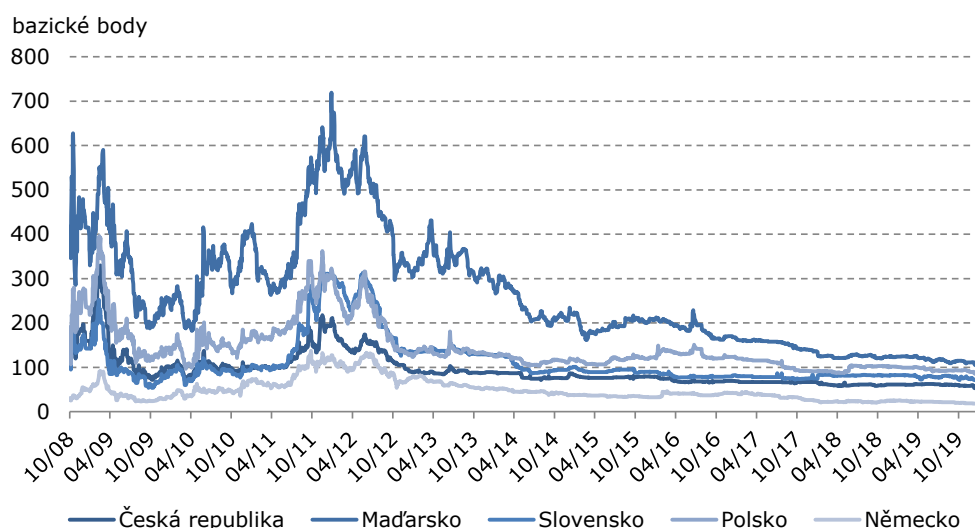
Výnosy českých desetiletých dluhopisů se z historického hlediska stále drží na relativně nízké úrovni, a to i v mezinárodním srovnání s ostatními členskými státy EU při zohlednění rozdílných fází měnových politik příslušných centrálních bank. Důvody je možné spatřovat i ve zdravých makroekonomických fundamentech České republiky, efektivním řízení veřejných financí a likvidity státní pokladny. Důležitým dlouhodobým faktorem dynamiky 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. Výborné reputace České republiky na finančních trzích si všímají i ratingové agentury, které pravidelně udělují velmi vysoký rating. Široká

nabídka dluhových instrumentů v jednotlivých segmentech bezrizikové výnosové křivky vytváří dostatečný sortiment pro investory k diverzifikaci dluhového portfolia.

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.

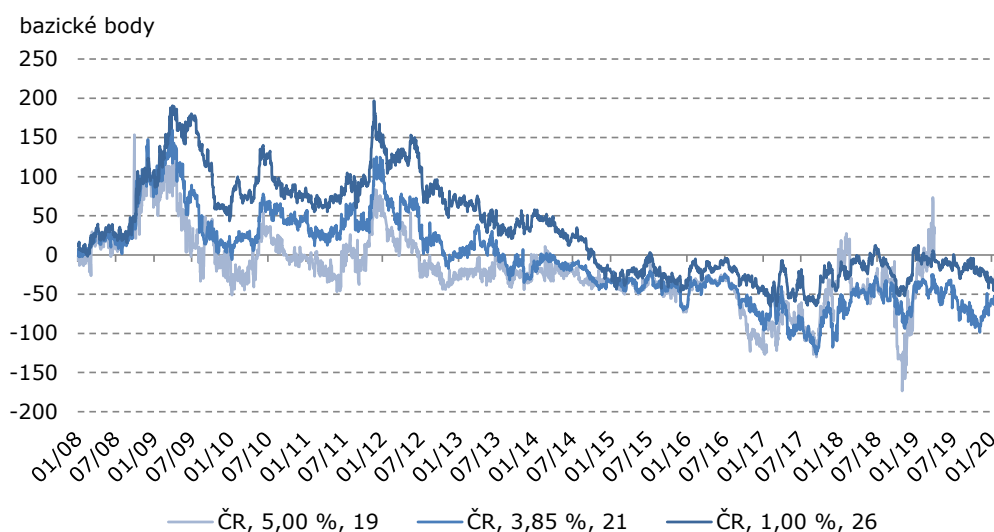
Rovněž vývoj rizikové premie měřené pomocí rozpětí vůči srovnatelným swapovým sazbám, tzv. asset swap spread naznačuje nízké rizikové premie českých státních dluhopisů.

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



Zdroj: Refinitiv

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

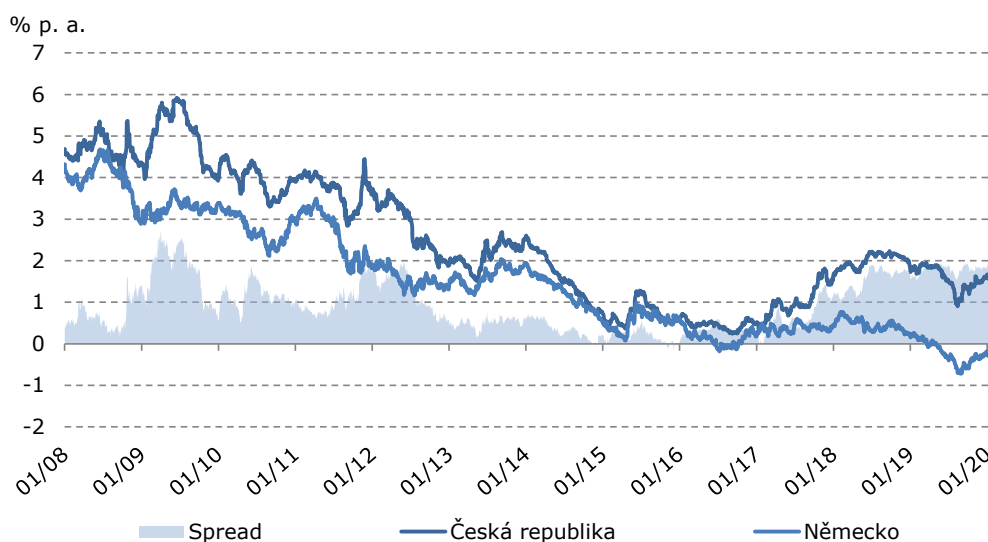


Zdroj: Refinitiv

Postupné sblížování výnosů 10letých českých státních dluhopisů a německých „bundů“, které započalo v roce 2012 a vyvrcholilo v lednu 2017, kdy se výnos českého státního dluhopisu dostal krátkodobě i pod úroveň německého „bundu“, vystřídalo opětovné rozšíření jejich rozpětí. Současný spread mezi 10letým českým státním dluhopisem a německým „bundem“, který se v roce 2019 pohyboval na průměrné úrovni 1,7 p. b., tak není zcela dán velikostí rizikové přírážky, nýbrž významnou roli hrají právě rozdílné fáze měnových politik České národní banky, která začala zvyšovat základní úrokové sazby již v roce 2017, a Evropské centrální banky pokračující v uvolněné měnové politice. Výsledkem je rozšíření úrokového diferenciálu, když se výnos německého 10letého dluhopisu držel dokonce po většinu roku hluboko v záporných hodnotách.

Evropská centrální banka v roce 2019 v průběhu září snížila úrokovou sazbu depozitní facility z -0,40 % p. a. na -0,50 % p. a. za účelem podpory ekonomického růstu eurozóny a s tím spojeného růstu inflace směrem k inflačnímu cíli. Součástí stimulačního balíčku je pak i nová vlna kvantitativního uvolňování navzdory postupnému snižování nakupovaných finančních aktiv v rámci tzv. Asset purchase programme od začátku roku 2018 až do ledna 2019, kdy čisté nákupy aktiv byly nulové. Od listopadu 2019 tak čisté měsíční nákupy finančních aktiv činí 20 mld. EUR, přičemž se očekává, že nová vlna kvantitativního uvolňování bude pokračovat až do udržitelného růstu inflace směrem k inflačnímu cíli.

**Obrázek 7: Porovnání výnosů českých a německých desetiletých státních dluhopisů**



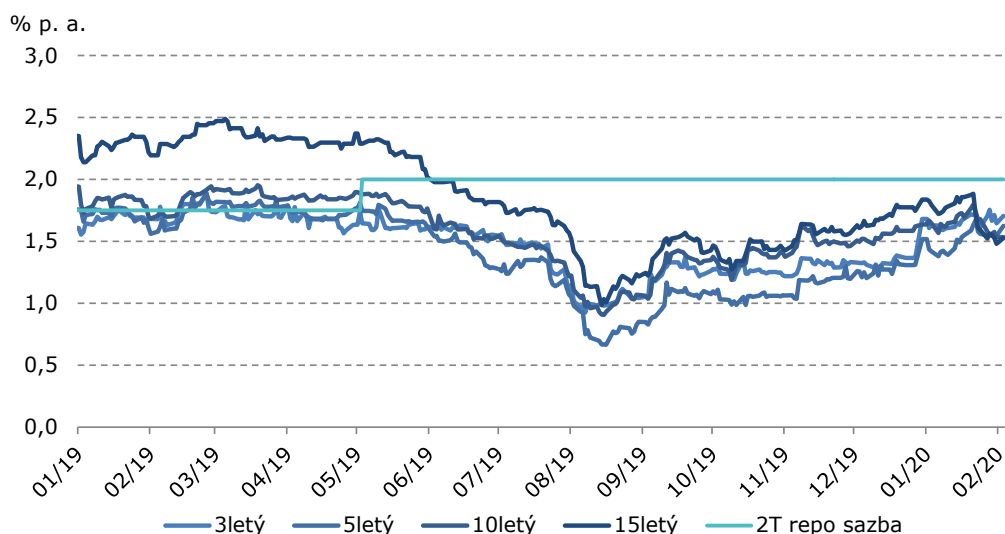
Zdroj: Refinitiv

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.

Vývoj výnosů na krátkém konci výnosové křivky je do značné míry ovlivňován měnově-politickými rozhodnutími České národní banky, zatímco na střední a dlouhý segment růst 2T repo sazby nepůsobil. Na vývoj výnosů státních dluhopisů v roce 2019 měly vliv zejména externí faktory, které obecně zvýšily poptávku po bezpečných finančních aktivech. Výsledkem tak je vyšší poptávka po

státních dluhopisech s delší dobou do splatnosti, což má pozitivní dopad na úrokové a refinanční riziko. Významný vliv na tvar výnosové křivky mají i nerezidentní investoři, kteří drží v současné době přibližně 40 % státních dluhopisů vydaných na domácím trhu. Jejich přesun z kratšího konce výnosové křivky do státních dluhopisů s průměrnou zbytkovou dobou do splatnosti 6 let přispívá k poklesu výnosů ve středním až delším segmentu výnosové křivky a ke stabilizaci investorské základny. Nerezidentní investoři, jejichž podíl na dluhu se zvýšil zejména s blížícím se koncem kurzového závazku ze strany České národní banky, tak v kontextu očekávané mírné apreciace české koruny a přetrvávajícího úrokového diferenciálu nemají motivaci k rychlému uzavírání pozic, což by se mělo i nadále pozitivně projevit v poptávce po českých státních dluhopisech.

**Obrázek 8: Vývoj výnosů státních dluhopisů a 2T repo sazby ČNB**



Zdroj: Refinitiv, ČNB

## Ratingové hodnocení České republiky

Česká republika patří mezi mimořádně spolehlivé emitenty a těší se velkému zájmu domácích i zahraničních investorů, což potvrzují vysoká ratingová hodnocení se stabilním výhledem všech hlavních ratingových agentur s mezinárodní působností. 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 2019 agentura

Moody's zvýšila ratingové hodnocení dlouhodobých závazků z A1 na Aa3 při stabilním výhledu, když ocenila rostoucí ekonomiku, zdravé veřejné finance a silné institucionální uspořádání. Dále byl udělen rating od agentur ACRA Europe a ACRA na úrovni AA-, resp. AA se stabilním výhledem a potvrzeno stávající hodnocení od S&P Global Ratings, Fitch Ratings a JCR. Agentura ACRA Europe v lednu 2020 vylepšila své hodnocení z AA- na úroveň AA se stabilním výhledem.

**Tabulka 2: Ratingové hodnocení České republiky**

Ratingová agentura	Domácí dlouhodobé závazky	Výhled	Zahraniční dlouhodobé závazky	Výhled	Udělen/potvrzen
Moody's	Aa3	Stabilní	Aa3	Stabilní	4.10.2019
S&P Global Ratings	AA	Stabilní	AA-	Stabilní	19.7.2019
Fitch Ratings	AA-	Stabilní	AA-	Stabilní	24.1.2020
JCR	AA	Stabilní	AA-	Stabilní	29.8.2019
R&I	AA-	Stabilní	AA-	Stabilní	5.11.2018
Scope Ratings	AA	Stabilní	AA	Stabilní	26.1.2018
Dagong Global Credit Rating	A+	Stabilní	A+	Stabilní	16.10.2018
ACRA Europe	AA	Stabilní	AA	Stabilní	24.1.2020
ACRA	AA	Stabilní	AA	Stabilní	29.10.2019

Zdroj: Moody's, S&P Global Ratings, Fitch Ratings, JCR, R&I, Scope Ratings, Dagong Global Credit Rating, ACRA Europe, ACRA

## 2 - Výpůjční potřeba a vývoj státního dluhu

Výpůjční potřeba představuje klíčovou veličinu systému veřejných financí národního hospodářství určující výši peněžních prostředků, které získala vláda v průběhu příslušného kalendářního roku zejména prostřednictvím výpůjčních operací na finančních trzích, aby bylo zajištěno pokrytí celkové plánované roční potřeby financování jako nutné podmínky pro hladkou realizaci výdajů 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 složkami, které je v daném roce nezbytné pokrýt peněžními prostředky, tj. jedná se zejména o hotovostní schodek státního rozpočtu a řádné splátky, předčasné splátky, 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 současně s realizovanými výpůjčními operacemi státu na finančních trzích.

**Tabulka 3: Potřeba a zdroje financování**

mld. Kč	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Primární saldo státního rozpočtu	30,4	29,3	17,5	-102,4	-33,6	-43,7	-11,0
Čisté výdaje na obsluhu státního dluhu <sup>1</sup>	50,9	48,5	45,3	40,7	39,8	40,7	39,6
Splátky SDD <sup>2</sup>	107,9	143,7	123,9	157,8	209,4	238,9	238,5
Splátky a předčasné splátky SSD	7,7	11,9	11,9	30,2	16,9	16,4	2,7
Splátky SPP a ostatních instrumentů peněžního trhu <sup>3</sup>	189,1	120,9	110,2	86,6	4,2	44,0	43,5
Splátky přijatých zápůjček a úvěrů <sup>4</sup>	2,8	11,1	2,5	1,7	5,1	8,0	4,7
<b>Potřeba financování celkem</b>	<b>388,8</b>	<b>365,3</b>	<b>311,2</b>	<b>214,5</b>	<b>241,7</b>	<b>304,4</b>	<b>317,9</b>
Hrubá emise SPP a ostatních instrumentů peněžního trhu <sup>3,5</sup>	120,9	110,2	86,6	4,2	44,0	43,7	18,0
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 <sup>5</sup>	145,6	153,3	180,4	211,6	213,1	259,2	280,9
Hrubá emise SDD na zahraničních trzích <sup>5</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Hrubá emise SSD <sup>6</sup>	39,1	2,1	1,0	1,0	0,6	0,1	10,5
Přijaté zápůjčky a úvěry <sup>4</sup>	4,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operace finančních aktiv a řízení likvidity	78,9	99,7	43,2	-2,3	-16,1	1,3	8,5
<b>Zdroje financování celkem</b>	<b>388,8</b>	<b>365,3</b>	<b>311,2</b>	<b>214,5</b>	<b>241,7</b>	<b>304,4</b>	<b>317,9</b>
<b>Hrubá výpůjční potřeba</b>	<b>309,9</b>	<b>265,6</b>	<b>268,1</b>	<b>216,9</b>	<b>257,7</b>	<b>303,1</b>	<b>309,4</b>

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

<sup>2</sup> Včetně vlivu zpětných odkupů a výměnných operací.

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

<sup>4</sup> Zápůjčky a úvěry přijaté od mezinárodních finančních institucí.

<sup>5</sup> Jmenovitá hodnota; prémie a diskonty jsou zahrnuty v čistých výdajích na obsluhu státního dluhu, tj. vstupují do čisté výpůjční potřeby.

<sup>6</sup> Včetně reinvestice výnosů.

Zdroj: MF

V roce 2019 poklesla potřeba financování oproti původnímu plánu uveřejněnému ve Strategii o 13,3 mld. Kč. Pokles potřeby financování byl zapříčiněn především lepším hospodařením státního rozpočtu, který dosáhl deficitu ve výši 28,5 mld. Kč. Oproti schválenému deficitu byl lepší o 11,5 mld. Kč. Na tomto hospodaření se podílely i úspory čistých

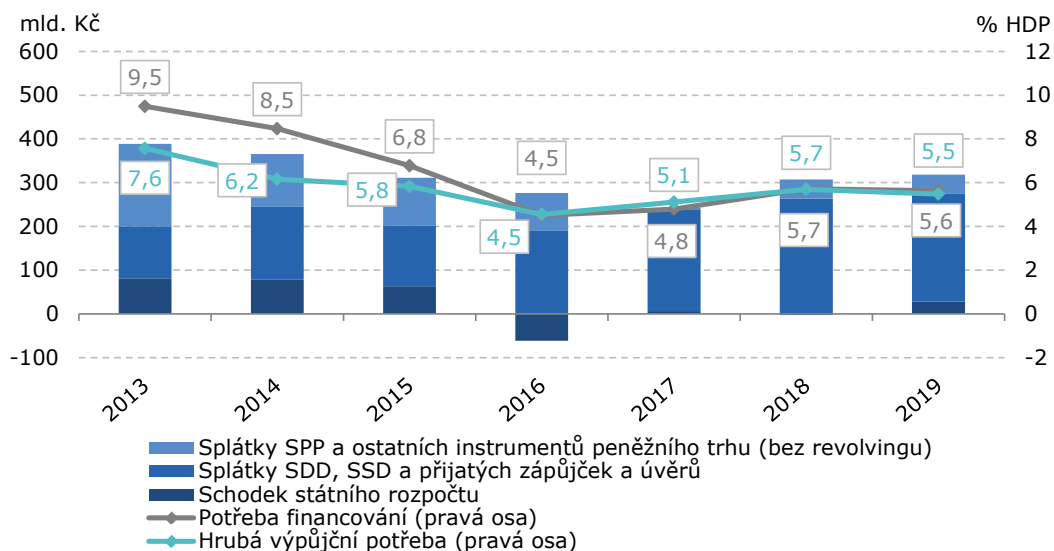
výdajů na obsluhu státního dluhu, které byly nižší o 6,9 mld. Kč oproti rozpočtované výši.

Celková potřeba financování je korigována v souladu s doporučenou mezinárodní metodikou OECD o revolvingové operace se státními pokladničními poukázkami a o refinancující operace s ostatními

instrumenty peněžního trhu, které probíhají v rámci kalendářního roku a neovlivňují tak v průběhu roku čistou meziroční změnu těchto složek vztáženou ke konci jednotlivých let. Do celkové roční potřeby financování v daném roce tak vstupují pouze stavy těchto krátkodobých instrumentů ke konci roku předchozího.

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

**Obrázek 9: Potřeba financování**



Poznámka: HDP v metodice ESA 2010. Zdrojem dat pro roky 2013 až 2018 je ČSÚ, pro rok 2019 Makroekonomická predikce České republiky - leden 2020. Splátky SDD včetně vlivu zpětných odkupů a výměnných operací. Zápůjčky a úvěry přijaté od mezinárodních finančních institucí. 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	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Hrubá výpůjční potřeba</b>	<b>309,9</b>	<b>265,6</b>	<b>268,1</b>	<b>216,9</b>	<b>257,7</b>	<b>303,1</b>	<b>309,4</b>
Hrubá emise SPP a ostatních instrumentů peněžního trhu <sup>1,2</sup>	120,9	110,2	86,6	4,2	44,0	43,7	18,0
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 <sup>2</sup>	145,6	153,3	180,4	211,6	213,1	259,2	280,9
Hrubá emise SDD na domácím trhu do 5 let <sup>2,3</sup>	37,8	37,3	100,0	119,6	84,2	45,0	48,1
Hrubá emise SDD na domácím trhu od 5 do 10 let <sup>2,3</sup>	79,6	50,0	23,3	48,4	70,9	94,9	71,7
Hrubá emise SDD na domácím trhu nad 10 let <sup>2,3</sup>	28,3	65,9	57,1	43,7	58,0	119,3	161,1
Hrubá emise SDD na zahraničních trzích <sup>2</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Hrubá emise SSD <sup>4</sup>	39,1	2,1	1,0	1,0	0,6	0,1	10,5
Přijaté zápůjčky a úvěry <sup>5</sup>	4,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Financování hrubé výpůjční potřeby celkem</b>	<b>309,9</b>	<b>265,6</b>	<b>268,1</b>	<b>216,9</b>	<b>257,7</b>	<b>303,1</b>	<b>309,4</b>

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

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

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

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

<sup>5</sup> Zápůjčky a úvěry přijaté od mezinárodních finančních institucí.

Zdroj: MF

Výsledná hrubá výpůjční potřeba může být nižší než roční potřeba financování v případě, že dochází k aktivnímu zapojování finančních aktiv nebo operací

řízení likvidity jako zdroje financování a naopak může být vyšší, pokud dochází k akumulaci finančních aktiv prostřednictvím výpůjčních operací státu.

## Čistá výpůjční potřeba, změna a struktura státního dluhu

Čistá výpůjční potřeba je hlavním faktorem změny nominální hodnoty 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 nad rámec již vypůjčených prostředků v předchozích letech splatných v běžném roce.

**Tabulka 5: Čistá výpůjční potřeba**

mld. Kč	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Hrubá výpůjční potřeba</b>	<b>309,9</b>	<b>265,6</b>	<b>268,1</b>	<b>216,9</b>	<b>257,7</b>	<b>303,1</b>	<b>309,4</b>
Splátky SDD <sup>1</sup>	107,9	143,7	123,9	157,8	209,4	238,9	238,5
Splátky a předčasné splátky SSD	7,7	11,9	11,9	30,2	16,9	16,4	2,7
Splátky SPP a ostatních instrumentů peněžního trhu <sup>2</sup>	189,1	120,9	110,2	86,6	4,2	44,0	43,5
Splátky přijatých zápůjček a úvěrů <sup>3</sup>	2,8	11,1	2,5	1,7	5,1	8,0	4,7
<b>Čistá výpůjční potřeba</b>	<b>2,3</b>	<b>-21,9</b>	<b>19,6</b>	<b>-59,4</b>	<b>22,2</b>	<b>-4,2</b>	<b>20,0</b>

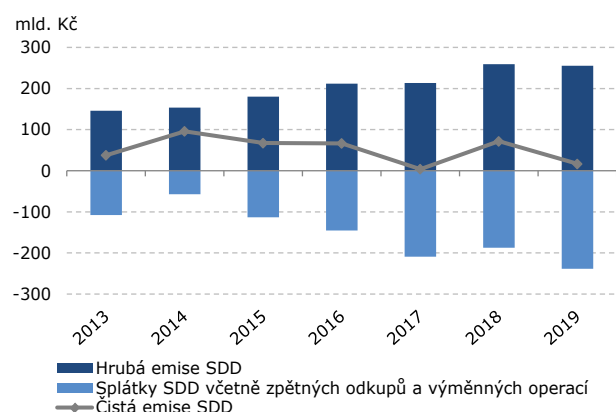
<sup>1</sup> Včetně vlivu zpětných odkupů a výměnných operací.

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

<sup>3</sup> Zápůjčky a úvěry přijaté od mezinárodních finančních institucí.

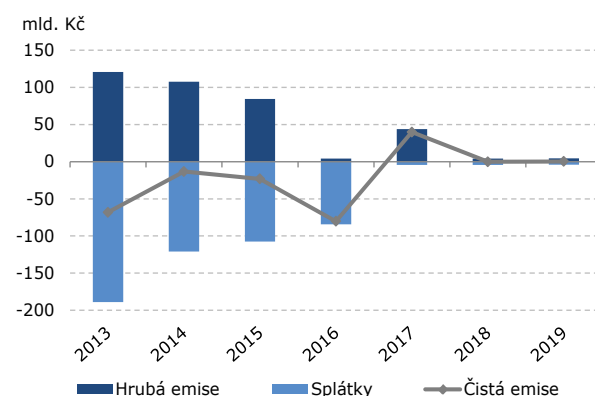
Zdroj: MF

**Obrázek 10: Čistá emise korunových státních dluhopisů**



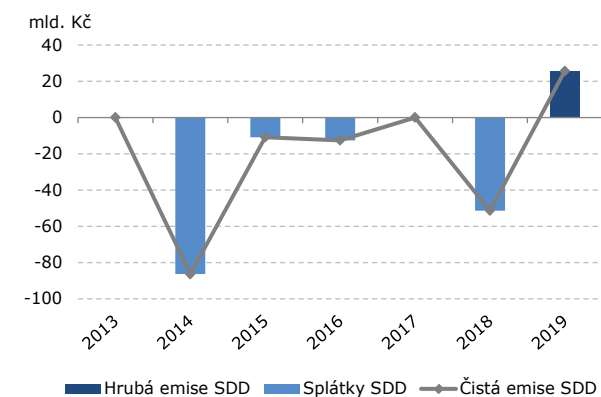
Zdroj: MF

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



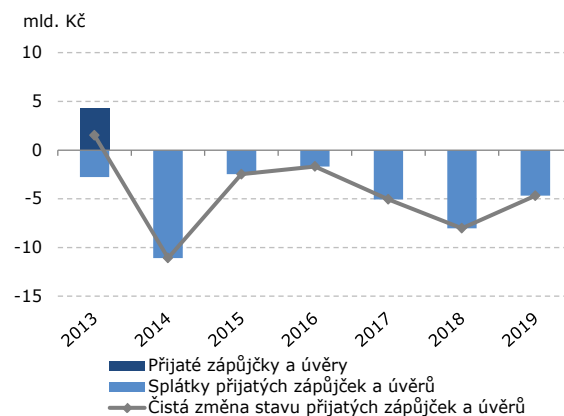
Zdroj: MF

**Obrázek 11: Čistá emise cizoměnových státních dluhopisů**



Zdroj: MF

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



Poznámka: Zápůjčky a úvěry přijaté od mezinárodních finančních institucí.  
Zdroj: MF

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

mld. Kč	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Hrubý státní dluh k 1. 1.</b>	<b>1 667,6</b>	<b>1 683,3</b>	<b>1 663,7</b>	<b>1 673,0</b>	<b>1 613,4</b>	<b>1 624,7</b>	<b>1 622,0</b>
Primární saldo státního rozpočtu	30,4	29,3	17,5	-102,4	-33,6	-43,7	-11,0
Čisté výdaje na obsluhu státního dluhu <sup>1</sup>	50,9	48,5	45,3	40,7	39,8	40,7	39,6
Operace finančních aktiv a řízení likvidity	-78,9	-99,7	-43,2	2,3	16,1	-1,3	-8,5
<b>Čistá výpůjční potřeba</b>	<b>2,3</b>	<b>-21,9</b>	<b>19,6</b>	<b>-59,4</b>	<b>22,2</b>	<b>-4,2</b>	<b>20,0</b>
Čistá emise SPP a čistá změna stavu ostatních instrumentů peněžního trhu	-68,2	-10,7	-23,5	-82,4	39,8	-0,3	-25,5
Čistá emise SDD na domácím trhu	37,7	96,0	67,4	66,4	3,8	71,7	42,4
Čistá emise SDD na zahraničních trzích	0,0	-86,4	-10,8	-12,6	0,0	-51,4	0,0
Čistá emise SSD	31,4	-9,7	-10,9	-29,2	-16,3	-16,3	7,8
Čistá změna stavu přijatých zápůjček a úvěrů <sup>2</sup>	1,5	-11,1	-2,5	-1,7	-5,1	-8,0	-4,7
<b>Financování čisté výpůjční potřeby</b>	<b>2,3</b>	<b>-21,9</b>	<b>19,6</b>	<b>-59,4</b>	<b>22,2</b>	<b>-4,2</b>	<b>20,0</b>
Přecenění státního dluhu <sup>3</sup>	13,4	2,3	-10,3	-0,2	-10,9	1,5	-1,8
Čistá změna stavu směn	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Změna hrubého státního dluhu</b>	<b>15,7</b>	<b>-19,7</b>	<b>9,3</b>	<b>-59,6</b>	<b>11,3</b>	<b>-2,7</b>	<b>18,2</b>
<b>Hrubý státní dluh k 31. 12.</b>	<b>1 683,3</b>	<b>1 663,7</b>	<b>1 673,0</b>	<b>1 613,4</b>	<b>1 624,7</b>	<b>1 622,0</b>	<b>1 640,2</b>
<b>Podíl na HDP (%)<sup>4</sup></b>	<b>41,1</b>	<b>38,6</b>	<b>36,4</b>	<b>33,8</b>	<b>32,2</b>	<b>30,5</b>	<b>29,0</b>

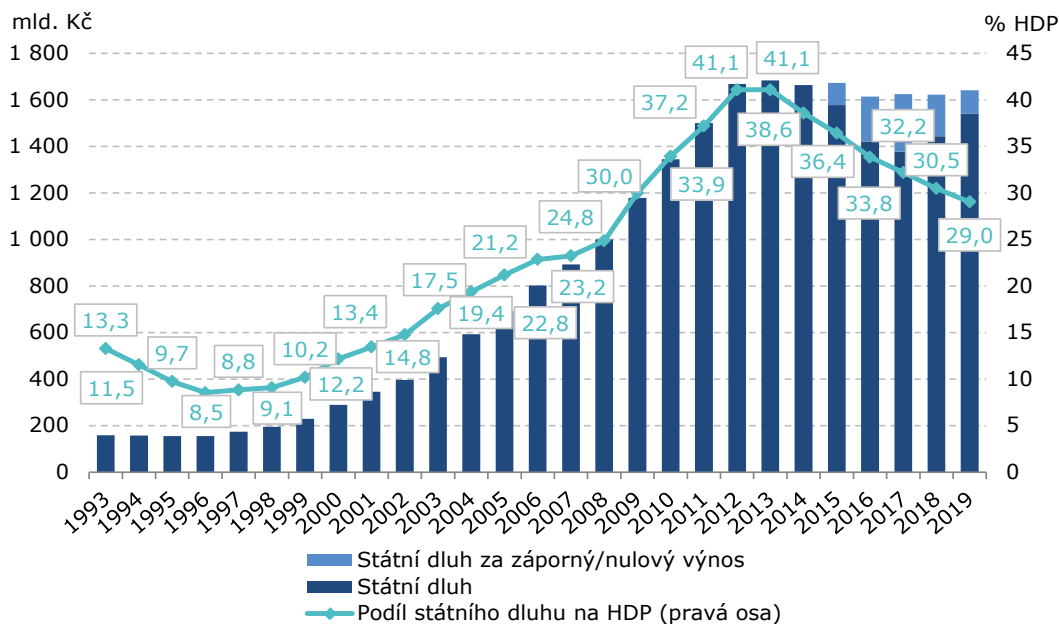
<sup>1</sup> Saldo rozpočtové kapitoly 396 – Státní dluh.

<sup>2</sup> Zápůjčky a úvěry přijaté od mezinárodních finančních institucí.

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

<sup>4</sup> HDP v metodice ESA 2010. Zdrojem dat pro roky 2013 až 2018 je ČSÚ, pro rok 2019 Makroekonomická predikce České republiky – leden 2020.

Zdroj: MF, ČSÚ

**Obrázek 14: Vývoj státního dluhu České republiky**


Poznámka: HDP v metodice ESA 2010. Zdrojem dat pro roky 1993 až 2018 je ČSÚ, pro rok 2019 Makroekonomická predikce České republiky – leden 2020. Zdroj: MF, ČSÚ

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

mld. Kč	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Hrubý státní dluh</b>	<b>1 683,3</b>	<b>1 663,7</b>	<b>1 673,0</b>	<b>1 613,4</b>	<b>1 624,7</b>	<b>1 622,0</b>	<b>1 640,2</b>
SPP a ostatní instrumenty peněžního trhu	120,9	110,2	87,3	4,2	44,0	43,6	18,0
Přijaté kolaterál v peněžních prostředcích	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
SDD vydané na domácím trhu	1 079,7	1 175,7	1 235,2	1 301,6	1 305,4	1 377,1	1 419,2
SDD vydané na zahraničních trzích	323,7	239,6	225,6	213,5	202,6	152,9	151,5
SSD	87,6	77,8	66,9	37,8	21,5	5,2	13,0
Přijaté zápůjčky a úvěry <sup>1</sup>	71,5	60,4	58,0	56,3	51,2	43,2	38,5
Směnky	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Likvidní státní finanční aktiva</b>	<b>116,7</b>	<b>67,8</b>	<b>77,1</b>	<b>62,2</b>	<b>60,5</b>	<b>61,9</b>	<b>83,6</b>
Jaderné portfolio	20,7	22,7	24,5	25,6	27,2	28,7	30,5
Důchodové portfolio	22,6	22,7	22,9	23,0	23,1	23,2	41,9
Účelové účty státních finančních aktiv	10,7	10,9	11,1	10,7	10,1	9,8	11,1
Pře-půjčování nad 1 rok <sup>2</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezerva peněžních prostředků <sup>3</sup>	62,7	11,5	18,6	2,9	0,2	0,2	0,0
<b>Státní finanční aktiva</b>	<b>116,7</b>	<b>67,8</b>	<b>77,1</b>	<b>62,2</b>	<b>60,5</b>	<b>61,9</b>	<b>83,6</b>
Likvidní státní finanční aktiva	116,7	67,8	77,1	62,2	60,5	61,9	83,6
Pře-půjčování <sup>4</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Čisté dluhové portfolio</b>	<b>1 566,7</b>	<b>1 595,8</b>	<b>1 595,9</b>	<b>1 551,2</b>	<b>1 564,2</b>	<b>1 560,1</b>	<b>1 556,6</b>

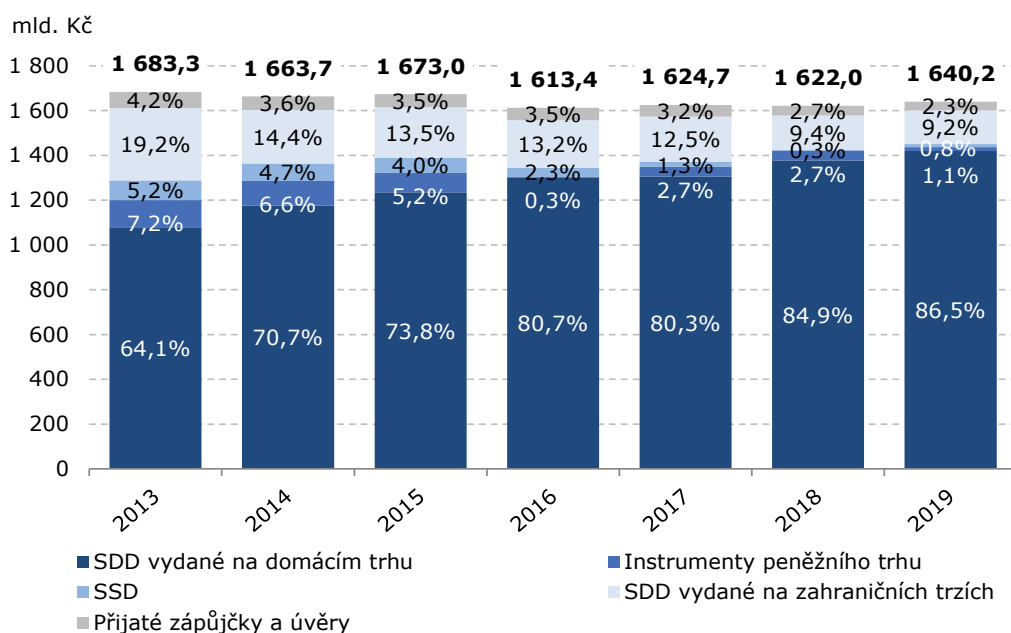
<sup>1</sup> Zápůjčky a úvěry přijaté od mezinárodních finančních institucí.

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

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

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

Zdroj: MF

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

Poznámka: Zápůjčky a úvěry přijaté od mezinárodních finančních institucí.  
Zdroj: MF

## Řízení likvidity státní pokladny

V podmínkách postupného růstu úrokových sazeb Ministerstvo i nadále pokračovalo v racionalizaci volné likvidity státní pokladny v souladu s nejmodernějšími principy řízení vládních financí. Peněžní prostředky centrálního systému řízení souhrnných účtů státní pokladny plně nahradily rezervu peněžních prostředků vytvářenou především emisní činností.

Ministerstvo ve spolupráci s ČNB spustilo dne 1. listopadu 2019 projekt termínovaných vkladů v domácí měně. Tento projekt je určen pro nepovinné klienty státní pokladny, kterým nově přináší možnost ponechání peněžních prostředků na účtu podřízeném státní pokladně v dohodnuté

výši a na předem stanovenou dobu, za což obdrží od Ministerstva peněžní plnění nahrazující úrok. V rámci první fáze projektu stanovilo Ministerstvo s účinností od 1. listopadu 2019 sazbu peněžního plnění nahrazujícího úrok ve výši 0,50 % p. a. pro termínované vklady se splatností 6 měsíců a 1,00 % p. a. pro termínované vklady se splatností 12 měsíců. V rámci dalšího rozvoje projektu došlo k rozšíření nabízených splatností, když Ministerstvo stanovilo s účinností od 2. ledna 2020 sazbu peněžního plnění nahrazujícího úrok ve výši 0,25 % p. a. pro termínované vklady se splatností 3 měsíce a 0,75 % p. a. pro termínované vklady se splatností 9 měsíců.

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

mld. Kč, mld. EUR	2017		2018		2019	
	CZK	EUR	CZK	EUR	CZK	EUR
<b>Likvidní státní finanční aktiva</b>	<b>60,3</b>	<b>0,0</b>	<b>61,7</b>	<b>0,0</b>	<b>83,6</b>	<b>0,0</b>
Povinní klienti státní pokladny <sup>1</sup>	194,6	0,8	208,5	0,1	204,1	0,1
Nepovinní klienti státní pokladny	41,5	0,0	57,5	0,0	83,9	0,0
Refinancování ze státní pokladny (-)	-57,1	-0,6	-72,6	-0,1	-106,0	0,0
<b>Celková likviditní pozice státní pokladny<sup>2</sup></b>	<b>239,4</b>	<b>0,2</b>	<b>255,1</b>	<b>0,0</b>	<b>265,5</b>	<b>0,1</b>
Reversní repo operace (kolaterál SPP)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Reversní repo operace (kolaterál SDD)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Reversní repo operace (kolaterál poukázka ČNB)	0,0	0,0	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	0,0	0,0	9,0	0,0	18,2	0,1
Pře-půjčování <sup>3</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Investování do cenných papírů	4,6	0,0	4,6	0,0	2,6	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	234,8	0,0	241,5	0,0	244,7	0,0
Peněžní prostředky na účtech v obchodních bankách <sup>4</sup>	0,0	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0
<b>Celková investiční pozice státní pokladny</b>	<b>239,4</b>	<b>0,2</b>	<b>255,1</b>	<b>0,0</b>	<b>265,5</b>	<b>0,1</b>

<sup>1</sup> Bez zahrnutí kvazi-klientů státní pokladny (státní dluh a SFA).

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

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

<sup>4</sup> Včetně peněžních prostředků na cestě.

Zdroj: MF

Ministerstvo využilo aktuální situaci na trhu, kdy byla 2T repo sazba jednou navýšena ze strany České národní banky v průběhu roku 2019, a dosáhlo tak ve srovnání s rokem 2018 o 1 605 mil. Kč vyšších výnosů z investičních operací na peněžním trhu při řízení likvidity státní pokladny. V roce 2019 obchodovalo Ministerstvo s celkem dvaceti dvěma protistranami, kterými jsou jak české, tak i zahraniční banky a instituce.

V rámci řízení likvidity korunové státní pokladny a investičních operací správy finančních aktiv na

jaderném portfoliu byly v průběhu roku 2019 provedeny krátkodobé investice s použitím zástavy poukázek ČNB, státních pokladničních poukázek a střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v celkové jmenovité hodnotě 5 866,7 mld. Kč. Průměrná úroková sazba dosažená při investování s použitím těchto zástav zaznamenala výrazný nárůst oproti předchozímu roku a dosáhla 1,83 % p. a. Rovněž byly v tomto období realizovány krátkodobé investice ve formě depozitních operací v celkové jmenovité hodnotě 4 975,1 mld. Kč. Průměrná úroková sazba dosažená investováním

formou depozitních operací činila 1,25 % p. a. Do státního rozpočtu bylo v roce 2019 z výnosů operací v rámci řízení korunové likvidity státní pokladny převedeno celkem 3 671,9 mil. Kč.

V rámci řízení likvidity eurové státní pokladny byly v průběhu roku 2019 realizovány krátkodobé investice ve formě depozitních operací v celkové jmenovité hodnotě 75,0 mil. EUR. Průměrná úroková sazba dosažená investováním formou

depozitních operací činila 0,01 % p. a. Situace na trhu eurových depozit je charakteristická zápornými úrokovými sazbami, zejména z důvodu měnové politiky Evropské centrální banky. Ministerstvo této situace využilo, když dále provedlo krátkodobé výpůjční operace v cizí měně splatné v letech 2019 a 2020 a vydalo střednědobé státní eurodluhopisy bez výnosu splatné v roce 2021. V roce 2019 činil celkový příjem z těchto operací 196,2 mil. Kč.

**Tabulka 9: Čisté příjmy z operací v rámci řízení likvidity státní pokladny a z operací se záporným výnosem**

mil. Kč	2017	2018	2019	2018/2017	2019/2018
Korunové operace	293,5	2 069,6	3 674,4	7,1	1,8
Eurové operace	0,0	0,1	0,1	1,6	0,8
Zápůjční facility	24,4	10,1	8,7	0,4	0,9
Devizové swapy	17,7	157,9	0,7	8,9	0,0
Emisní činnost se záporným výnosem <sup>1</sup>	1 204,7	1,6	113,6	0,0	68,9
Výpůjční operace v cizí měně se záporným výnosem	1,0	49,9	82,9	50,8	1,7
<b>Celkem</b>	<b>1 541,3</b>	<b>2 289,2</b>	<b>3 880,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>

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

Dalších úspor státního rozpočtu dosahuje Ministerstvo prováděním operací na devizovém trhu, které jsou určeny pro zprostředkování cizoměnových plateb ze státního rozpočtu a do něj (např. kapitoly Ministerstvo zahraničních věcí, Všeobecná pokladní správa apod.). Ministerstvo je

schopno dosáhnout výhodnějšího směnného kurzu, než jaký nabízí Česká národní banka, která by operaci zprostředkovala na základě svého aktuálního kurzovního lístku. Za rok 2019 tak Ministerstvo ušetřilo 56,3 mil. Kč, když zprostředkovalo obchody za téměř 11,5 mld. Kč.

**Tabulka 10: Operace na devizovém trhu v roce 2019**

Protistrana	Jmenovitá hodnota (EUR)	Jmenovitá hodnota (USD)	Jmenovitá hodnota (CHF)	Jmenovitá hodnota (Kč)	Realizovaná úspora (Kč) <sup>1</sup>	Podíl na úspoře (%)
UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s. / UniCredit Bank AG, München	187 482 573	0	0	4 824 386 906	21 075 538	37,4
KBC Bank NV / Československá obchodní banka, a. s.	39 851 249	39 940 009	0	1 933 245 156	12 522 371	22,2
Société Générale / Komerční banka, a.s.	43 791 417	15 504 649	0	1 480 808 622	6 743 042	12,0
PPF banka a.s.	25 274 115	9 800 434	0	867 247 543	4 483 214	8,0
Citibank Europe plc	31 069 659	4 131 070	0	890 683 738	4 413 689	7,8
J.P. Morgan Securities plc	18 259 301	17 862 528	2 126 573	927 215 824	4 349 542	7,7
Credit Agricole Corporate and Investment Bank	19 266 433	0	2 401 117	550 524 113	2 606 698	4,6
Goldman Sachs International	332 527	0	805 136	26 971 169	135 216	0,2
Erste Group Bank AG / Česká spořitelna, a.s.	19 444	0	0	497 544	2 353	0,0
<b>Celkem</b>	<b>365 346 718</b>	<b>87 238 689</b>	<b>5 332 826</b>	<b>11 501 580 615</b>	<b>56 331 662</b>	<b>100,0</b>

<sup>1</sup> Úspora státního rozpočtu realizovaná zprostředkováním cizoměnových plateb ze státního rozpočtu a do něj daná rozdílem kurzu vyhlášeného ČNB a kurzu devizového trhu.  
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, 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.

Pravidelné čtvrtletní vyhodnocování skutečné struktury dluhového portfolia ve vztahu

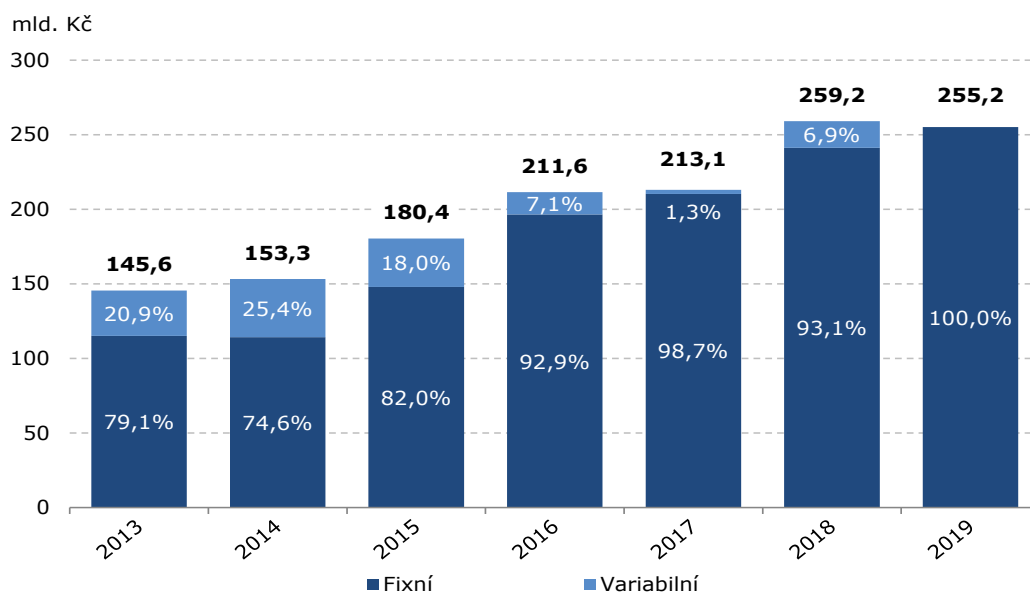
k vyhlášeným strategickým cílům a limitům, které konstituují hlavní parametry veřejně vymezeného strategického benchmarkového portfolia komunikovaného zejména prostřednictvím Strategie a její případné aktualizace, a čtvrtletní aktualizace hrubé výpůjční potřeby a programu financování obsažené ve Čtvrtletní 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 doporučovými standardy.

#### Korunové střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy

Pro rok 2019 byl v rámci Strategie stanoven emisní plán střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů denominovaných v domácí měně minimálně ve výši 150 mld. Kč, který byl následně v rámci Aktualizace Strategie navýšen na minimálně 220 mld. Kč. Skutečná hrubá emise na primárním a sekundárním trhu činila 255,2 mld. Kč. Ministerstvo tak splnilo rámcový emisní plán definovaný ve Strategii, resp. její aktualizaci a zvýšenou emisní činností na delším konci výnosové křivky dosáhlo vyhlášených cílů pro refinanční riziko platných pro střednědobý horizont. Vzhledem k situaci, kdy rostoucí základní úrokové sazby České národní

banky ovlivňují především kratší konec výnosové křivky státních dluhopisů a její delší konec zůstává relativně plochý, je emise státních dluhopisů s delší dobou do splatnosti nákladově efektivnější. V roce 2019 bylo uskutečněno celkem 56 primárních aukcí ve 24 aukčních dnech, přičemž v jeden aukční den byly nabízeny až tři různé státní dluhopisy. Ministerstvo prodávalo na primárním a sekundárním trhu výhradně fixně úročené dluhopisy, jelikož emise variabilně úročených dluhových instrumentů v situaci vyšších referenčních sazeb by přinesla relativně vyšší náklady v porovnání s výnosovou křivkou fixně úročených státních dluhopisů.

**Obrázek 16: Úroková struktura prodaných korunových státních dluhopisů**



Zdroj: MF

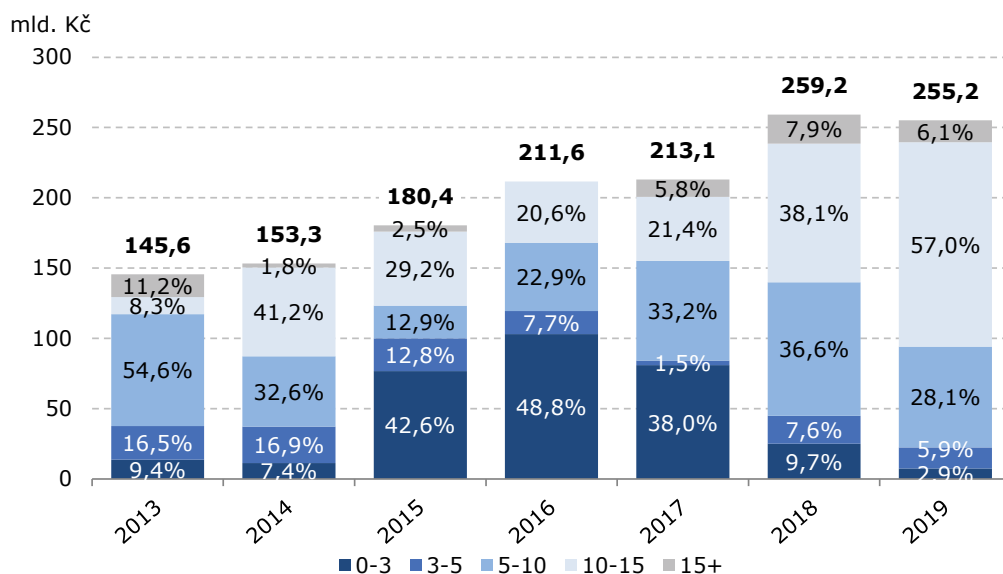
V roce 2019 Ministerstvo znovuotevřelo fixně úročené emise, a to zejména v segmentu zbytkové doby do splatnosti 10 až 15 let. Společně se segmentem se zbytkovou dobou do splatnosti

15 a více let byly prodány státní dluhopisy na primárním a sekundárním trhu v celkové jmenovité hodnotě 161,1 mld. Kč, což odpovídá 63,1% celkové hrubé emise, přičemž v roce 2018 tento

podíl tvořil pouze 46,0 %. Ministerstvo se tak ve zvýšené míře snažilo využít příznivých podmínek plynoucích z plochého tvaru výnosové křivky, kdy je schopno prodávat státní dluhopisy s delší dobou do splatnosti jen za nepatrně vyšší výnosy, než jakých by dosahovalo u státních dluhopisů

úročených na jejím krátkém konci. Segment zbytkové doby do splatnosti 5-10 let dosáhl podílu 28,1 %, v nejmenší míře se pak na hrubé emisi podílel segment splatnosti do 5 let ve výši 8,8 %, což je o 8,5 p. b. méně než v předchozím roce.

**Obrázek 17: Splatnostní struktura prodaných korunových státních dluhopisů**

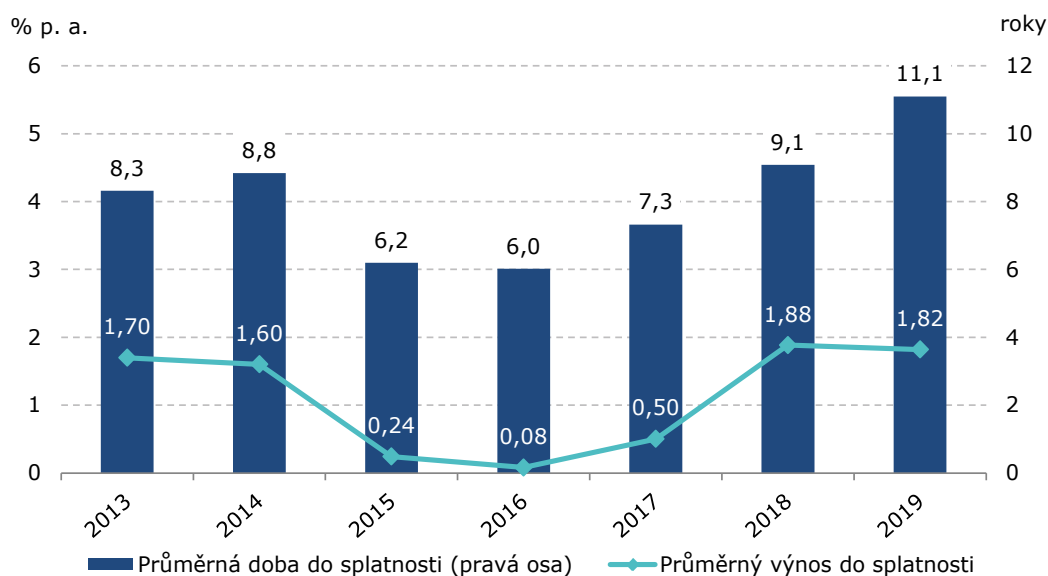


Poznámka: Zbytková doba do splatnosti vztahovaná k datu emise.  
Zdroj: MF

Průměrný výnos střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů denominovaných v domácí měně prodaných na primárním a sekundárním trhu v roce 2019 činil 1,82 % p. a., což je o 0,06 p. b. méně než v předchozím roce, avšak při nárůstu průměrné

doby do splatnosti o 2,0 roku na více jak 11 let. Nižšího výnosu do splatnosti dosáhlo Ministerstvo navzdory prostředí restriktivní měnové politiky ze strany České národní banky, kdy 2T repo sazba vzrostla v roce 2019 na úroveň 2,0 % p. a.

**Obrázek 18: Průměrný výnos a doba do splatnosti prodaných korunových státních dluhopisů**



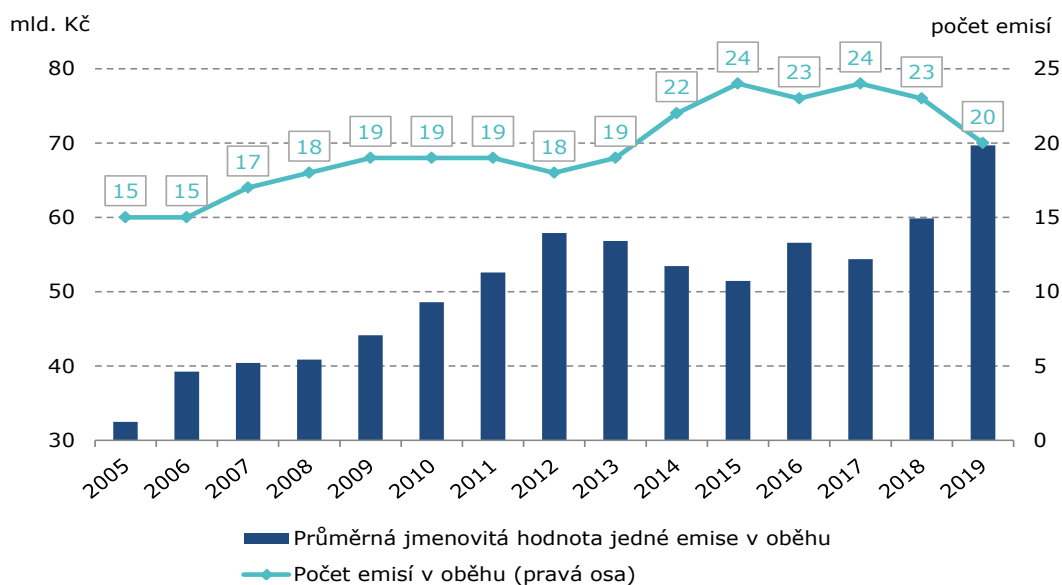
Poznámka: Průměrná zbytková doba do splatnosti vztahovaná k datu emise.  
Zdroj: MF

V roce 2019 byly na primárním trhu umístěny střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy denominované v domácí měně v celkové jmenovité hodnotě 224,8 mld. Kč, což je o 25,7 mld. Kč, tedy o 10,3 %, méně než v roce 2018. Za tímto poklesem stojí především vyšší aktivita Ministerstva na sekundárním trhu státních dluhopisů než v minulém roce. V oblasti přímých prodejů byly prodány státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 22,5 mld. Kč se splatnostmi po celé délce výnosové křivky, zejména pak v letech 2020, 2022 a 2029. Přímé prodeje pak byly v menší míře doplněny výměnnými operacemi, kdy Ministerstvo zpravidla odkupuje střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy s relativně krátkou zbytkovou dobou do splatnosti či s relativně vysokou kupónovou sazbou a prodává státní dluhopisy s delší zbytkovou dobou do splatnosti nebo relativně nižší kupónovou sazbou, díky čemuž snižuje budoucí splátky a tím i refinanční riziko. V důsledku těchto operací dochází také k prodlužování průměrné doby do splatnosti dluhového portfolia, přičemž mohou mít pozitivní vliv i na státní rozpočet z titulu úspory plynoucí z neuskutečnění vyšších budoucích kupónových plateb. Ministerstvo vyměňovalo státní dluhopisy se splatností především v roce 2019, v menší míře se splatností i v roce 2020, v celkové jmenovité hodnotě 8,0 mld. Kč za státní dluhopisy se splatností od roku 2025 až do roku 2057 v celkové jmenovité hodnotě 8,0 mld. Kč.

Ministerstvo tak v roce 2019 využilo širokou škálu operací na primárním a sekundárním trhu s cílem uspokojit poptávku primárních dealerů a dealerů a zároveň maximálně využít příznivé tržní podmínky s pozitivním dopadem na hospodaření státního rozpočtu a ukazatele rizikovosti dluhového portfolia.

V roce 2019 došlo ke třem řádným splátkám střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů, které byly rovnoměrně rozloženy do celého roku. Jednalo se o Dluhopis České republiky, 2009–2019, 5,00 %, který byl splacen v dubnu v celkové jmenovité hodnotě 80,9 mld. Kč, Státní dluhopis České republiky, 2016–2019, 0,00 %, který byl splacen v červenci v celkové jmenovité hodnotě 70,0 mld. Kč a Státní dluhopis České republiky, 2013–2019, 1,50 % splatný v říjnu v celkové jmenovité hodnotě 79,6 mld. Kč. Celkem tak byly v roce 2019 splaceny střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy se zahrnutím operací na sekundárním trhu v celkové jmenovité hodnotě 238,5 mld. Kč. V průběhu roku nebyly uskutečněny žádné zpětné odkupy střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů. Celková jmenovitá hodnota čisté emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů denominovaných v domácí měně tedy činila 16,7 mld. Kč. Na základě těchto splátek a absence nových emisí v letošním roce došlo ke snížení počtu emisí SDD denominovaných v domácí měně na dvacet.

**Obrázek 19: Průměrná jmenovitá hodnota jedné emise korunových státních dluhopisů**



Zdroj: MF

## Refinancování cizoměnových dluhů

Pro refinancování krátkodobých eurových zápůjček na peněžním trhu, které pokryly splátku státního dluhopisu v červnu 2018 vydaného na zahraničních trzích v roce 2008 v celkové jmenovité hodnotě 2,0 mld. EUR, přistoupilo Ministerstvo k pilotní emisi střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím trhu vydaných podle českého práva denominovaných v měně euro zaknihovaných v centrální evidenci vedené Centrálním depozitářem cenných papírů, a.s.

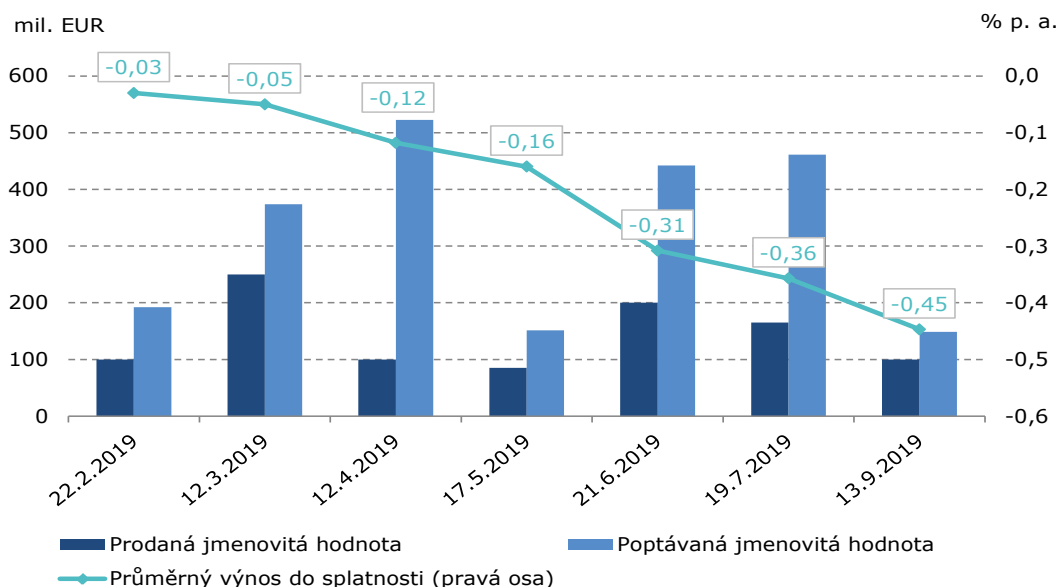
Dne 20. února 2019 došlo na primárním trhu k aukci první tranše Státního eurodluhopisu České republiky, 2019–2021, 0,00 % se splatností v roce 2021. Tato emise představovala efektivní alternativu k operacím na peněžním trhu i emisní činnosti na zahraničních trzích pod cizím právem za účelem krytí splátek cizoměnových dluhů. Výrazným pozitivem je nízká administrativní náročnost ve srovnání s emisí státních dluhopisů na zahraničních trzích, což Ministerstvu umožňuje pružněji reagovat na situaci na finančním trhu a aktuální potřebu financování.

V průběhu celého roku Ministerstvo postupně navyšovalo jmenovitou hodnotu státního eurodluhopisu v oběhu a tím i jeho likvidnost na finančním trhu, až dosáhlo v září cílové hodnoty ve výši 1,0 mld. EUR. Vysoký zájem na primárním

trhu reflektuje ukazatel bid-to-cover ratio ve výši 2,7, který ukazuje téměř trojnásobnou poptávku, než kolik bylo skutečně prodáno. Veškeré prodeje, ať už ve formě aukcí či ve formě přímých prodejů na základě tržní výzvy na sekundárním trhu, se uskutečnily za záporný výnos, přičemž jeho průměrná hodnota dosáhla -0,21 % p. a. S emisí eurodluhopisu tak nejsou spojeny žádné úrokové výdaje, naopak státní rozpočet získal dodatečné peněžní prostředky ve výši 4,4 mil. EUR.

Na základě vysokého zájmu ze strany investorů a pozitivních ohlasů z finančního trhu Ministerstvo zahájilo kroky k rozvoji této formy financování za účelem dalšího zatraktivnění pro mezinárodní investory a rozvoje domácího kapitálového trhu včetně jeho užšího propojení s infrastrukturou dluhopisového trhu eurozóny. Vydání tohoto typu dluhopisu pod českým právem není pro domácí či zahraniční investory překážkou, která by výrazněji omezovala jeho obchodovatelnost na finančním trhu. To dokazuje i struktura investorské základny, když nerezidentní investoři tvoří více jak 85 % všech držitelů. Ministerstvo tak otevřelo nový transparentní a administrativně nenáročný kanál pro financování dluhů v cizí měně a rozšířilo portfolio nabízených investičních příležitostí.

**Obrázek 20: Prodaná a poptávaná jmenovitá hodnota státního eurodluhopisu**



Zdroj: MF

Vzhledem k vysokému a stabilnímu zájmu o státní dluhopisy vydávané na domácím trhu nerealizovalo Ministerstvo v roce 2019 žádné výpůjční operace na zahraničních dluhopisových trzích. V oblasti instrumentů peněžního trhu denominovaných v zahraniční měně byly využívány depozitní operace, kdy si Ministerstvo vypůjčilo eurové peněžní prostředky, čímž doplnilo krytí eurové

potřeby financování v průběhu roku. Všechny tyto krátkodobé operace byly realizovány za zápornou úrokovou sazbu a zároveň přispěly k rozložení eurové expozice podél celé výnosové křivky peněžního trhu. Ministerstvo tak prodávalo státní eurodluhopisy v návaznosti na splátky jednotlivých depozitních operací. Z těchto operací byly realizovány dodatečné příjmy v celkové výši 3,2 mil. EUR.

## Přímý prodej státních dluhopisů občanům

V roce 2019 Ministerstvo navázalo na projekt prodeje státních dluhopisů občanům v letech 2011–2014, který byl pozastaven z důvodu poklesu výnosů státních dluhopisů na historická minima a v případě relevantní zbytkové doby do splatnosti až do záporných hodnot, a ke konci roku 2018 spustilo pilotní fázi přímého prodeje státních dluhopisů s názvem „Dluhopis Republiky“ při příležitosti oslav 100 let založení Československa. Nabídlo tak konzervativní a stabilní formu zhodnocení úspor s cílem rozšířit portfolio investorů a navýšit podíl domácností na držbě státního dluhu. Retailoví investoři jsou obvykle konzervativně zaměřeni a nepodléhají krátkodobým výkyvům na mezinárodních dluhopisových trzích, což přispívá k větší stabilitě a diverzifikaci investorské základny s pozitivním dopadem na refinanční a úrokové riziko státního dluhu. Vedlejším cílem je i zvýšení zájmu veřejnosti o hospodaření sektoru veřejných institucí. Z naprosté většiny se jedná o domácí subjekty, tudíž část úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu tak bude tvořit dodatečné příjmy tuzemských domácností.

Ministerstvo nabídlo k úpisu šestileté reinvestiční, proti-inflační a fixní státní dluhopisy za obdobných podmínek jako mají institucionální investoři, aby bylo docíleno nákladové efektivity. Výnosy do splatnosti Dluhopisů Republiky tak nezatežují státní rozpočet více než případná emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů se stejnou dobou do splatnosti. Reinvestiční dluhopis je úročen fixní, v čase rostoucí kupónovou sazbou, která zvyšuje motivaci držby až do řádné doby splatnosti, zatímco výnos fixního dluhopisu je v každém roce konstantní. Proti-inflační dluhopis je úročen pohyblivou úrokovou sazbou navázanou na index spotřebitelských cen zveřejňovaný Českým statistickým úřadem a nabízí tak ochranu investovaných prostředků před znehodnocením inflací.

Do konce roku 2019 proběhlo celkem šest na sebe navazujících upisovacích období, kdy bylo možné zakoupit jednotlivé emise Dluhopisu Republiky. Ministerstvo tak nabídlo domácnostem možnost každodenního úpisu, a to prostřednictvím elektronického přístupu ke správě majetkového účtu nebo na vybraných pobočkách smluvních distributorů.

Celkově byly vydány Dluhopisy Republiky ve jmenovité hodnotě 10,4 mld. Kč v rámci sedmi emisí ve čtyřech upisovacích obdobích. Dne 3. prosince 2018 bylo zahájeno upisovací období první emise Dluhopisu Republiky, a to Reinvestičního státního dluhopisu České republiky, 2019–2025, FIX %.

Prodány byly dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 2,9 mld. Kč, které byly připsány na účet vlastníkům dne 1. února 2019. Dále následovalo upisovací období Reinvestičního státního dluhopisu České republiky, 2019–2025 II, FIX % s datem vydání 1. dubna 2019 v celkové jmenovité hodnotě 0,9 mld. Kč. Ve třetím upisovacím období Ministerstvo rozšířilo portfolio nabízených dluhopisů, když prodalo Reinvestiční státní dluhopis České republiky, 2019–2025 III, FIX % a nově Proti-inflační státní dluhopis České republiky, 2019–2025, CPI % v celkové jmenovité hodnotě 5,4 mld. Kč s datem emise 1. července 2019. Čtvrté upisovací období s datem vydání 1. října 2019, v rámci kterého se prodaly dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 1,2 mld. Kč, zahrnovalo kromě Reinvestičního státního dluhopisu České republiky, 2019–2025 IV, FIX % a Proti-inflačního státního dluhopisu České republiky, 2019–2025 II, CPI % také Fixní státní dluhopis České republiky, 2019–2025, 1,50 %. V pátém a šestém upisovacím období byly, resp. jsou nabízeny opět všechny tři typy Dluhopisu Republiky s datem emise v lednu, resp. dubnu 2020. V pátém upisovacím období byly upsány dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 1,7 mld. Kč, šesté upisovací období bude ukončeno v březnu 2020.

Po vyhodnocení pilotní fáze, která skončila v červnu 2019, bylo rozhodnuto o pokračování projektu, avšak s důrazem na postupnou elektronizaci systému prodeje. Vybrané emise tak bylo možné upsat pouze přes elektronický přístup. Cílem tohoto kroku je snaha Ministerstva o minimalizaci nákladů spojených s distribucí státních dluhopisů a zároveň zvýšení povědomí o možnosti využití elektronického prodeje jako komfortnější a úspornější alternativy.

Celková jmenovitá hodnota hrubé emise spořicíh státních dluhopisů tak dosáhla úrovně 10,5 mld. Kč, když 0,1 mld. Kč tvořily tranše vydané formou reinvestice výnosu již vydaných státních dluhopisů a 10,4 mld. Kč emise Dluhopisu Republiky. V červnu byly uskutečněny dvě řádné splátky Reinvestičního spořicího státního dluhopisu České republiky, 2014–2019, FIX % a Proti-inflačního spořicího státního dluhopisu České republiky, 2012–2019, CPI % v celkové jmenovité hodnotě 2,7 mld. Kč. Dále emisní podmínky spořicíh státních dluhopisů umožňují vlastníkům požádat o jejich splacení před stanoveným datem splatnosti. Podíl splacení před datem splatnosti však není nijak významný a vlastníci spořicíh státních dluhopisů žádají o tuto službu pouze výjimečně. V roce 2019 bylo v rámci všech období pro podávání žádostí o předčasné splacení požádáno o splacení dluhopisů v celkové jmenovité hodnotě 8,8 mil. Kč.

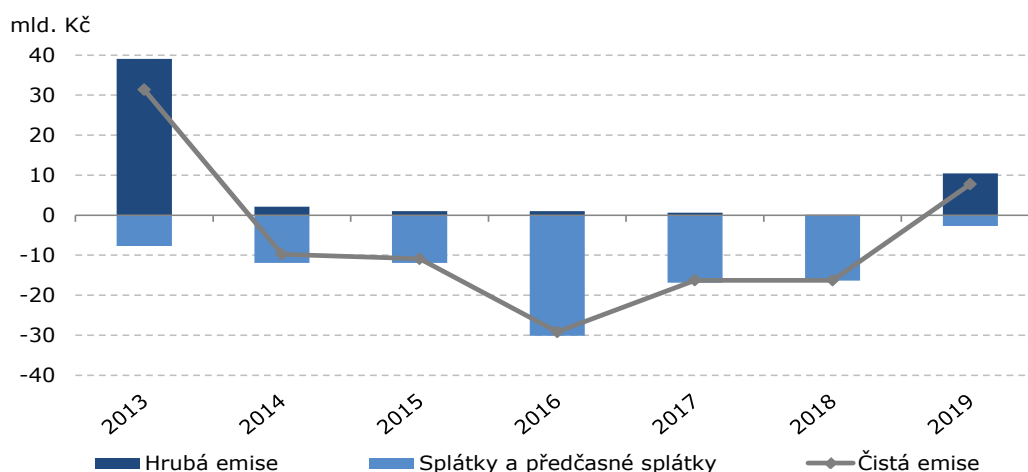
**Tabulka 11: Emise a splátky státních dluhopisů pro občany**

mld. Kč	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Celková jmenovitá hodnota vydaných státních dluhopisů</b>	38,8	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	10,4
<b>Reinvestice výnosu</b>	0,3	0,7	1,0	1,0	0,6	0,1	0,1
<b>Splacení před datem splatnosti</b>	0,2	0,3	0,4	0,1	0,1	0,0	0,0
<b>Splacení před datem splatnosti (% v oběhu ke konci předchozího roku)</b>	0,4	0,4	0,5	0,2	0,2	0,1	0,2
<b>Řádné splacení</b>	7,5	11,6	11,5	30,0	16,8	16,3	2,7
<b>Celkem splaceno</b>	7,7	11,9	11,9	30,2	16,9	16,4	2,7
<b>V oběhu</b>	87,6	77,8	66,9	37,8	21,5	5,2	13,0
<b>Podíl státních dluhopisů na státním dluhu (%)</b>	5,2	4,7	4,0	2,3	1,3	0,3	0,8

Zdroj: MF

Čistá emise spořicíh státních dluhopisů dosáhla celkové jmenovité hodnoty 7,8 mld. Kč. Nové emise Dluhopisu Republiky tak v roce 2019 pokryly řádné splátky spořicíh státních dluhopisů vydaných v letech 2012 a 2014 a významně přispěly k nárůstu

podílu státních dluhopisů určených pro občany na státním dluhu z 0,3 % ke konci roku 2018 na 0,8 % ke konci roku 2019, kdy dosáhly celkové jmenovité hodnoty 13,0 mld. Kč.

**Obrázek 21: Emise a splátky státních dluhopisů pro občany**

Poznámka: Včetně spořicíh státních dluhopisů vydaných v letech 2011 až 2014 a reinvestic výnosů.  
Zdroj: MF

## Instrumenty peněžního trhu a ostatní dluhové instrumenty

V roce 2019 činila celková jmenovitá hodnota hrubé emise státních pokladničních poukázek bez revolvingu v rámci roku 4,5 mld. Kč. Tato nižší aktivita odráží snahu Ministerstva vydávat pro krytí potřeby financování státní dluhopisy úročené na delším konci výnosové křivky, jelikož krátký konec byl významně ovlivněn měnovou politikou České národní banky v podobě růstu 2T repo sazby až na úroveň 2,00 % p. a. Ministerstvo uskutečnilo celkem 7 aukcí v 7 aukčních dnech. Hrubá emise státních pokladničních poukázek včetně revolvingu v rámci roku činila 6,8 mld. Kč při celkové poptávce 51,7 mld. Kč a průměrném aukčním výnosu 0,46 % p. a., přičemž peněžní prostředky získané z prodeje těchto dluhopisů nebyly primárně zapojovány do krytí potřeby financování, ale byly dále investovány v rámci řízení likvidity souhrnných účtů státní pokladny. I v roce 2019 primární dealeri

a 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 6,6 mld. Kč oproti přijatým peněžním prostředkům ve výši 6,6 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 2019 činila -0,18 % p. a.

V roce 2019 nebyly čerpány žádné tranše úvěrů Evropské investiční banky. V průběhu roku došlo ke splátkám tranší úvěrů Evropské investiční banky v celkové výši 4,7 mld. Kč.

## 4 - Řízení rizik a strategie portfolia

Vyhlašování strategických cílů a limitů je hlavním nástrojem ke zvyšování transparentnosti dluhové politiky Ministerstva v souladu s nejlepší mezinárodní praxí. Cíle a limity 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 se zefektivňováním a modernizací řízení likvidity

státní pokladny vyhlašuje Ministerstvo strategické cíle a limity refinančního a úrokového rizika ve střednědobém horizontu což umožňuje pružnou reakci na krátkodobé tržní podmínky a zájem investorů o instrumenty v určitém segmentu doby do splatnosti či doby do refixace.

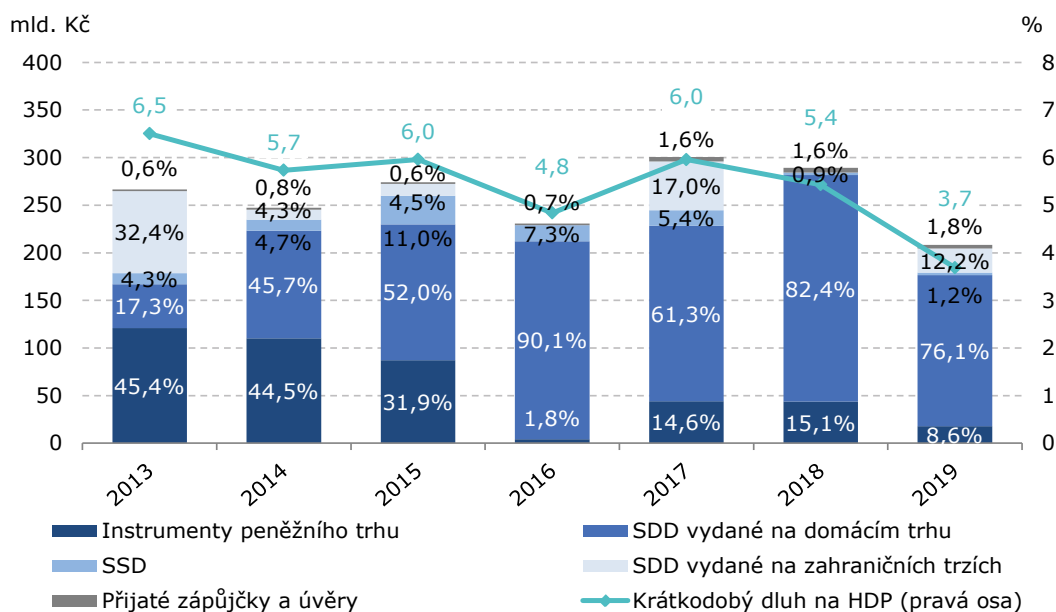
Krátkodobé vychýlení ze stanovených strategických střednědobých cílů a limitů pro rizikové parametry dluhového portfolia pro refinanční a úrokové riziko je možné, avšak emisní činnost ve střednědobém horizontu bude plánována tak, aby cíle a limity definované ve Strategii byly v tomto horizontu splněny.

### Refinanční riziko

Refinanční riziko je řízeno systémem tří kvantitativních indikátorů: podílem krátkodobého státního dluhu, podílem střednědobého státního dluhu a průměrné doby do splatnosti státního dluhu s přihlédnutím ke struktuře splatnostního profilu a snaze dosáhnout vyváženosti splátek státního dluhu v jednotlivých letech střednědobého i dlouhodobého horizontu. Tyto 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 2019 činil 12,7 % celkového státního dluhu, což představuje pokles o 5,1 p. b. oproti konci roku 2018, čímž se stále nachází pod limitní hranicí platnou pro střednědobý horizont.

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



Poznámka: Ke konci jednotlivých let. Zdrojem dat HDP pro roky 2013 až 2018 je ČSÚ, pro rok 2019 Makroekonomická predikce České republiky – leden 2020. Zápůjčky a úvěry přijaté od mezinárodních finančních institucí. Zdroj: MF, ČSÚ

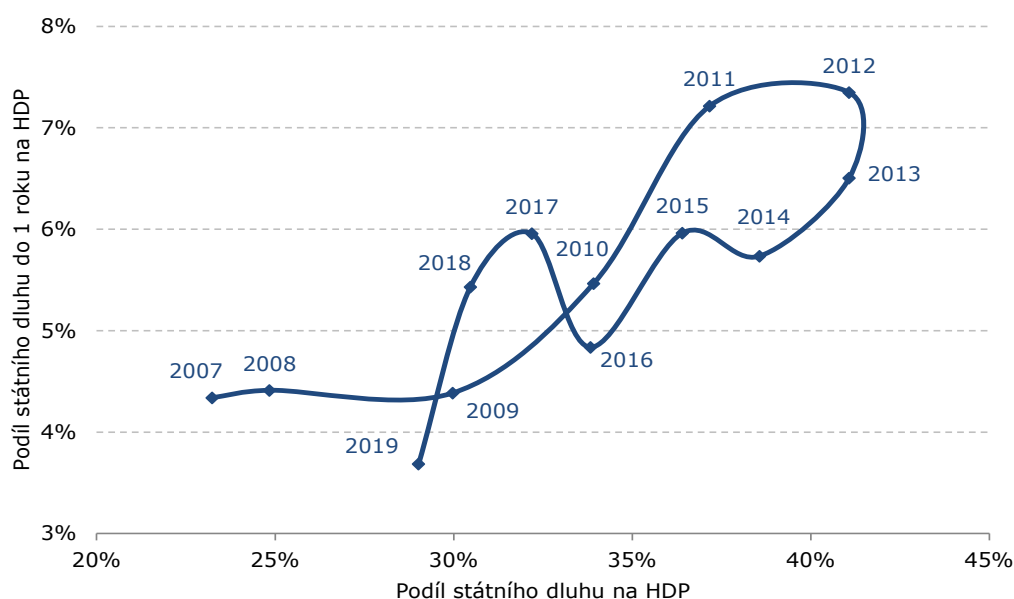
V průběhu roku 2019 došlo k poklesu absolutní výše krátkodobého státního dluhu o 80,7 mld. Kč na hodnotu 208,4 mld. Kč. Ve srovnání s koncem roku 2018 došlo ke změně měnové struktury krátkodobého dluhu u střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů i ostatních dluhových instrumentů. U střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů vydaných na domácím trhu denominovaných v domácí měně splatných do jednoho roku došlo k poklesu o 79,5 mld. Kč, resp. o 6,3 p. b., u dluhopisů vydaných na zahraničních trzích splatných do jednoho roku došlo naopak k meziročnímu nárůstu o 12,2 p. b., když v roce 2020 dojde k řádné splátce zahraniční emise v celkové jmenovité hodnotě 1,0 mld. EUR. U spořicíh státních dluhopisů splatných do jednoho roku došlo k poklesu o 0,1 mld. Kč, resp. k navýšení o 0,3 p. b. Nižší řádné splátky úvěrů Evropské investiční banky o 0,9 mld. Kč v roce 2020 oproti roku 2019 se na změně podílu přijatých zápůjček a úvěrů na krátkodobém dluhu významně neprojeví.

Instrumenty peněžního trhu v oběhu ke konci roku 2019 oproti konci roku 2018 poklesly

o 25,7 mld. Kč, podíl instrumentů peněžního trhu na krátkodobém státním dluhu meziročně poklesl o 6,5 p. b., když část krátkodobých zápůjček na eurovém depozitním trhu byla refinancována emisí státního eurodluhopisu v celkové jmenovité hodnotě 1,0 mld. EUR. Podíl instrumentů peněžního trhu na celém státním dluhu ke konci roku 2019 činil 1,1 % a oproti konci roku 2018 se snížil o 1,6 p. b. I ke konci roku 2019 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.

Ve vyjádření podílu krátkodobého dluhu na HDP došlo v roce 2019 k poklesu o 1,7 p. b. oproti roku 2018 na 3,7 %. Celkově se pak podíl krátkodobého státního dluhu na HDP v letech 2012 až 2019 snížil o 3,7 p. b. Od roku 2012 také klesá podíl celkového státního dluhu na HDP ze 41,1 % až na 29,0 % ke konci roku 2019. Pokles tohoto podílu od roku 2012 tak činil 12,1 p. b.

**Obrázek 23: Krátkodobý státní dluh a celkový státní dluh na HDP**

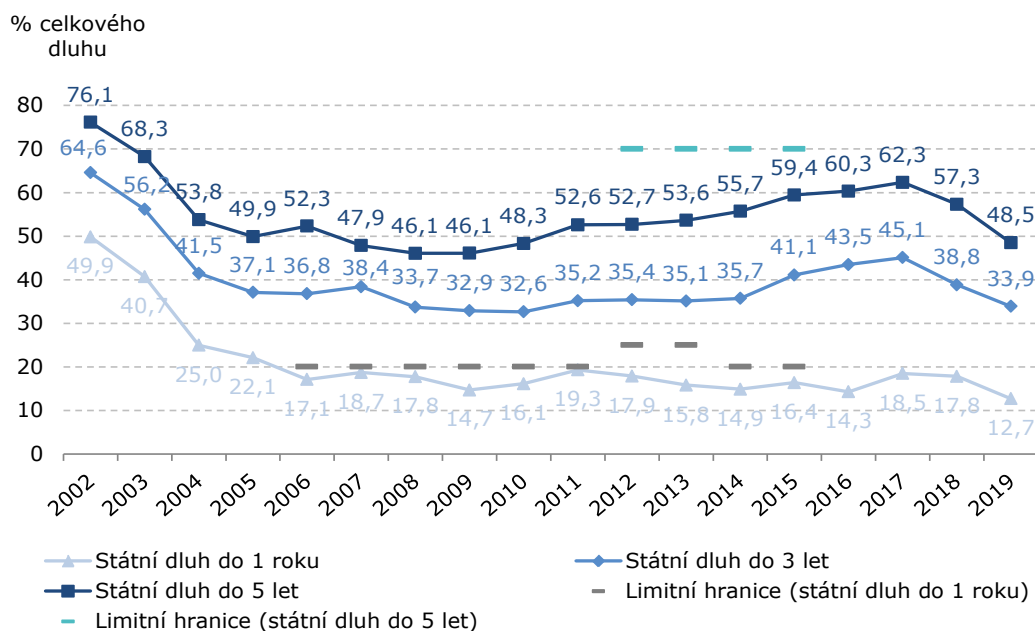


Poznámka: Ke konci jednotlivých let. Zdrojem dat HDP pro roky 2007 až 2018 je ČSÚ, pro rok 2019 Makroekonomická predikce České republiky – leden 2020. Zdroj: MF, ČSÚ

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 2019 činí

48,5 %, a oproti konci roku 2018 se tak v důsledku emisní činnosti na domácím trhu zaměřené zejména na delší konec výnosové křivky snížila o 8,8 p. b., přičemž ukazatel dále výrazně poklesl pod limitní hranici stanovenou pro střednědobý horizont. Podíl státního dluhu splatného do tří let dosahuje ke konci roku 2019 hodnoty 33,9 %, což představuje pokles oproti konci roku 2018 o 4,9 p. b.

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

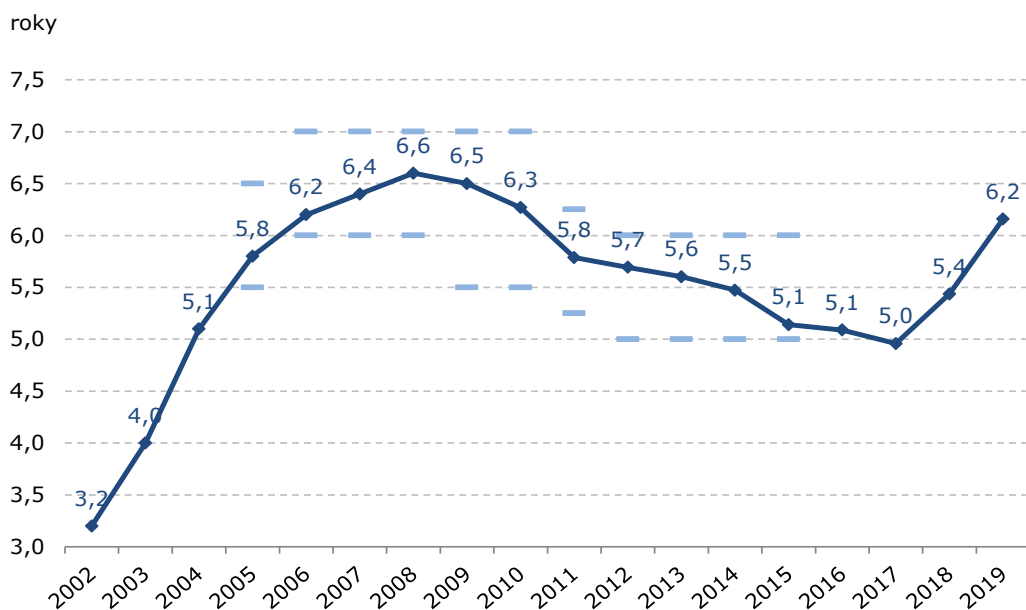


Poznámka: Ke konci jednotlivých let.  
Zdroj: MF

Dalším ukazatelem používaným při řízení refinančního rizika je průměrná doba do splatnosti státního dluhu, pro kterou je ve střednědobém horizontu stanovena cílová hodnota na úrovni 6,0 roku s možností odchylky 0,25 roku. Průměrná doba do splatnosti stejně jako struktura splatnostního profilu dluhového portfolia patří mezi fundamentální ukazatele, které určují časovou a objemovou strukturu emisí státních dluhopisů na domácím a zahraničních trzích a nastavení splátkových kalendářů čerpaných úvěrů Evropské investiční banky.

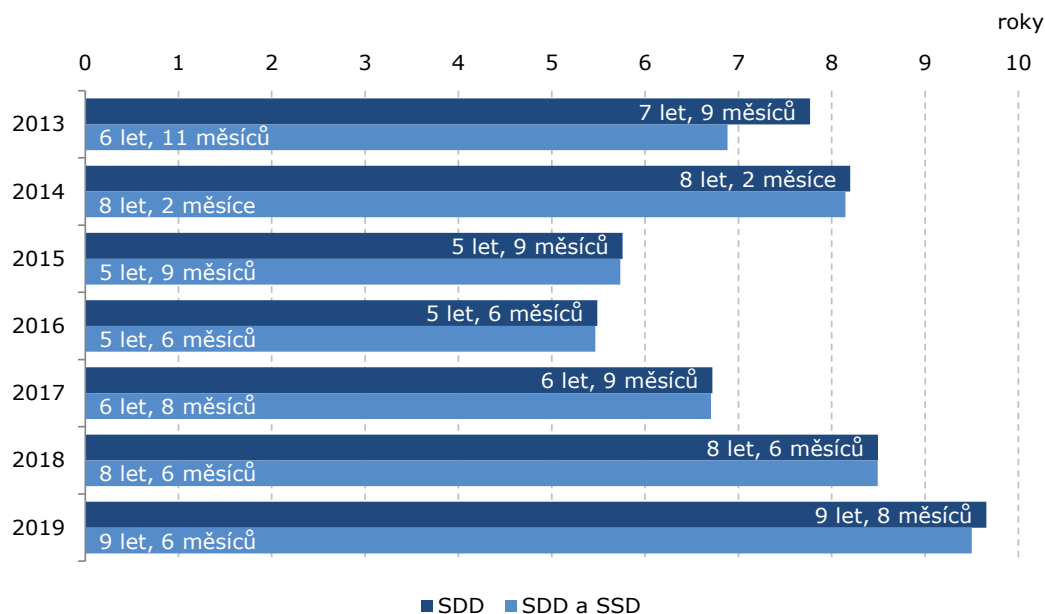
Průměrná doba do splatnosti státního dluhu ke konci roku 2019 dosahuje hodnoty 6,2 roku a oproti roku 2018 vzrostla o 0,7 roku. K výraznému nárůstu došlo především z důvodu vyšší průměrné doby do splatnosti hrubé emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2019 na 9 let a 8 měsíců, tj. o 1 rok a 2 měsíce více oproti roku 2018 (vztaženo ke konci roku) díky reakci Ministerstva na tržní podmínky, zejména na vysokou poptávku po dluhopisech s relativně delší dobou do splatnosti.

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



Poznámka: Ke konci jednotlivých let.  
Zdroj: MF

**Obrázek 26: Průměrná doba do splatnosti vydaných státních dluhopisů na domácím trhu**



Poznámka: Zbytková doba do splatnosti státních dluhopisů vydaných na domácím trhu během příslušného kalendářního roku stanovená ke konci roku.  
Zdroj: MF

Ministerstvo sleduje nejen průměrnou dobu do splatnosti dluhového portfolia, ale také průměrnou dobu do splatnosti jeho jednotlivých složek. Průměrná doba do splatnosti střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů vydaných na domácím trhu ke konci roku 2019 se zvýšila oproti konci roku 2018 o 0,8 roku na hodnotu 6,6 roku. Průměrná doba do splatnosti zahraničních emisí oproti konci roku 2018 klesla o 1,0 roku na hodnotu

2,2 let. Průměrná doba do splatnosti spořicíh státních dluhopisů se oproti konci roku 2018 zvýšila na hodnotu 4,5 let a to z důvodu obnovení projektu přímého prodeje státních dluhopisů občanům. Průměrná doba do splatnosti instrumentů peněžního trhu v roce 2019 poklesla o 0,2 roku na 0,1 roku a průměrná splatnost přijatých zápůjček a úvěrů přijatých od mezinárodních finančních institucí poklesla o 0,2 roku.

**Tabulka 12: Průměrná doba do splatnosti složek státního dluhu**

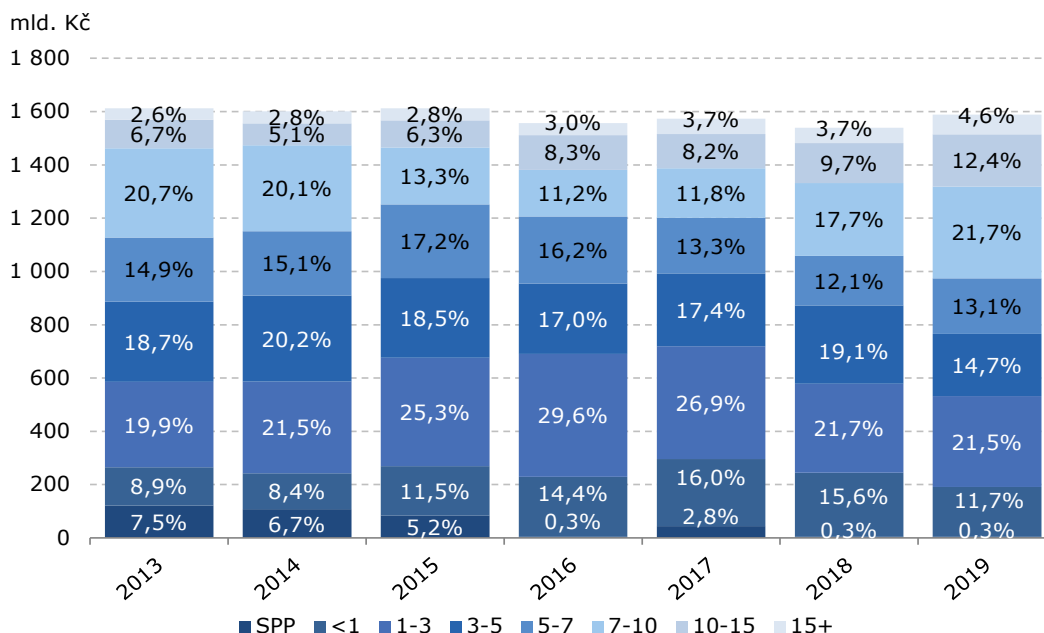
roky	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>SDD vydané na domácím trhu</b>	6,2	5,8	5,5	5,2	5,3	5,8	6,6
<b>SDD vydané na zahraničních trzích</b>	5,1	5,8	5,0	4,3	3,2	3,2	2,2
<b>SSD</b>	3,1	2,5	1,7	1,5	1,1	1,1	4,5
<b>Instrumenty peněžního trhu</b>	0,4	0,4	0,4	0,1	0,3	0,3	0,1
<b>Přijaté zápůjčky a úvěry, směnky</b>	11,4	10,4	9,8	9,1	7,9	7,5	7,4

Poznámka: Zbytková doba do splatnosti ke konci jednotlivých let. Zápůjčky a úvěry přijaté od mezinárodních finančních institucí.  
Zdroj: MF

V roce 2019 došlo k nárůstu průměrné doby do splatnosti státních dluhopisů o 0,7 roku, který byl dán zejména poklesem celkové jmenovité hodnoty státních dluhopisů v oběhu v segmentu se zbytkovou dobou do splatnosti do 5 let o 106,8 mld. Kč. Jeho podíl na celkové jmenovité hodnotě všech státních dluhopisů v oběhu ke konci roku 2019 činí 48,2 % a poklesl tak oproti konci roku 2018 o 8,5 p. b.

Oproti tomu došlo k nárůstu celkové jmenovité hodnoty státních dluhopisů ve všech segmentech zbytkové doby do splatnosti nad 5 let v celkové výši o 155,7 mld. Kč, přičemž nejvyšší nárůst zaznamenal segment 7 až 10 let (nárůst o 71,3 mld. Kč, resp. 3,9 p. b. oproti konci roku 2018) a segmentu 10 až 15 let (nárůst o 46,8 mld. Kč, resp. 2,6 p. b. oproti konci roku 2018).

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

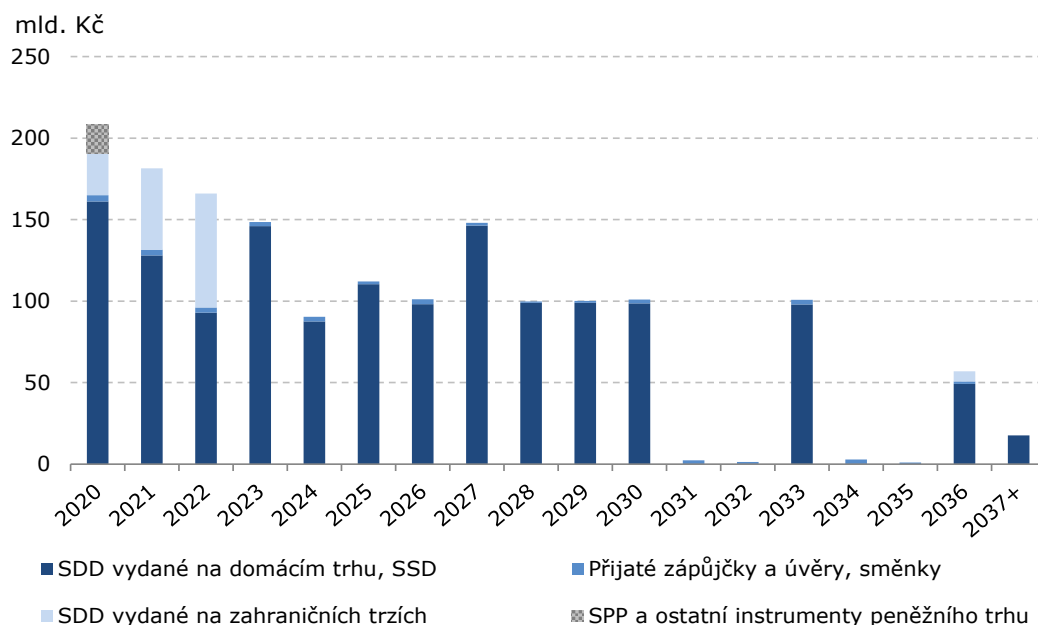


Poznámka: Zbytková doba do splatnosti ke konci jednotlivých let. Zahrnuje SDD vydané na domácím a zahraničních trzích, SSD a SPP.  
Zdroj: MF

Prodeje státních dluhopisů na domácím primárním a sekundárním trhu, případné emise na zahraničních trzích a čerpání dlouhodobých úvěrů od Evropské investiční banky budou i nadále řízeny v souladu s plněním dalšího klíčového cíle v podobě stabilizace a vyhlazování splatnostního profilu státního dluhu

v čase. Ve střednědobém výhledu v porovnání s rokem 2020 se nepředpokládá výrazný nárůst potřeby financování nezohledňující vliv plánovaných zpětných odkupů či výměn střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů před jejich splatností a splátek instrumentů peněžního trhu.

**Obrázek 28: Splatnostní profil státního dluhu**



Poznámka: Ke konci roku 2019. Zápůjčky a úvěry přijaté od mezinárodních finančních institucí.  
Zdroj: MF

S ohledem na refinanční riziko sleduje Ministerstvo strukturu dluhového portfolia dle jednotlivých instrumentů. Dlouhodobě zaujímají největší podíl fixně úročené střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy vydané na domácím trhu, jejichž podíl

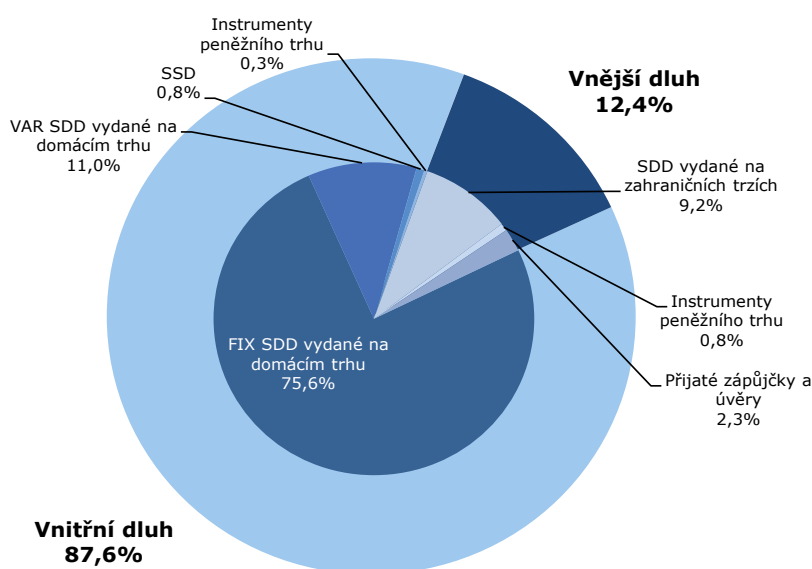
ke konci roku 2019 činí 75,6 % celkového státního dluhu, což představuje oproti konci roku 2018 nárůst o 1,8 p. b. Podíl variabilně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů vydaných na domácím trhu na státním dluhu dosahuje ke konci

roku 2019 výše 11,0 %, což představuje oproti konci roku 2018 snížení o 0,1 p. b.

Podíl celkové jmenovité hodnoty zahraničních emisí na celkovém státním dluhu dosahuje ke konci roku 2019 hodnoty 9,2 %, což oproti konci roku 2018 představuje snížení o 0,2 p. b. Podíl instrumentů peněžního trhu na celkovém státním dluhu dosahuje

ke konci roku 2019 hodnoty 1,1 %, což oproti konci roku 2018 představuje pokles o 1,6 p. b. Podíl spořicíh státních dluhopisů na celkovém státním dluhu ke konci roku 2019 činí 0,8 %, což oproti konci roku 2018 představuje nárůst o 0,5 p. b. Podíl úvěrů od Evropské investiční banky na celkovém státním dluhu se meziročně snížil o 0,3 p. b. na 2,3 %.

**Obrázek 29: Struktura státního dluhu dle instrumentů**

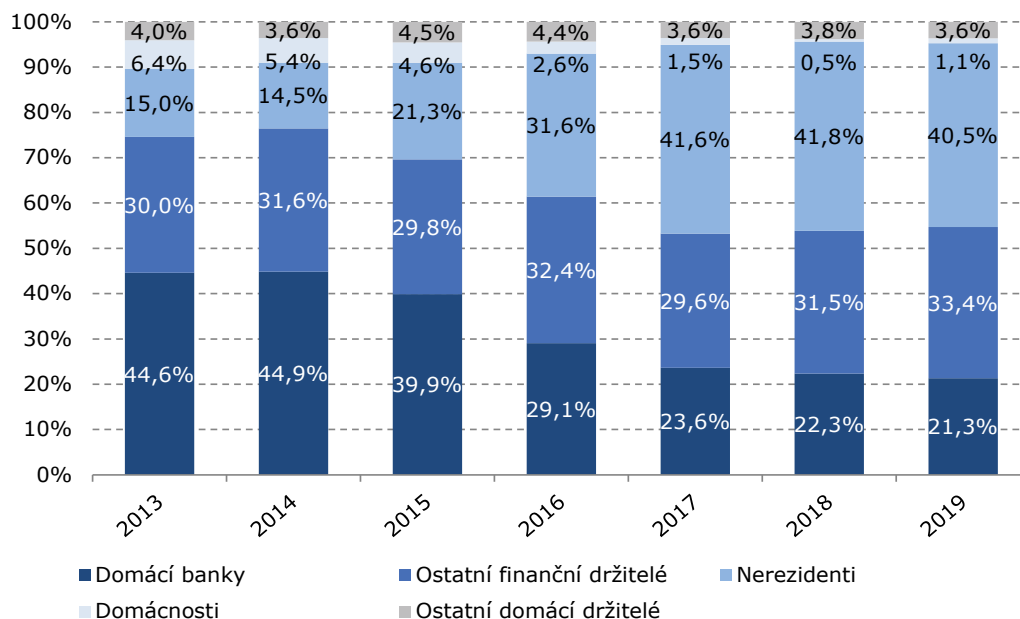


*Poznámka: Ke konci roku 2019. Zápůjčky a úvěry přijaté od mezinárodních finančních institucí.  
Zdroj: MF*

Struktura držitelů státních dluhopisů vydaných na domácím trhu zůstala v porovnání s rokem 2018 relativně stabilní, když se podíly jednotlivých sektorů měnily jen nepatrně. Nejvyšší podíl na držbě státních dluhopisů vydaných na domácím trhu tak zůstává sektoru nerezidentů, když na konci roku 2019 držely více jak 40 % státních dluhopisů vydaných na domácím trhu. Sektor ostatních finančních držitelů je v čase relativně stabilní, představující více jak 33 % držitelů státních dluhopisů vydaných

na domácím trhu, sektor domácích bank pak tvoří podíl 21,3 %. Nárůst sektoru domácností na úroveň 1,1 %, tedy o 0,6 p. b. v porovnání s předchozím rokem, je dán především obnovením projektu přímého prodeje státních dluhopisů občanům. Vzhledem k pokračování projektu i v roce 2020 lze očekávat navýšení tohoto podílu i v příštím roce s ohledem na zájem domácností o tuto možnost konzervativní investice.

**Obrázek 30: Struktura státních dluhopisů vydaných na domácím trhu dle typu držitele**

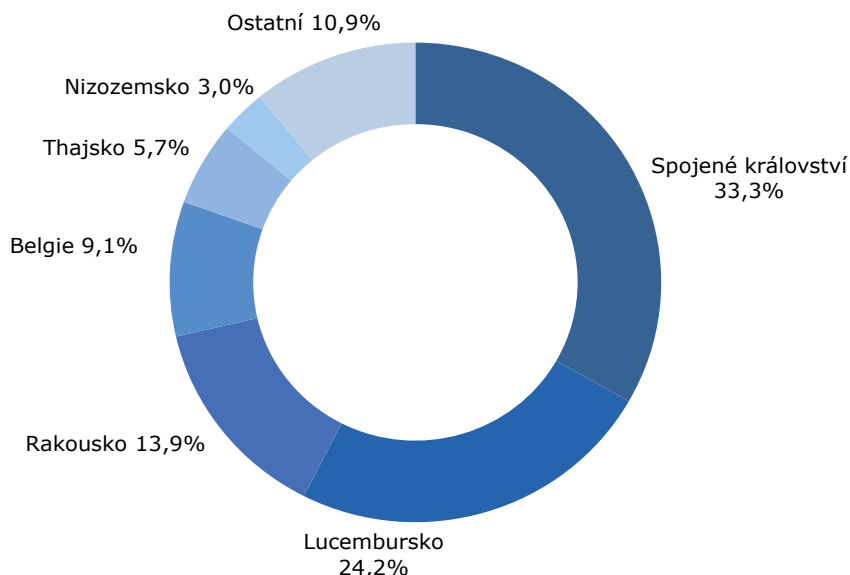


Poznámka: Ke konci jednotlivých let.  
Zdroj: MF, CDCP, ČNB

Z pohledu geografické struktury nerezidentů držících státní dluhopisy vydané na domácím trhu dominují investoři ze Spojeného království a z Lucemburska, kteří ke konci roku 2019 tvoří dohromady téměř 58 % všech nerezidentních držitelů. Oproti stavu na konci roku 2018 došlo k poklesu přibližně

o 11 p. b., současně však došlo ke stejnému nárůstu u investorů z Belgie a Rakouska. Z členského státu Evropské unie pochází 88,4 % nerezidentních držitelů, což je oproti roku 2018 pokles o 2 p. b. V menší míře pak drží státní dluhopisy investoři se sídlem v Severní Americe a v jihovýchodní Asii.

**Obrázek 31: Struktura nerezidentů držících státní dluhopisy vydané na domácím trhu**



Poznámka: Ke konci roku 2019. Nezahrnuje SPP.  
Zdroj: MF, CDCP

## Úrokové riziko

Nejdůležitějším tržním rizikem řízení státního dluhu zůstává úrokové riziko, které Ministerstvo řídí prostřednictvím strategického ukazatele průměrné doby do refixace státního dluhu, pro kterou nastavuje střednědobou cílovou hodnotu.

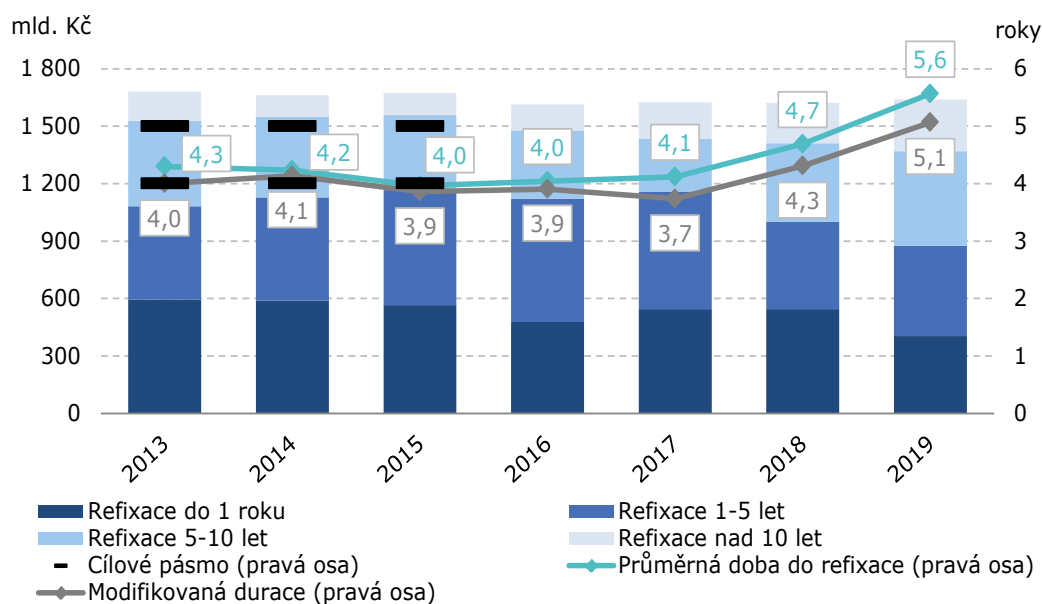
Průměrná doba do refixace státního dluhu ke konci roku 2019 činí 5,6 roku a nachází se tak nad úrovní cílové hodnoty pro střednědobý horizont stanovené ve výši 5,0 roku s možností odchylky 0,25 roku. Oproti konci roku 2018 dochází k nárůstu tohoto ukazatele o 0,9 roku. Důvodem je zejména růst průměrné doby do splatnosti dluhového portfolia a také pokles podílu variabilně úročených státních dluhopisů, jelikož v roce 2019 byly vydávány výhradně fixně úročené střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy. Ministerstvo tak navazuje na předchozí roky, kdy emise variabilně úročených státních dluhopisů tvořily minoritní podíl.

Růst průměrné doby do refixace státního dluhu sice znamená, že úrokové výdaje státního dluhu

jsou v průměru generovány na delším konci výnosové křivky, což může ve střednědobém horizontu představovat vyšší úrokové výdaje, avšak dochází ke snížení rizika vyšších výdajů v případě krátkodobého navýšení úrokových sazeb a výnosů.

V segmentu instrumentů úročených na krátkém konci výnosové křivky byly na primárním a sekundárním trhu vydány fixně úročené střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy splatné do tří let v celkové jmenovité hodnotě 33,1 mld. Kč, což činí 11,8 % celkové hrubé emise na domácím trhu, čímž tento podíl vzrostl o 1,4 p. b. oproti roku 2018. Instrumenty peněžního trhu na celkovém státním dluhu ke konci roku 2019 dosáhly úrovně 1,1 % a tento podíl poklesl oproti konci roku 2018 o 1,6 p. b. Za tímto poklesem stojí především pokrytí části krátkodobých depozitních eurových operací státním eurodluhopisem se splatností 2,5 roku v den vydání první tranše, zatímco podíl státních pokladničních poukázek zůstal stabilní.

**Obrázek 32: Úroková refixace státního dluhu**



Poznámka: Ke konci jednotlivých let.  
Zdroj: MF

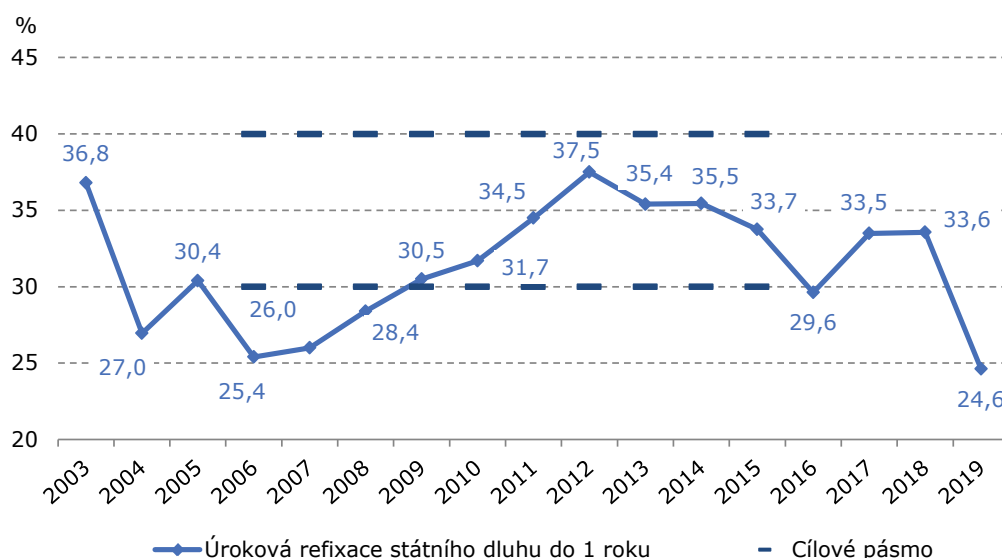
Dalším ukazatelem, který Ministerstvo sleduje v souvislosti s řízením úrokového rizika a pro který stanovuje strategický cíl, je úroková refixace dluhového portfolia do jednoho roku, což je podíl dluhu, který je citlivý na fluktuace úrokových sazeb na finančním trhu v následujícím roce. Pro střednědobý horizont bylo pro tento ukazatel staveno cílové pásmo na úrovni 30,0 až 40,0 % celkového státního dluhu. Ke konci roku 2019 činí pokles tohoto ukazatele 8,9 p. b. oproti konci roku 2018, když se podíl úrokové refixace do jednoho roku na celkovém státním dluhu pohybuje na úrovni 24,6 %.

V souvislosti s relativně omezenou emisí variabilně úročených státních dluhopisů a instrumentů peněžního trhu, zejména státních pokladničních poukázek, z důvodu vyšších úrokových výdajů s nimi spojenými ve srovnání s emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů s výrazně delší zbytkovou dobou do splatnosti je pro střednědobý horizont zrušena dolní mez cílového pásma a od roku 2020 je tak nastavena limitní hranice na úrovni 40,0 % celkového státního dluhu. Hodnota ke konci roku 2019 se tak nachází pod touto nově stanovenou hranicí.

Struktura úrokové refixace do jednoho roku je důležitá nejenom pro vyjádření krátkodobého úrokového rizika, ale ovlivňuje i dlouhodobější úrokové riziko vyjádřené ukazatelem průměrné doby do refixace. Dluhové portfolio, které je citlivé na fluktuace úrokových sazeb na finančním trhu v roce 2020, tvoří převážně variabilně úročené střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy (44,5 %) a fixně

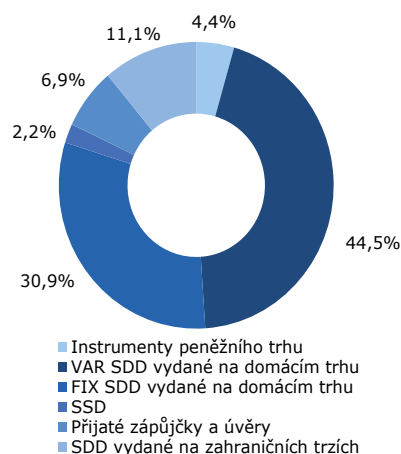
úročené střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy (30,9 %) vydané na domácím trhu. Státní dluhopisy vydané na zahraničních trzích včetně dopadů derivátových operací tvoří 11,1 % tohoto portfolio, přijaté zápůjčky a úvěry od mezinárodních finančních institucí 6,9 %, státní pokladniční poukázky a ostatní instrumenty peněžního trhu 4,4 % a spořicí státní dluhopisy představují 2,2 % tohoto portfolio.

**Obrázek 33: Úroková refixace státního dluhu do 1 roku**



Poznámka: Ke konci jednotlivých let.  
Zdroj: MF

**Obrázek 34: Struktura úrokové refixace státního dluhu do 1 roku**

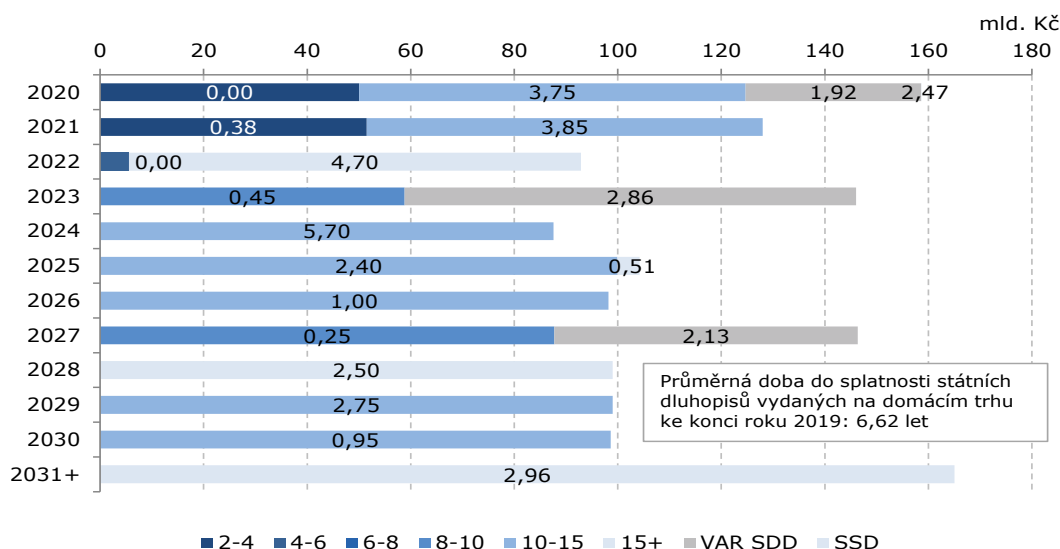


Poznámka: Ke konci roku 2019. Zápůjčky a úvěry přijaté od mezinárodních finančních institucí.  
Zdroj: MF

Ministerstvo monitoruje rovněž strukturu střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů

vydaných na domácím trhu dle aktuální a původní doby do splatnosti a kupónové sazby. Takto konstruovaná struktura dluhopisů umožňuje detailně rozčlenit úrokové výdaje na obsluhu státního dluhu generované fixně úročenými střednědobými a dlouhodobými státními dluhopisy vydanými na domácím trhu. Ke konci roku 2019 mají tyto dluhopisy průměrnou kupónovou sazbu ve výši 2,41 % p. a., dluhopisy splatné v roce 2020 mají průměrnou kupónovou sazbu 2,24 % p. a. V segmentu 2 až 4 roky původní doby do splatnosti mají tyto dluhopisy průměrnou kupónovou sazbu ve výši 0,19 % p. a., v segmentu 4 až 6 let mají průměrnou kupónovou sazbu ve výši 0,00 % p. a., v segmentu 6 až 8 let není obsažen žádný dluhopis, v segmentu 8 až 10 let původní doby do splatnosti mají tyto dluhopisy průměrnou kupónovou sazbu 0,33 % p. a., v segmentu 10 až 15 let mají průměrnou kupónovou sazbu 2,80 % p. a. a v segmentu více jak 15 let mají průměrnou kupónovou sazbu 3,26 % p. a.

**Obrázek 35: Splatnostní profil státních dluhopisů vydaných na domácím trhu dle doby do splatnosti a kupónové sazby**

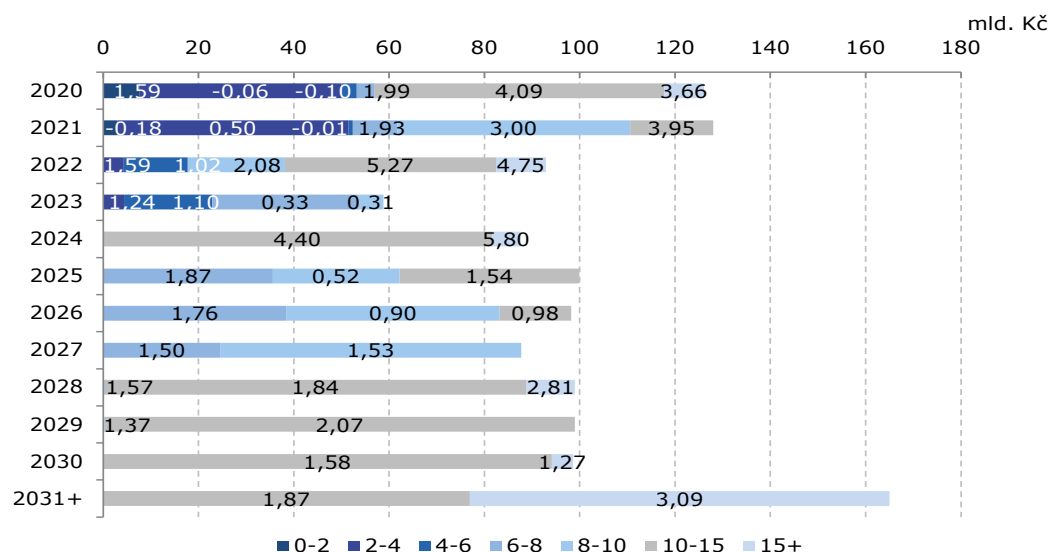


Poznámka: Splatnostní profil ke konci roku 2019. Segmenty představují původní dobu splatnosti. Údaje v jednotlivých segmentech představují průměrnou kupónovou sazbu v % p. a. Bez zahrnutí proti-inflačních SSD a SPP.  
Zdroj: MF

Ministerstvo dále sleduje strukturu fixně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů vydaných na domácím trhu 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 2019 dosahuje průměrná roční nákladovost fixně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů vydaných na domácím trhu výše 2,17 % p. a. a oproti konci roku 2018 klesla o 0,09 p. b. V roce

2020 jsou splatné dluhopisy s průměrnou roční nákladovostí 2,34 % p. a. v následující struktuře: dluhopisy prodané v segmentu 0 až 2 roky zbytkové doby do splatnosti s průměrnou roční nákladovostí 1,59 % p. a., dluhopisy prodané v segmentu 2 až 4 roky zbytkové doby do splatnosti s průměrnou roční nákladovostí -0,06 % p. a., dluhopisy prodané v segmentu 4 až 6 let s průměrnou roční nákladovostí -0,10 % p. a., dluhopisy prodané v segmentu 6 až 8 let s průměrnou roční nákladovostí 1,99 % p. a., dluhopisy prodané v segmentu 10 až 15 let s průměrnou roční nákladovostí 4,09 % p. a. a dluhopisy prodané v segmentu nad 15 let s průměrnou roční nákladovostí 3,66 % p. a.

**Obrázek 36: Splatnostní profil státních dluhopisů vydaných na domácím trhu dle dosaženého výnosu do splatnosti**



Poznámka: Ke konci roku 2019. Splatnostní profil fixně úročených SDD vydaných na domácím trhu dle doby do splatnosti v okamžiku prodeje. Údaje v jednotlivých segmentech představují průměrný výnos do splatnosti dosažený v okamžiku prodeje SDD v % p. a.  
Zdroj: MF

**Tabulka 13: Průměrné kupónové sazby a nákladovost státních dluhopisů vydaných na domácím trhu dle roku splatnosti**

% p. a.	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031+	Průměr
<b>Průměrná kupónová sazba<sup>1</sup></b>	2,24	2,45	4,42	0,45	5,70	2,40	1,00	0,25	2,50	2,75	0,95	2,96	2,41
<b>Průměrná nákladovost<sup>1</sup></b>	2,34	2,01	3,73	0,64	4,50	1,39	1,25	1,52	1,94	2,07	1,56	2,52	2,17

<sup>1</sup> Zahrnuje pouze fixně úročené SDD.  
Poznámka: Stav ke konci roku 2019.  
Zdroj: MF

## Měnové riziko

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. Cizoměnový dluh představuje celkovou jmenovitou hodnotu dluhového portfolia denominovanou v cizí měně. Čistá cizoměnová expozice se udává po očištění o cizoměnovou expozici státních finančních aktiv a dále 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 s dopadem na výši státního dluhu a podíl čisté cizoměnové expozice s dopadem na výši úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu. Pro oba ukazatele byla pro rok 2019 stanovená limitní hranice 15 % + 2 p. b. na celkovém státním dluhu, přičemž platí, že dlouhodobé překročení 15% hranice není možné, překročení o 2 p. b. slouží pouze ke krátkodobému překlenutí nenadálé deprecie domácí měny.

## 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 státních dluhopisů vydaných na domácím trhu.

Dluhopisy obsažené v benchmarkovém portfoliu jsou vydávány vždy v den aukce ve stejné jmenovité hodnotě jako skutečně vydávané dluhopisy. Všechny dluhopisy benchmarkového portfolia jsou vydávány se stejnou zbytkovou dobou do splatnosti, přičemž tato zbytková doba do splatnosti zaručuje stejnou průměrnou dobu do splatnosti syntetického portfolia státního dluhu obsahujícího benchmarkové portfolio, jako činí průměrná doba do splatnosti skutečného portfolia ke konci roku. Průměrná doba do splatnosti státního dluhu ke konci roku 2019 činí 6,2 roku. Pokud jsou skutečné emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů nahrazeny fixně úročenými dluhopisy benchmarkového portfolia se splatností

Ke konci roku 2019 činí hodnota podílu čisté cizoměnové expozice s dopadem na výši státního dluhu 10,1 % celkového státního dluhu a pohybuje se tak pod svojí limitní hranicí. Ve srovnání s koncem roku zůstává stabilní, když došlo k poklesu ukazatele o 0,2 p. b. Hodnota podílu čisté cizoměnové expozice s dopadem na výši úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu ke konci roku 2019 činí 10,1 % celkového státního dluhu a rovněž se pohybuje pod svojí limitní hranicí. Oproti konci roku 2018 došlo k poklesu o 0,2 p. b.

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 2019 je čistá cizoměnová expozice státního dluhu s dopadem na výši úrokových výdajů denominována výhradně v měně euro. Podíl cizoměnového státního dluhu na celkovém státním dluhu ke konci roku 2019 činí 11,6 %, když oproti konci roku 2018 došlo k poklesu ukazatele o 0,3 p. b., a zůstává tak stabilní.

11,4 roku v době aukce, bude činit požadovaná průměrná splatnost syntetického portfolia státního dluhu 6,2 roku ke konci roku 2019.

Průměrný vážený výnos portfolia střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů denominovaných v domácí měně skutečně prodaných v aukcích na domácím trhu během roku 2019 za použití průměrného výnosu do splatnosti dosaženého v aukci v případě fixně úročených dluhopisů činil 1,81 % p. a. Průměrný vážený výnos dluhopisů benchmarkového portfolia, získaný z teoretické výnosové křivky modelované pomocí Svenssonova modelu, dosažený v roce 2019 činí 1,81 % p. a., tj. na úrovni průměrného váženého výnosu skutečného portfolia.

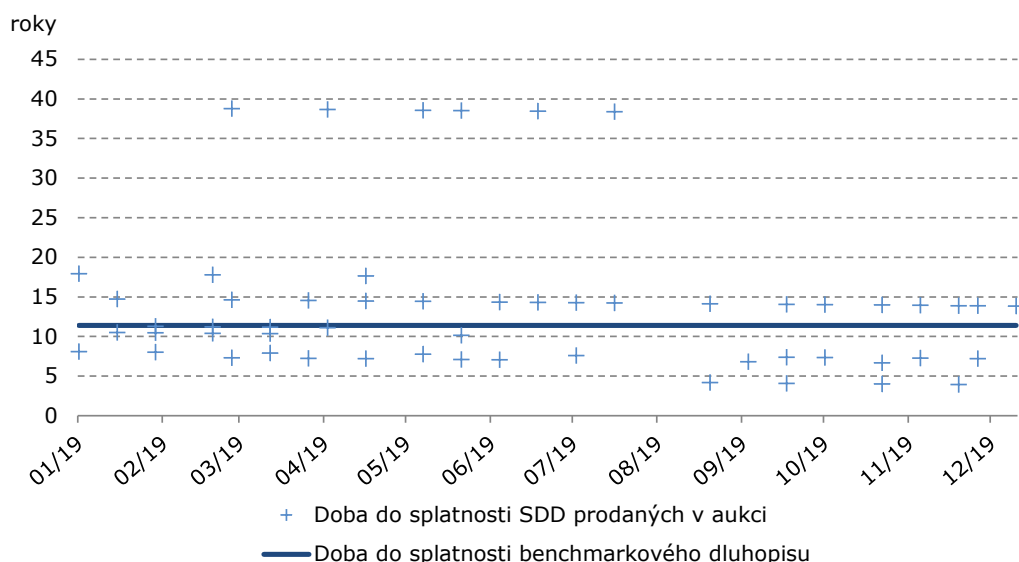
Pro posouzení skutečně dosažené úspory v roce 2019 je potřeba vyjádřit akruální úrokový náklad z každého vydaného dluhopisu ve skutečném i benchmarkovém portfoliu, a poté tyto celkové akruální náklady v jednotlivých portfoliích porovnat. Celkový roční

náklad v aktuálním vyjádření ze všech skutečně prodaných střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů vydaných na domácím trhu v aukcích během roku 2019 činí 4,1 mld. Kč. Celkový aktuální roční úrokový náklad generovaný v benchmarkovém portfoliu činí rovněž 4,1 mld. Kč.

Z výše uvedeného srovnání vyplývá, že skutečným nastavením emisního kalendáře a se zohledněním

vývoje úrovně a tvaru výnosové křivky bylo dosaženo srovnatelného výnosu do splatnosti i aktuálního úrokového nákladu jako u syntetického benchmarkového portfolia, které je však teoretické a v praxi jej nelze dosáhnout, a to z důvodu nutnosti znovuotevřít dříve vydané emise státních dluhopisů ideálně po celé délce výnosové křivky za účelem podpory jejich likvidity na sekundárním trhu.

**Obrázek 37: Doba do splatnosti státních dluhopisů prodaných v aukcích a benchmarkového dluhopisu**

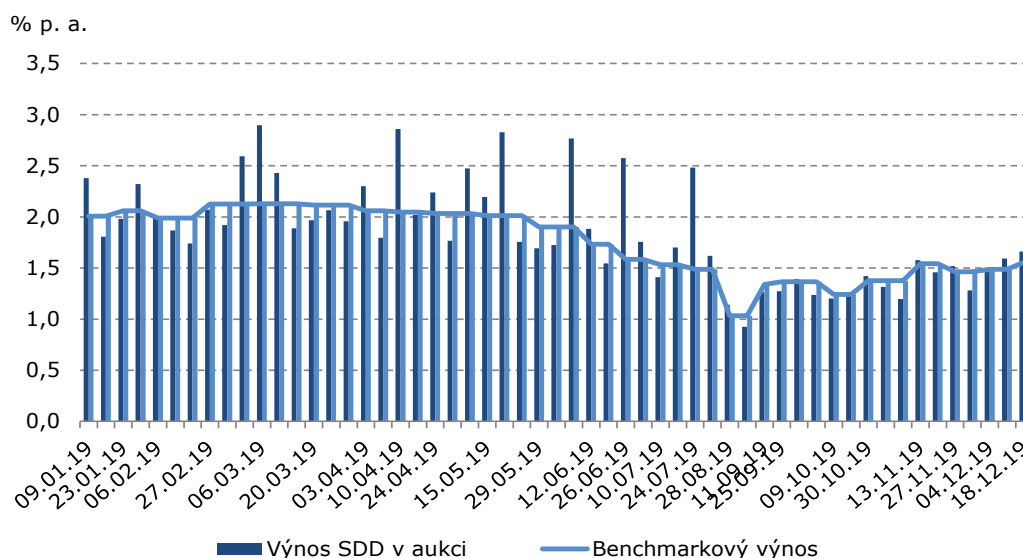


Poznámka: Zbytková doba do splatnosti. Zahrnuje SDD denominované v domácí měně.  
Zdroj: MF

V průběhu roku 2019 bylo na primárním trhu státních dluhopisů uskutečněno 56 aukcí fixně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů denominovaných v domácí měně v celkové jmenovité hodnotě 224,8 mld. Kč, aukce variabilně úročených střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů denominovaných v domácí měně

nebyla realizována žádná. Průměrná vážená doba do splatnosti všech střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů denominovaných v domácí měně prodaných v aukcích na domácím primárním trhu průběhu roku 2019 dosahuje 11,4 roku a je totožná s dobou do splatnosti benchmarkového dluhopisu.

**Obrázek 38: Výnosy státních dluhopisů prodaných v aukcích a benchmarkového dluhopisu**



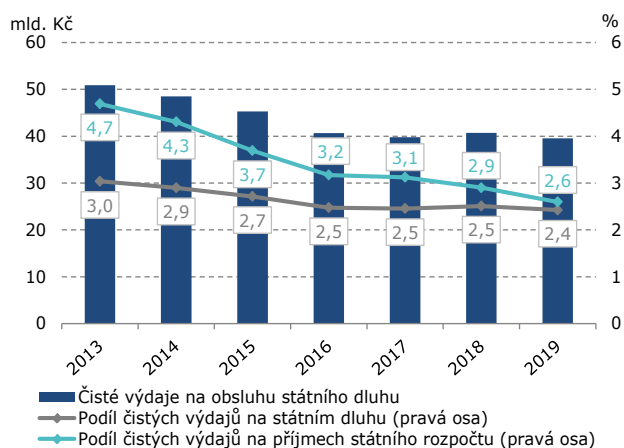
Poznámka: Zahrnuje SDD denominované v domácí měně.  
Zdroj: MF

## 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, které jsou založeny stejně jako celý státní rozpočet na hotovostním principu a nedochází tedy k jejich aktualizaci podle metodiky ESA 2010, která probíhá až při přípravě dat pro notifikace. Podíl čistých výdajů na obsluhu státního dluhu na příjmech státního rozpočtu i HDP vykazuje počínaje rokem 2014 klesající trend, podíl těchto výdajů na státním dluhu je pak v posledních letech stabilizován na úrovni 2,4 % až 2,5 % státního dluhu.

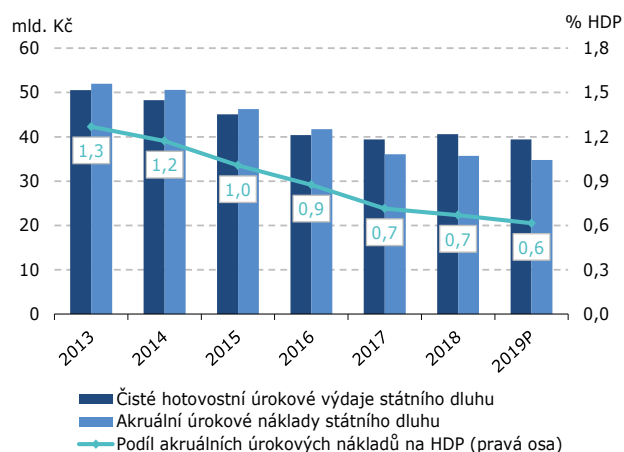
**Obrázek 39: Čisté výdaje na obsluhu státního dluhu**



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 2019 je způsoben souběhem poklesu státního dluhu a z dlouhodobého hlediska nízké úrovně výnosů státních dluhopisů.

**Obrázek 40: Čisté hotovostní výdaje a akruální náklady na obsluhu státního dluhu**



Poznámka: Zdroj pro HDP v metodice ESA 2010 v letech 2013 až 2018 je ČSÚ, pro rok 2019 Makroekonomická predikce České republiky – leden 2020. 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 roli v poměru mezi hotovostními výdaji a akruálními náklady hraje rovněž vývoj úrokových sazeb, kdy v případě jejich růstu u plateb hrazených na konci kalkulačního období dojde k převaze akruálních nákladů, v případě úrokového výdaje vypořádaného na počátku trvání instrumentu pak k převaze hotovostních výdajů. Stejný princip 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 14: Hotovostní prémie a diskonty a rozdíl hotovostních výdajů a akruálních nákladů**

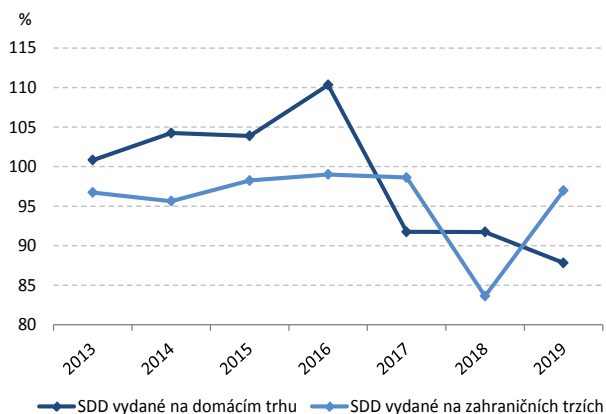
mld. Kč	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Hotovostní prémie</b>	5,8	6,0	7,1	8,6	8,4	8,4	11,4
<b>Hotovostní diskonty</b>	1,4	1,3	0,6	0,0	3,0	8,0	10,3
<b>Rozdíl hotovostních diskontů a premií</b>	-4,4	-4,7	-6,5	-8,6	-5,4	-0,4	-1,1
<b>Rozdíl hotovostních výdajů a akruálních nákladů</b>	-0,3	-1,5	-1,3	-2,8	2,4	2,7	4,3

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 2019 se podílí devíti desetinami na celkových akruálních nákladech státního dluhu. U střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů vydaných na domácím trhu převažují hotovostní úrokové výdaje nad akruálními náklady. V případě střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů vydaných na zahraničním trhu, které se v roce 2019

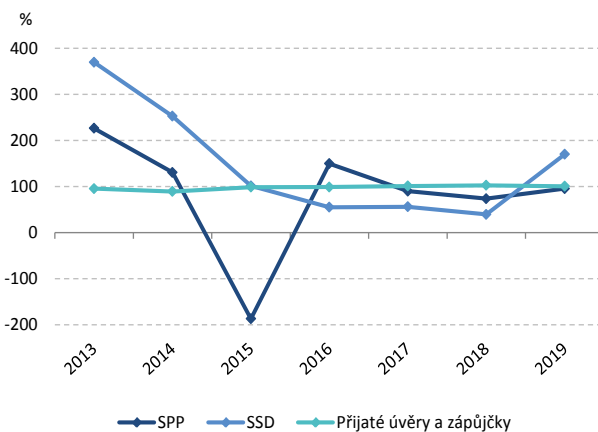
podílí na celkových akruálních nákladech cca jednou pětinou, rovněž převažují hotovostní úrokové výdaje nad akruálními náklady. Vzhledem ke krátké době splatnosti většiny poskytnutých zápůjček v podobě zápůjčních facilit a rovněž státních pokladničních poukázek, nejsou rozdíly mezi hotovostními výdaji 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 akruální náklady převažují hotovostní úrokové výdaje.

**Obrázek 41: Podíl akruálních nákladů a čistých hotovostních úrokových výdajů státních dluhopisů**



Zdroj: MF

**Obrázek 42: Podíl akruálních nákladů a čistých hotovostních úrokových výdajů dalších složek státního dluhu**



Poznámka: Zápůjčky a úvěry přijaté od mezinárodních finančních institucí.  
Zdroj: MF

## Rozpočet kapitoly Státní dluh

Rozpočet kapitoly 396 – Státní dluh je každoročně sestavován na základě analýzy úrokových výdajů Cost-at-Risk. Očekávané čisté výdaje činily 46,1 mld. Kč. Skutečně dosažené čisté výdaje kapitoly v roce 2019 jsou na úrovni 39,6 mld. Kč, tj. zhruba 0,7 % HDP a 2,6 % celkových příjmů státního rozpočtu bez zahrnutí příjmů kapitoly 396 – Státní dluh. Rozdíl skutečných čistých výdajů oproti

původně schválenému rozpočtu ve výši 46,5 mld. Kč činí 6,9 mld. Kč, což částečně přispělo k lepšímu než očekávanému hospodaření státního rozpočtu v roce 2019. Rozdíl mezi skutečnými a rozpočtovanými čistými výdaji je zapříčiněn nižšími výdaji oproti schválenému rozpočtu, zatímco příjmy byly nulové stejně jako schválený rozpočet. Oproti roku 2018 došlo k poklesu čistých výdajů o cca 2,9 %.

**Tabulka 15: Rozpočtové příjmy a výdaje kapitoly Státní dluh**

mil. Kč	Skutečnost 2018	Rozpočet 2019		Skutečnost 2019	% plnění	2019/2018 (%)
		Schválený	Po změnách			
<b>1. Úrokové výdaje a příjmy celkem</b>	<b>40 615 0</b>	<b>46 149 -</b>	<b>40 149 -</b>	<b>39 400 -</b>	<b>98,1 -</b>	<b>97,0 -</b>
<b>Vnitřní dluh</b>	31 272 -	37 413 -	32 213 -	32 142 -	99,8 -	102,8 -
Instrumenty peněžního trhu	(-) 2 013 -	(-) 1 820 -	(-) 3 720 -	(-) 3 742 -	100,6 -	185,9 -
SSD	1 198 -	147 -	147 -	166 -	112,4 -	13,8 -
SDD vydané na domácím trhu	32 086 -	39 086 -	35 786 -	35 719 -	99,8 -	111,3 -
<b>Vnější dluh</b>	9 344 -	8 731 -	7 931 -	7 261 -	91,6 -	77,7 -
SDD vydané na zahraničních trzích	8 808 -	7 907 -	7 107 -	6 436 -	90,5 -	73,1 -
Přijaté zápůjčky a úvěry <sup>1</sup>	536 -	824 -	824 -	825 -	100,2 -	153,9 -
<b>Platební účty</b>	0 0	5 -	5 -	(-) 3 -	-50,2 -	1 196,2 -
<b>2. Poplatky</b>	<b>114 0</b>	<b>350 -</b>	<b>350 -</b>	<b>151 -</b>	<b>43,2 -</b>	<b>132,7 -</b>
<b>Saldo kapitoly celkem</b>	<b>40 729</b>	<b>46 499</b>	<b>40 499</b>	<b>39 551</b>	<b>-</b>	<b>97,1</b>

<sup>1</sup> Zápůjčky a úvěry přijaté od mezinárodních finančních institucí.  
Poznámka: (-) značí příjmy, resp. výnosy.  
Zdroj: MF

**Tabulka 16: Přehled rozpočtových opatření v kapitole Státní dluh realizovaných v roce 2019**

Číslo kapitoly	Kapitola	Částka (Kč)
307	Ministerstvo obrany	350 000 000
313	Ministerstvo práce a sociálních věcí	300 000 000
314	Ministerstvo vnitra	1 300 000 000
317	Ministerstvo pro místní rozvoj	100 000 000
327	Ministerstvo dopravy	1 000 000 000
328	Český telekomunikační úřad	1 000 000 000
329	Ministerstvo zemědělství	1 000 000 000
334	Ministerstvo kultury	750 000 000
335	Ministerstvo zdravotnictví	200 000 000
<b>Celkem</b>		<b>6 000 000 000</b>

Poznámka: Detailnější přehled realizovaných rozpočtových opatření v kapitole Státní dluh je součástí Přílohy II.  
Zdroj: MF

V průběhu roku 2019 bylo z výdajů kapitoly formou rozpočtových opatření do jiných rozpočtových kapitol převedeno celkem 6,0 mld. Kč. Výsledný rozdíl skutečných čistých výdajů oproti konečnému rozpočtu po zahrnutí vlivu rozpočtových opatření dosahuje 0,9 mld. Kč.

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. 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 úspor na výdajích státního rozpočtu. Celková úspora státního rozpočtu díky prodeji variabilně úročených dluhopisů oproti prodeji fixně úročených dluhopisů se stejnou dobou do splatnosti, tj. při zachování stejného refinančního rizika, v letech 2008 až 2019 činí více než 26 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, celková úspora spojená s emisí Dluhopisu České republiky, 2008-2016, VAR dosáhla cca 12,1 mld. Kč a celková úspora spojená s emisí Dluhopisu České republiky, 2012-2017, VAR dosáhla cca 2,2 mld. Kč.

Úrokové náklady na obsluhu státního dluhu dosahují v roce 2019 v aktuálním vyjádření výše 34,8 mld. Kč, z čehož činí úrokové náklady na státní dluh vydaný v roce 2019 cca 3,3 mld. Kč. Celková jmenovitá hodnota státního dluhu vydaného v roce 2019 činí 298,1 mld. Kč včetně státních pokladničních poukázek vydaných a zároveň splacených v průběhu roku. Aktuální náklady spojené se státním dluhem vydaným v letech 2018 a 2019 jsou přibližně stejné, jejich nárůst ve srovnání s nově vydávaným státním dluhem v letech 2016 a 2017 je dán prodlužováním doby do splatnosti vydávaných státních dluhopisů a postupným růstem výnosů státních dluhopisů po celé délce výnosové křivky.

**Tabulka 17: Úrokové výdaje a aktuální náklady na nově vydaný státní dluh**

mld. Kč	Jmenovitá hodnota	Čisté úrokové výdaje / aktuální náklady			
		2019P	2020P	2021P	2022P
<b>Hotovostní vyjádření</b>	298,1	0,2	4,3	4,3	4,3
<b>Aktuální vyjádření</b>	298,1	3,3	4,8	4,8	4,8
<b>Hrubá emise SDD</b>	280,9	3,1	4,5	4,5	4,5
<b>Hrubá emise SPP</b>	6,8	0,0	0,0	-	-
<b>Hrubá emise SSD</b>	10,4 <sup>1</sup>	0,2	0,3	0,3	0,3

<sup>1</sup> Nezahrnuje reinvestice výnosů dříve vydaných SSD.  
Zdroj: MF

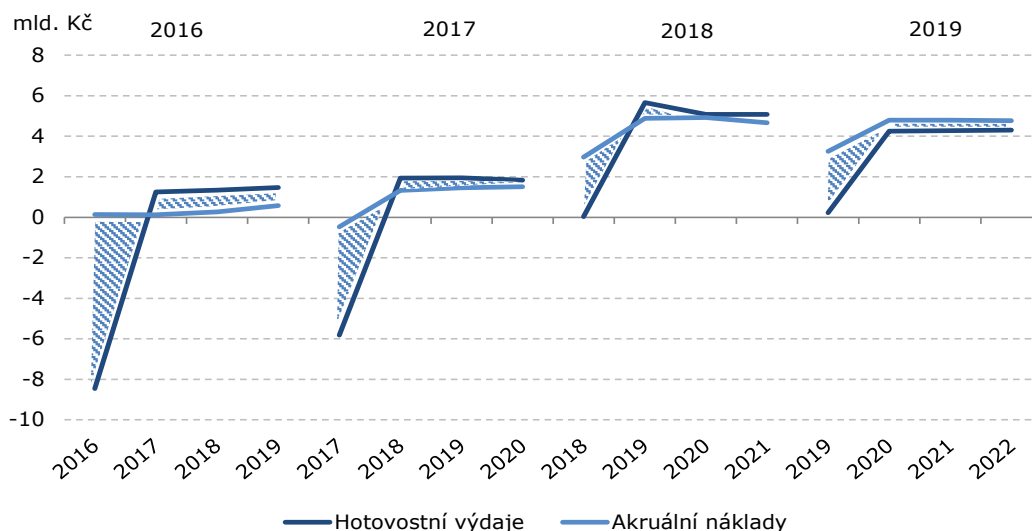
Podobný vývoj vykazují čisté úrokové výdaje na tentýž dluh v hotovostním vyjádření, když výše těchto výdajů v roce 2019 činí 0,2 mld. Kč. V letech 2020 až 2022 se očekávají čisté úrokové výdaje na nový státní dluh na úrovni cca 4,3 mld. Kč. Nově vydaný státní dluh v roce 2019 přinesl čistý hotovostní výdaj státního rozpočtu ve výši cca 0,2 mld. Kč. Velmi nízké výdaje rozpočtu generované ze státního dluhu vydaného v roce 2019 však budou v následujících letech vykompenzovány vyššími hotovostními výdaji, zatímco aktuální náklady budou v následujícím období, zejména v letech splatnosti vydávaných dluhových instrumentů v roce 2019, postupně nižší. Platí, že čisté hotovostní úrokové výdaje a aktuální náklady na nový státní dluh se za dobu existence tohoto dluhu rovnají. Následující obrázek dokumentuje, že v letech 2016 a 2017 generoval dluh vydaný v každém z těchto roků hotovostní

příjem v roce vydání, což bylo způsobeno především nepřetržitým poklesem tržních výnosů až na svá historická minima ke konci roku 2016, a následně postupným růstem tržních výnosů prakticky po celý rok 2017 i 2018. Pokud by byly v každém roce vydávány pouze nové emise dluhopisů s tržní kupónovou sazbou a kupónem vypláceným ke konci roku, byly by aktuální náklady a čisté hotovostní úrokové výdaje v roce vydání totožné. Z tohoto důvodu je aktuální vyjádření nákladů na státní dluh přesnější a více vypovídající, jelikož není ovlivněno znovuotevíráním emisí s jinou než tržní kupónovou sazbou, kterému se ale nelze v reálném světě vyhnout, protože nízké nominální hodnoty emisí dluhopisů způsobují nelikvidnost těchto dluhopisů a v konečném důsledku mohou způsobit nárůst úrokových nákladů z titulu premie za nelikvidnost. Z grafu je dále patrný výrazný nárůst aktuálních nákladů na nový státní dluh

vydaný v roce 2018, což souvisí se zvýšením celkové hrubé emise střednědobých a dlouhodobých dluhových instrumentů, prodlužováním doby do jejich splatnosti a také trvajícím nárůstem výnosů státních dluhopisů, který se již v průběhu roku 2017 projevil v nárůstu akruálních nákladů na nový státní dluh vydaný v tomto roce. Stabilizace

akruálních nákladů na nový státní dluh vydaný v roce 2019 souvisí zejména s prodlužováním doby do splatnosti vydávaných střednědobých a dlouhodobých dluhových instrumentů v tomto roce při poklesu výnosů státních dluhopisů po celé délce výnosové křivky ve srovnání s rokem 2018.

**Obrázek 43: Čisté hotovostní a akruální úrokové náklady nového dluhu**

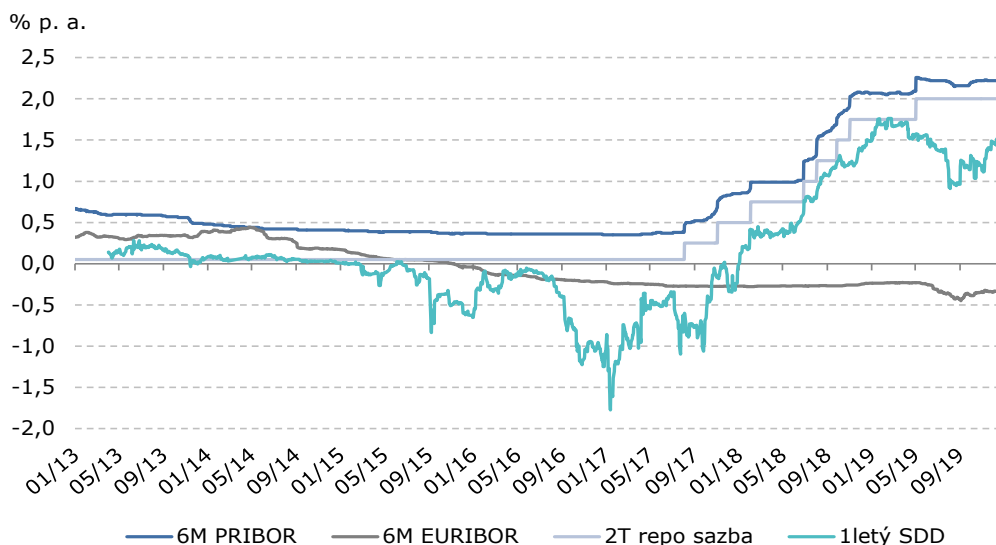


Zdroj: MF

V roce 2019 došlo k dalšímu poklesu výnosových křivek eurového peněžního trhu. Sazba šestiměsíční EURIBOR během roku 2019 klesala s vyšší volatilitou oproti předchozím rokům. Opačně se vyvíjely výnosové křivky korunového peněžního trhu, které během roku 2019 opětovně vzrostly v souvislosti s měnovou politikou České národní banky, která

v dubnu 2017 upustila od používání měnového kurzu jako nástroje měnové politiky a během roku 2018 hned pětkrát a v roce 2019 jednou navýšila základní úrokovou sazbu (2T repo sazbu) vždy o 0,25 p. b. až na 2,00 % p. a. Sazba šestiměsíční PRIBOR v reakci na tyto kroky pokračovala i v průběhu roku 2019 v růstu s výrazně vyšší volatilitou.

**Obrázek 44: Vývoj sazeb: 6M PRIBOR, 6M EURIBOR, 2T repo sazba a výnos státního dluhopisu**



Zdroj: ČNB, MTS, Refinitiv

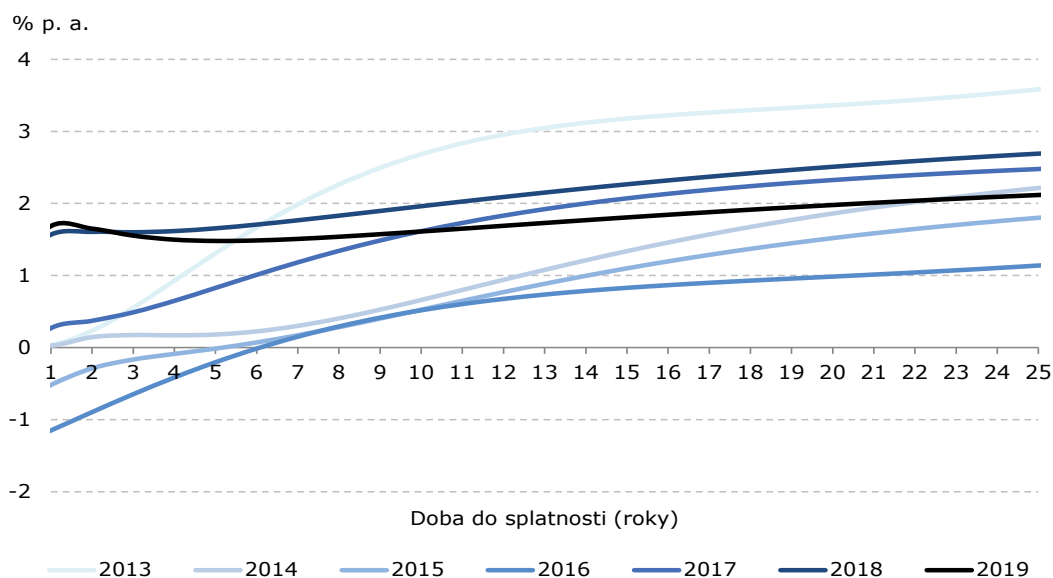
Výnosy státních dluhopisů po celé délce výnosové křivky v průběhu prvního pololetí roku 2019 pozvolna klesaly, výrazněji však na jejím dlouhém

konci, čímž docházelo k dalšímu jejímu zplošťování. Po dalším výraznějším poklesu celé výnosové křivky od konce července do poloviny srpna 2019 se výnosy

státních dluhopisů na krátkém konci výnosové křivky pohybovaly nejnižší od poloviny roku 2018, na dlouhém konci výnosové křivky pak nejnižší od konce třetího čtvrtletí roku 2017. Následně výnosy státních dluhopisů po celé délce výnosové křivky ve zbytku roku 2019 pozvolna rostly, když výnosy na krátkém konci výnosové křivky se na konci roku 2019 pohybovaly prakticky na úrovni konce roku 2018, na dlouhém konci výnosové křivky však oproti

konci roku 2018 dále výrazněji poklesly. Ke konci roku 2019 tak výnosová křivka zůstala plochá, když v celém segmentu od 1 roku do 10 let se teoretické výnosy pohybovaly v rozmezí cca 1,50 % p. a. až 1,65 % p. a. Navíc prakticky po celý rok 2019 byla na krátkém konci výnosové křivky patrná určitá anomálie, kdy střednědobé výnosy se nacházely níže nebo na stejné výši jako výnosy na kratším konci výnosové křivky.

**Obrázek 45: Výnosová křivka státních dluhopisů**

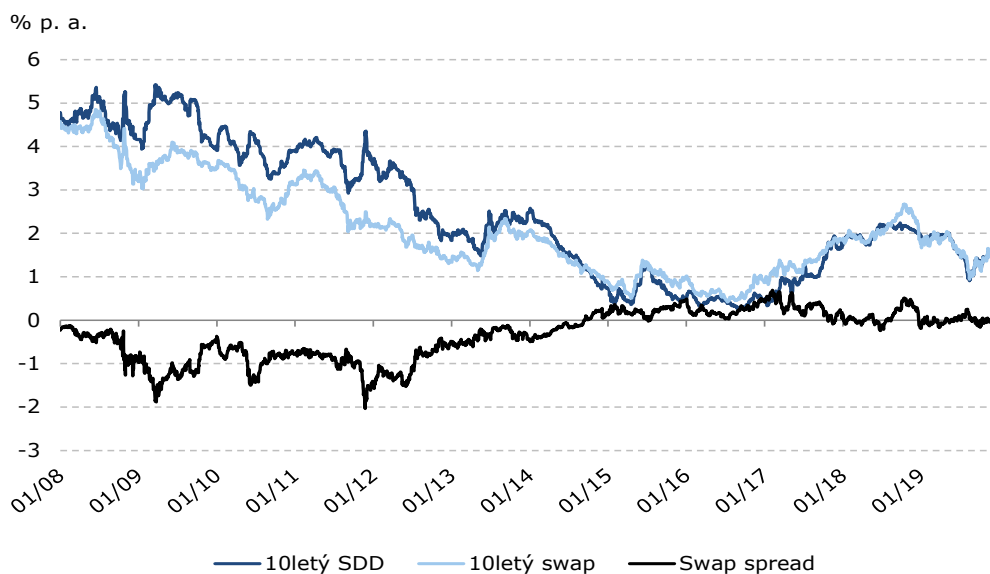


Poznámka: Jedná se o „par“ výnosovou křivku fixně úročených korunových státních dluhopisů zkonstruovanou na základě rozšířeného modelu Nelsona-Siegela - tzv. Svenssonova modelu.  
Zdroj: MF, Bloomberg, MTS

Rozdíl mezi swapovou sazbou a výnosem státního dluhopisu, tzv. swap spread, se v případě desetileté splatnosti během roku 2019 pohyboval okolo nulové úrovně s velmi nízkou volatilitou, což potvrzuje atraktivitu České republiky jako emitenta státních

dluhopisů mezi investory. Nejvyšších hodnot dosahoval především ve třetím čtvrtletí, zejména pak na konci července a na začátku srpna, kdy se pohyboval na úrovni cca 25 bazických bodů.

**Obrázek 46: Swapová sazba a výnos do splatnosti státního dluhoplusu**



Zdroj: MF, Bloomberg

## Cost-at-Risk státního dluhu

Ministerstvo při měření a řízení úrokového rizika aplikuje od roku 2005 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.

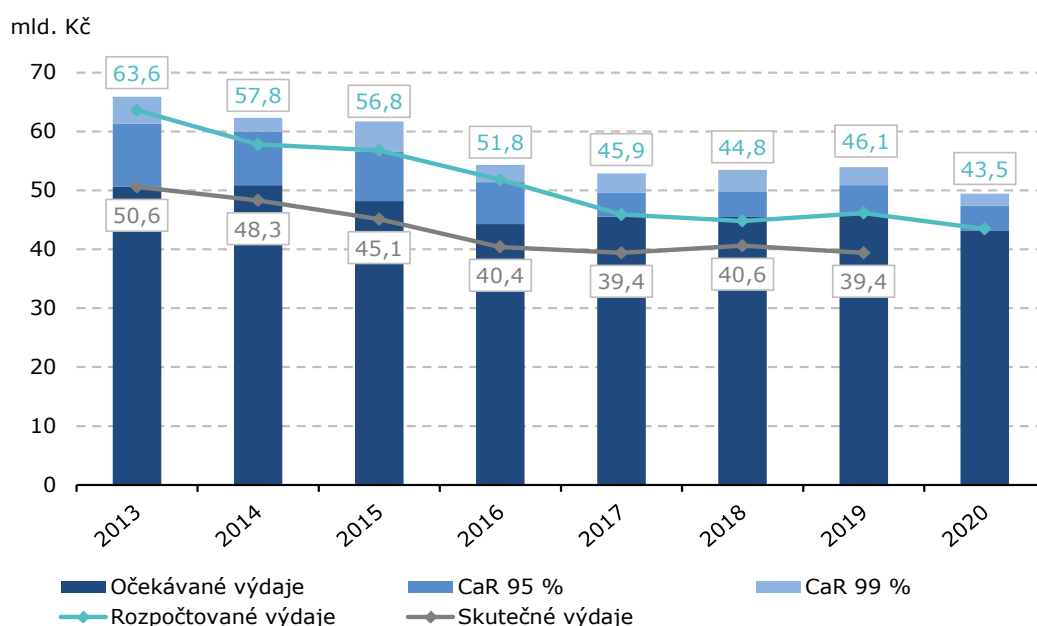
Primární cíl modelu spočívá ve stanovení maximálních úrokových výdajů státního dluhu, které nebudou s danou 95%, resp. 99% pravděpodobností překročeny (CaR 95 % a CaR 99 %). Sekundární cíl modelu spočívá v odhadu skutečných úrokových výdajů státního dluhu.

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 47: Čisté úrokové výdaje a Cost-at-Risk**



Poznámka: Jedná se o původně rozpočtované čisté úrokové výdaje.  
Zdroj: MF

**Tabulka 18: Čisté úrokové výdaje a Cost-at-Risk**

mld. Kč	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Rozpočtované výdaje <sup>1</sup>	63,6	57,8	56,8	51,8	45,9	44,8	46,1	43,5	46,1	49,8
Skutečné výdaje	50,6	48,3	45,1	40,4	39,4	40,6	39,4	-	-	-
Očekávané výdaje	50,6	50,9	48,2	44,3	45,6	45,5	45,8	43,1	45,8	49,6
CaR 95 %	61,3	60,0	56,6	51,4	49,6	49,7	50,9	47,4	53,0	60,4
CaR 99 %	65,9	62,3	61,7	54,3	52,9	53,5	54,0	49,4	57,5	68,1

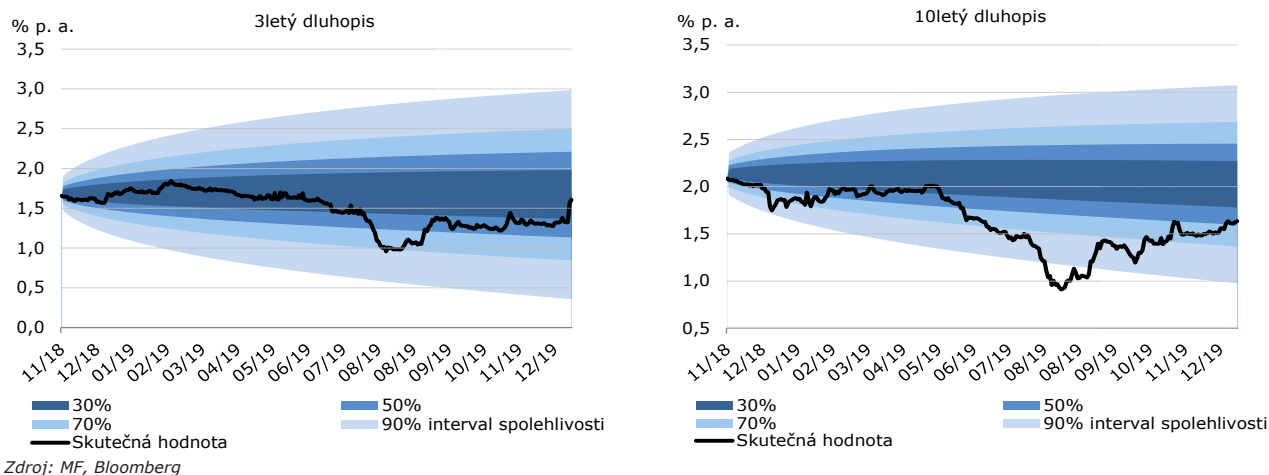
<sup>1</sup> V letech 2013 až 2020 se jedná o původně rozpočtované čisté úrokové výdaje. V letech 2021 a 2022 se jedná o střednědobý výhled.  
Zdroj: MF

## Cost-at-Risk na rok 2019

Ve Zprávě o řízení státního dluhu České republiky v roce 2018 byl uveřejněn Cost-at-Risk státního dluhu pro rok 2019. Výpočet ukazatele CaR vychází ze simulací vývoje časové struktury úrokových sazeb k 26. listopadu 2018.

Porovnání skutečného vývoje úrokových sazeb 3letého a 10letého dluhopisu s jejich simulacemi za období od 26. listopadu 2018 do 31. prosince 2019 zachycují následující obrázky.

**Obrázek 48: Skutečné vs. simulované výnosy korunových státních dluhopisů v roce 2019**



Srovnání skutečně realizovaných čistých úrokových výdajů státního dluhu se simulovanými hodnotami očekávaných výdajů (průměrem simulací) a úrokových výdajů v riziku (95% a 99% kvantil simulací) v letech 2018 a 2019 zachycuje následující

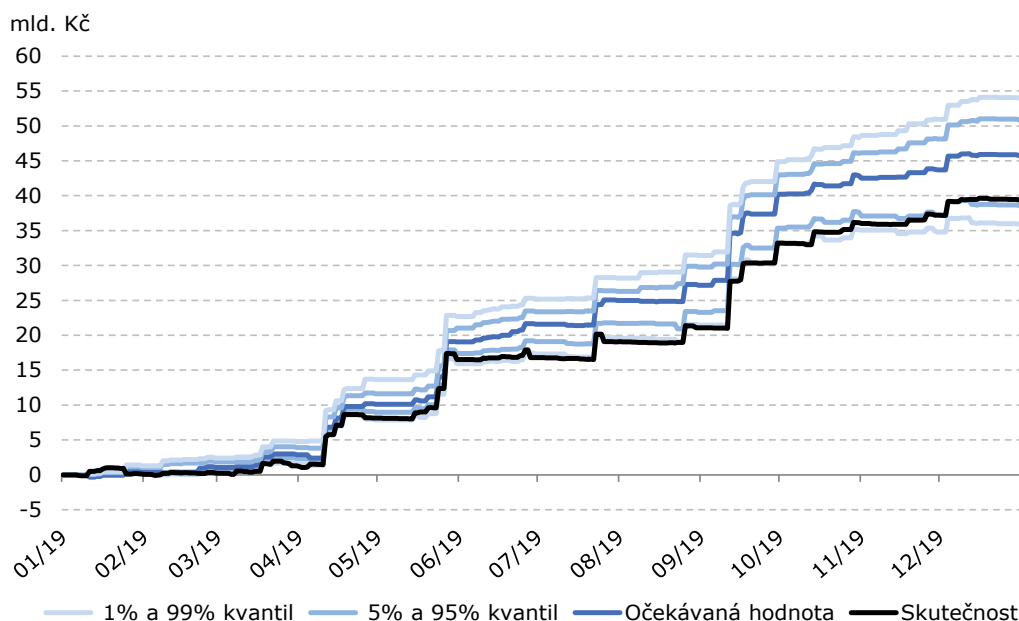
tabulka. V roce 2019 činí čisté úrokové výdaje 39,4 mld. Kč, očekávané čisté úrokové výdaje v roce 2019 predikované modelem se nacházejí na úrovni 45,8 mld. Kč.

**Tabulka 19: Očekávané vs. skutečné čisté úrokové výdaje**

mld. Kč	2018	2019
<b>Skutečné výdaje</b>	40,6	39,4
<b>Očekávané výdaje</b>	45,5	45,8
<b>CaR 95 %</b>	49,7	50,9
<b>CaR 99 %</b>	53,5	54,0
<b>Odchylka očekávání od skutečnosti</b>	4,9	6,4

Zdroj: MF

**Obrázek 49: Skutečné vs. simulované čisté úrokové výdaje v roce 2019**



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

Čisté úrokové výdaje tak i v roce 2019 zůstaly pod hranicí CaR 95 % i CaR 99 %, které byly stanoveny na úrovni 50,9 mld. Kč, respektive na 54,0 mld. Kč. Očekávané čisté úrokové výdaje predikované modelem jsou cca o 6,4 mld. Kč vyšší oproti skutečnosti.

Diference očekávaných čistých úrokových výdajů je dána především nižšími výnosy střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů vydaných na domácím trhu oproti očekávání danému modelem, která trvala zejména po celé druhé pololetí roku 2019, když v průběhu celého roku docházelo k postupnému zplošťování výnosové křivky. Na tuto situaci na finančním trhu Ministerstvo od počátku roku 2019 flexibilně zareagovalo a navýšilo emisi na dlouhém konci výnosové křivky se zbytkovou dobou do splatnosti nad 10 let. Hrubá emise v tomto segmentu splatnosti představovala téměř tři pětiny celkové hrubé emise střednědobých a dlouhodobých

státních dluhopisů na domácím trhu. Diference z tohoto titulu činí celkem 4,2 mld. Kč a je dána především změnou struktury emisního kalendáře střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů. Diference cca 1,9 mld. Kč je způsobena vlivem vyšších než očekávaných příjmů státního rozpočtu z operací v rámci řízení likvidity státní pokladny v prostředí rostoucích základních úrokových sazeb České národní banky a dále omezením emise státních pokladničních poukázek po celý rok 2019. Ministerstvo nadále využívalo příznivých podmínek na eurovém peněžním i dluhopisovém trhu, když vydávalo střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy a realizovalo krátkodobé zápůjčky v měně euro za záporný výnos. Celkový dodatečný příjem státního rozpočtu z těchto operací činil 0,2 mld. Kč. Dalším výraznějším faktorem byly nižší hladiny referenční úrokové sazby EURIBOR a silnější kurz koruny vůči euru. Z tohoto titulu činí diference očekávání cca 0,2 mld. Kč.

### Cost-at-Risk na roky 2020 až 2022

Modelem očekávané čisté úrokové výdaje v roce 2020 se nalézají na úrovni 43,1 mld. Kč. Čisté úrokové výdaje v riziku, tj. CaR 99 % činí 49,4 mld. Kč (CaR 95 % činí 47,4 mld. Kč). Skutečné čisté úrokové výdaje v roce 2020 tak s 99% pravděpodobností nebudou vyšší o cca 6,3 mld. Kč oproti očekávaným výdajům. Rozpočtované úrokové výdaje na obsluhu státního dluhu v roce 2020 činí 43,5 mld. Kč a nachází se tak o 0,3 mld. Kč nad očekávanými

čistými úrokovými výdaji a o 3,9 mld. Kč pod 95% kvantilem ukazatele CaR.

Následující tabulka detailně zobrazuje vývoj kumulovaných čistých úrokových výdajů státního dluhu v roce 2020 predikovaných modelem vždy ke konci měsíce. Dále obsahuje příslušné kritické hodnoty CaR 95 % a CaR 99 %.

**Tabulka 20: Měsíční vývoj kumulovaných čistých úrokových výdajů v roce 2020**

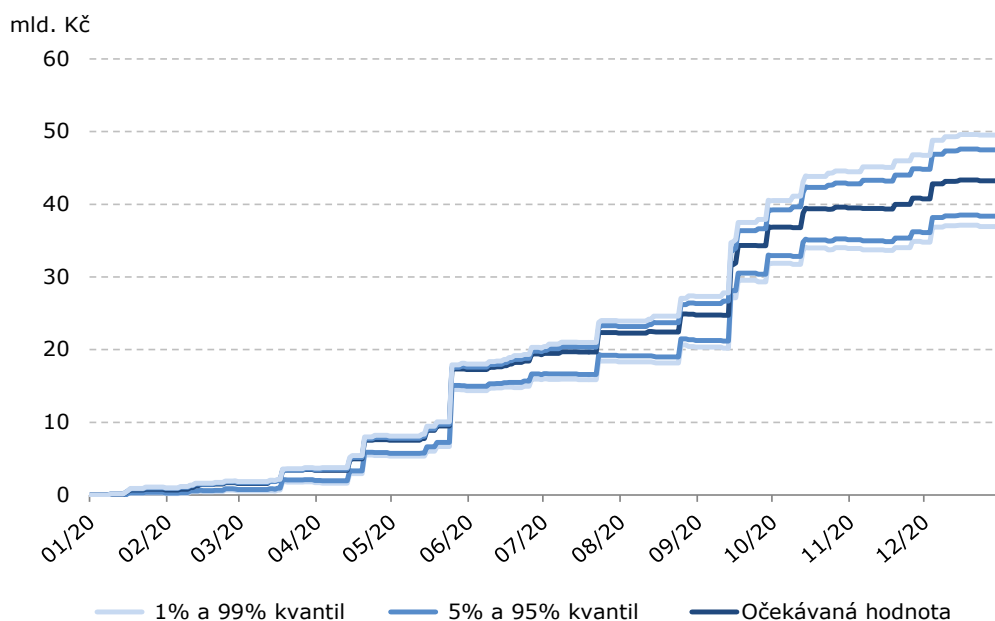
mld. Kč	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Očekávané výdaje</b>	0,7	1,6	3,4	7,5	17,3	19,3	22,3	24,8	36,8	39,5	40,7	43,1
<b>CaR 95 %</b>	0,9	1,7	3,5	7,8	17,6	19,7	23,2	26,3	39,2	42,8	44,8	47,4
<b>CaR 99 %</b>	1,0	1,9	3,7	8,1	18,0	20,2	23,9	27,3	40,5	44,5	46,7	49,4

Zdroj: MF

Grafická prezentace simulací kumulovaných čistých úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu v roce 2020 stanovených na denní bázi je zobrazena na následujícím obrázku. Obrázek dále

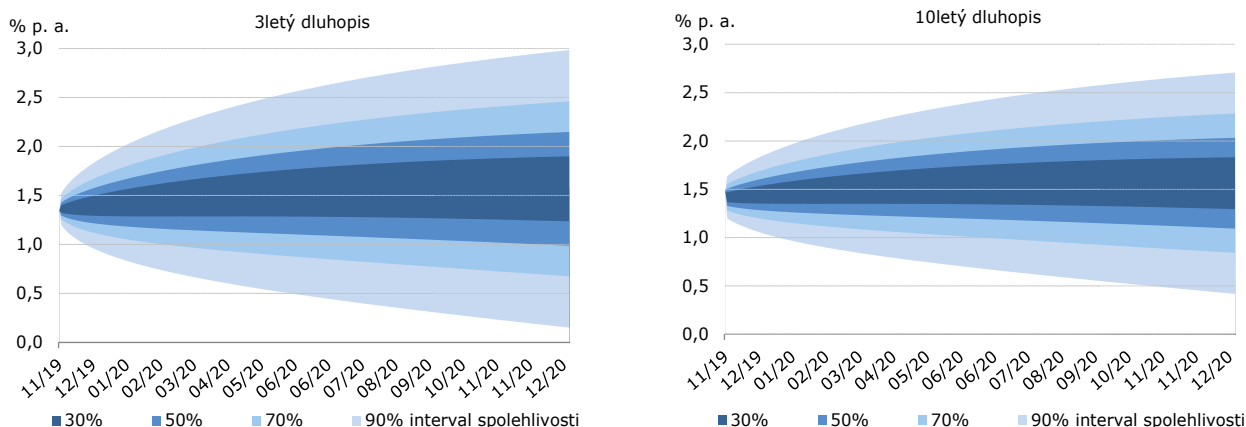
zobrazuje očekávané hodnoty čistých úrokových výdajů a příslušné 5% a 95%, 1% a 99% kvantily simulovaných hodnot.

**Obrázek 50: Simulace čistých úrokových výdajů státního dluhu v roce 2020**



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

**Obrázek 51: Simulace výnosů korunových státních dluhopisů v roce 2020**



Zdroj: MF

Ministerstvo se nadále zabývá problémem skokového zvýšení výnosů, ke kterému by mohlo dojít např. prudkým zvýšením základní úrokové 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 2020. Tato analýza dále umožňuje nerovnoměrné posunutí krátkého a dlouhého konce výnosové křivky a libovolné zvolení data tohoto posunu.

**Tabulka 21: Vývoj čistých úrokových výdajů v případě skokového zvýšení sazeb**

mld. Kč	Aktuální model	Posun sazeb na krátkém konci výnosové křivky o 1 p. b.	Posun sazeb na dlouhém konci výnosové křivky o 1 p. b.	Posun celé výnosové křivky o 1 p. b.
<b>Očekávané výdaje</b>	43,1	44,2	43,3	44,4
<b>CaR 95 %</b>	47,4	48,5	47,5	48,6
<b>CaR 99 %</b>	49,4	50,5	49,5	50,5

Poznámka: Šok v podobě jednorázového posunu výnosové křivky nastane na počátku roku 2020.  
Zdroj: MF

Za předpokladu financování hrubé výpůjční potřeby při nezměněném emisním kalendáři by posun výnosové křivky státních dluhopisů denominovaných v domácí měně na jejím krátkém konci o 1 p. b. směrem nahoru přinesl v roce 2020 zvýšení očekávaných čistých úrokových výdajů o 1,1 mld. Kč. V případě zvýšení sazeb na dlouhém konci výnosové křivky o 1 p. b. by očekávané čisté úrokové výdaje vzrostly o 0,2 mld. Kč. Posun celé výnosové křivky státních dluhopisů o 1 p. b. směrem nahoru by měl za následek zvýšení očekávaných čistých úrokových výdajů o cca 1,2 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 2019 je čistá cizoměnová expozice státního dluhu s dopadem na výši úrokových výdajů denominována výhradně v měně euro.

**Tabulka 22: Navýšení čistých úrokových výdajů v případě skokového zvýšení kurzu EURCZK**

mld. Kč	Posun kurzu EURCZK	
	o 1 %	o 10 %
<b>Očekávané výdaje</b>	0,072	0,724
<b>CaR 95 %</b>	0,075	0,751
<b>CaR 99 %</b>	0,076	0,760

Poznámka: Šok v podobě jednorázového oslabení kurzu koruny nastane na počátku roku 2020.  
Zdroj: MF

Pokud by na počátku roku 2020 oslabil kurz EURCZK o 1 % oproti úrovni z konce roku 2019, tj. z 25,410 na 25,664, a tento kurz by trval po celý rok 2020, potom by se očekávané čisté úrokové

výdaje na obsluhu státního dluhu z tohoto titulu navýšily o cca 72 mil. Kč.

Ministerstvo dále kvantifikuje dopady neplánovaného navýšení schodku státního rozpočtu na úrokové výdaje na obsluhu státního dluhu. V případě navýšení schodku státního rozpočtu v roce 2020 o 10,0 mld. Kč a předpokladu jeho financování formou rovnoměrného navýšení jmenovitých hodnot střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů denominovaných v domácí měně vydaných v aukcích dle aktuálního emisního kalendáře by tato změna znamenala růst očekávaných čistých úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu o 0,1 mld. Kč. Vliv na státní rozpočet založený na hotovostní bázi je však 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 vyšších 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 2021 a 2022. Očekávané hodnoty čistých úrokových výdajů činí 45,8 mld. Kč v roce 2021 a 49,6 mld. Kč v roce 2022, což je dáno především použitím méně konzervativního modelu pro rizikovou premii státních dluhopisů a současnými relativně nízkými výnosy státních dluhopisů.

Ve střednědobém výhledu státního rozpočtu pro roky 2021 a 2022 leží výdajové rámce kapitoly 396 – Státní dluh pod 95% kvantilem. Pro rok 2021 činí výdajový rámec 46,1 mld. Kč a nachází se o 6,9 mld. Kč pod 95% kvantilem úrokových výdajů.

Pro rok 2022 činí výdajový rámec 49,8 mld. Kč, čímž leží o 10,6 mld. Kč pod 95% kvantilem 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 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 %.

## **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 2020 tvořeno převážně státními dluhopisy, je důležité vydat dluhopisy s takovými parametry, které uspokojí poptávku investorů. Dalším důležitým faktorem, který musí Ministerstvo sledovat, je likvidita sekundárního trhu dluhopisů. Pro udržení určité úrovně likvidity sekundárního trhu státních dluhopisů je potřeba u každé emise dluhopisu zajistit poměrně vysokou celkovou jmenovitou hodnotu v oběhu. Dle teorie portfolia může nastat situace, že vydávání dluhopisů dle emisního kalendáře tak, aby byly naplněny požadavky investorů a byla zaručena likvidita sekundárního trhu státních dluhopisů, vytvoří určitou neefektivnost v řízení dluhového portfolia. Odstranění této neefektivnosti by mohlo být teoreticky dosaženo uzavřením swapových operací, což však s sebou přináší dodatečné náklady a nutnost řízení kreditního rizika. Pro srovnání skutečné strategie financování s jinými alternativními strategiemi z hlediska nákladů a rizika provádí Ministerstvo od roku 2012 analýzu založenou na metodologii CaR s cílem konstrukce tzv. efektivní hranice.

V klasickém portfolio managementu jsou výnosy a riziko jednotlivých možných investic v rámci daného portfolia porovnávány přímo mezi sebou. Hlavním faktorem ovlivňujícím strukturu portfolia při řízení dluhového portfolia jsou naproti tomu doby do splatnosti jednotlivých instrumentů. Fluktuace výnosových křivek a potřeba refinancování (refixace) pak způsobují, že každé refinancování (refixace) s sebou nese riziko zvýšených nákladů. Portfolia s vyšším podílem instrumentů úročených na krátkém konci výnosové křivky jsou vystaveny riziku vyšších nákladů oproti portfoliím s vyšším podílem instrumentů úročených na dlouhém konci výnosové křivky.

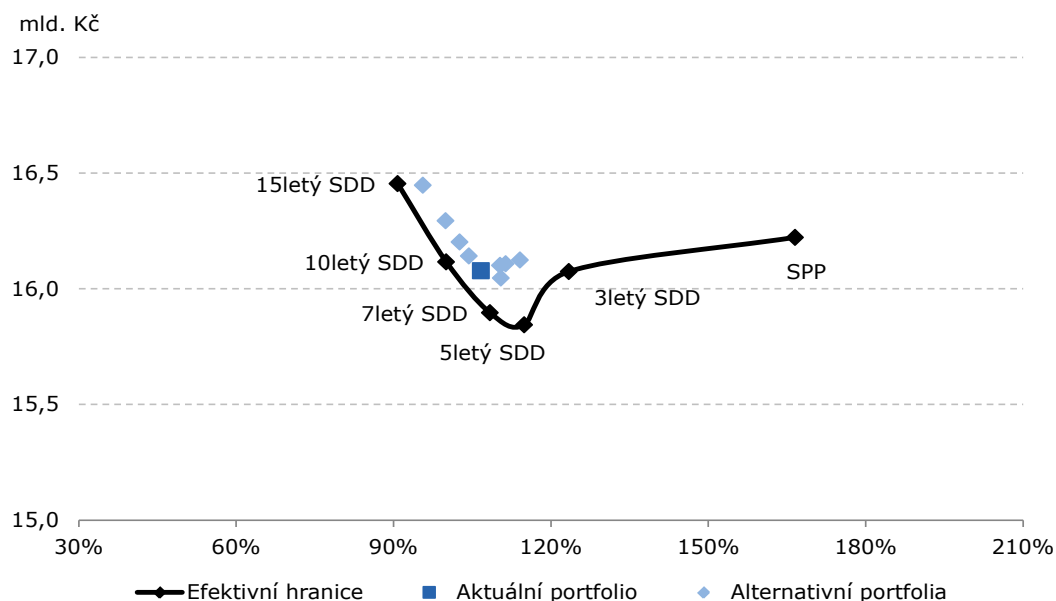
Efektivní hranice znázorňuje křivku, která kombinuje riziko a očekávané náklady alternativních dluhových portfolií, které obsahují pouze dluhopisy s jednou konstantní dobou do splatnosti. Dluhopisy v tomto portfoliu jsou vydávány vždy s konstantní dobou do splatnosti, tj. neuvažují se znovuotevření, a v den své splatnosti jsou nahrazeny dluhopisy opět s touto

konstantní dobou do splatnosti. V případě rostoucího tvaru výnosové křivky efektivní hranice má klesající tvar a 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. V případě inverzního tvaru výnosové křivky, který se v případě českých státních dluhopisů vyskytuje od konce prvního čtvrtletí roku 2019 na krátkém konci výnosové křivky, efektivní hranice má nejdříve klesající tvar a poté rostoucí. Omezením krátkodobých instrumentů tak lze snížit riziko a zároveň očekávané náklady.

Pro všechna alternativní dluhová portfolia v provedené analýze probíhá veškeré financování hrubé výpůjční potřeby v následujících letech ve dnech skutečně plánovaných aukcí pouze pomocí dluhopisů dle definice alternativního portfolia (bez uvažování znovuotevírání emisí). Efektivní hranice je tvořena šesti alternativními dluhovými portfolii obsahujícími pouze nově vydané dluhopisy s konstantní dobou do splatnosti. Tyto dluhopisy jsou: státní pokladniční poukázky a 3leté, 5leté, 7leté, 10leté a 15leté střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy. Oproti efektivní hranici konstruované v předchozím roce je patrný dopad poklesu výnosové křivky zejména na jejím dlouhém konci a zároveň dopad poklesu hrubé výpůjční potřeby během tříletého simulačního horizontu, který se odráží v poklesu očekávaných nákladů v následujících letech. Dále oproti efektivní hranici konstruované v předchozím roce je rovněž patrné další výrazné zploštění výnosové křivky a relativně nízké výnosy na dlouhém konci výnosové křivky, když rozdíl očekávaných nákladů v případě emise 15letého státního dluhopisu a emise krátkodobých státních dluhopisů je meziročně nižší.

Kromě šesti alternativních portfolií ležících na efektivní hranici Ministerstvo analyzovalo ještě dalších osm alternativních portfolií s instrumenty, které více odpovídají reálné poptávce investorů. Těchto osm alternativních portfolií je vytvořeno analogicky jako portfolia ležící na efektivní hranici obsahující mix státních dluhopisů s různými splatnostmi, pomocí kterých je financována hrubá výpůjční potřeba v následujících letech.

**Obrázek 52: Efektivní hranice a alternativní dluhová portfolia**



Zdroj: MF

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 a čtvrté alternativní portfolio financuje hrubou výpůjční potřebu vždy z jedné desetiny státními pokladničními poukázkami a z devíti desetin střednědobými a dlouhodobými státními dluhopisy, jedná se o 15leté státní dluhopisy a 10leté státní dluhopisy. V případě pátého a šestého alternativního portfolia jsou emitovány z jedné desetiny státní pokladniční poukázky a z devíti desetin střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy se splatností 10 nebo 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 9,5 roku. V případě sedmého a osmého alternativního portfolia jsou vydávány 3leté, 5leté, 7leté, 10leté a 15leté státní dluhopisy a SPP, přičemž pro jednu strategii jsou dluhové instrumenty vydávány rovnoměrně a ve druhém případě jsou vydávány z jedné desetiny státní pokladniční poukázky a z devíti desetin střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy, přičemž poměr splatností v rámci jednotlivých skupin je rovnoměrný. Očekávané náklady jednotlivých dluhových portfolií představují kumulované očekávané náklady na obsluhu nově vydaného státního dluhu v letech 2020 až 2022. Ve všech případech jsou náklady vyjádřeny akruálně, čímž je dosaženo srovnatelné polohy jednotlivých alternativních portfolií. V případě skutečného portfolia je tím dosaženo očištění od vlivu zновуotevíraných 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 2020 až 2022, 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 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 akruální náklady nově vydaného dluhu dle skutečných emisních kalendářů činí 16,1 mld. Kč s rizikem cca 107 %. Existuje tedy riziko, že skutečně realizované náklady za následující 3 roky převýší očekávané náklady o 107 %, v absolutním vyjádření o 17,2 mld. Kč. Oproti předchozímu roku tak očekávané náklady výrazně poklesly a zároveň se navýšilo riziko.

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 dojde, je závislá především na preferenci či averzi k riziku, kterou musí učinit hospodářsko-politická autorita.

## 6 - Hodnocení primárních dealerů a sekundární trh státních dluhopisů

### Primární dealeři a Dealeři českých státních dluhopisů

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 jen 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.

Od 1. ledna 2019 funguje dvoustupňový institucionální rámec spolupráce na trhu státních dluhopisů, přidáním statusu dealera českých státních dluhopisů. Ministerstvo tak flexibilně reagovalo na růst regulačních nákladů a změnu obchodních strategií zahraničních tvůrců trhu, jelikož mezi léty 2013 až 2019 zanikla všechna práva a povinnosti spojené s funkcí primárního dealera u The Royal Bank of Scotland plc (k 1. listopadu 2013), Barclays Bank plc (k 1. lednu 2016), Deutsche Bank AG a Morgan Stanley & Co International PLC (k 1. lednu 2017), HSBC Bank plc a Goldman Sachs International (k 1. lednu 2019).

Dealer českých státních dluhopisů má ve srovnání s primárními dealery omezená práva i povinnosti vymezené Dohodou o výkonu práv a povinností dealera českých státních dluhopisů. Pouze primární dealer a dealer českých státních dluhopisů má právo účastnit se aukcí v souladu s aktuálně platnými Pravidly pro primární prodej státních dluhopisů organizovaný Českou národní bankou (úřední sdělení ČNB ze dne 7. ledna 2019 o vydání třetí verze Pravidel pro primární prodej státních dluhopisů organizovaný Českou národní bankou). Dealerovi náleží právo přístupu do konkurenční části primárních aukcí státních dluhopisů, ale oproti primárním dealerům nemá přístup do nekonkurenční části aukce.

Primárnímu dealerovi a dealerovi náleží právo přístupu k operacím 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 dealeři jsou v porovnání s dealery českých státních dluhopisů také protistranou Ministerstva při realizaci syndikovaných emisí, privátních umístění a jiných finančních operací státu. Primární dealeři 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 v průběhu 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 2020 a 2021 byla touto platformou na základě rozhodnutí Výboru primárních dealerů ze dne 19. prosince 2019 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 2019 a v této praxi bude Ministerstvo i nadále pokračovat.

V porovnání se statusem primárního dealera nemusí dealer českých státních dluhopisů plnit kotační povinnosti u vybraných státních dluhopisů na sekundárním trhu a plnit nákupy ve výši minimálně 3 % celkové jmenovité hodnoty státních dluhopisů v primárních aukcích. K hlavní povinnosti dealera patří být aktivním účastníkem trhu na vybrané elektronické obchodní platformě, konat v souladu s příslušnými pravidly trhu a přispívat likviditě obchodování na sekundárním trhu se střednědobými a dlouhodobými státními dluhopisy.

Skupina primárních dealerů a dealerů českých státních dluhopisů je potvrzována Ministerstvem na každý kalendářní rok. V roce 2019 měla Česká republika celkem 8 primárních dealerů. V porovnání s rokem 2018 se počet primárních dealerů snížil o dva účastníky. S platností od 1. ledna 2019 zanikla všechna práva a povinnosti spojené s funkcí primárního dealera pro Goldman Sachs International a HSBC Bank plc. Na druhou stranu nabyla banka Goldman Sachs International od 1. ledna 2019 jako první status dealera českých státních dluhopisů.

Systém primárních dealerů fungoval v roce 2019 hladce a Ministerstvo nezaznamenalo ze strany primárních dealerů žádné návrhy na změnu práv a povinností primárního dealera českých státních dluhopisů.

**Tabulka 23: Seznam primárních dealerů a dealerů českých státních dluhopisů v roce 2019**

Primární dealeri	
Citibank Europe plc	J.P. Morgan Securities plc
Erste Group Bank AG / Česká spořitelna, a.s.	PPF banka, a.s.
KBC Bank NV / Československá obchodní banka, a. s.	Société Générale / Komerční banka, a.s.
ING Bank N. V.	UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s.
Dealeři	
Goldman Sachs International	

Zdroj: MF

## Hodnocení primárních dealerů

Úprava hodnocení primárních dealerů platná pro rok 2019 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.

Metodika hodnocení primárních dealerů je podrobněji popsána v příloze I tohoto dokumentu. Činnost primárních dealerů je takto hodnocena čtvrtletně na základě tzv. APEI definovaného v příloze I Dohody vždy za čtyři po sobě následující hodnocená období. Hodnoceným obdobím je dle článku 1 Dohody každé kalendářní čtvrtletí. Výsledky hodnocení jsou transparentně uveřejňovány ve Čtvrtletní zprávě o řízení státního dluhu, celkové hodnocení za uplynulý kalendářní rok je uveřejněno v aktuální Zprávě o řízení státního dluhu.

**Tabulka 24: Celkové hodnocení primárních dealerů**

Pořadí	Primární dealer	Body
1.	<b>KBC Bank NV / Československá obchodní banka, a. s.</b>	<b>76,0</b>
2.	Erste Group Bank AG / Česká spořitelna, a.s.	59,9
3.	PPF banka a.s.	58,0
4.	Société Générale / Komerční banka, a.s.	56,0
5.	Citibank Europe plc	46,8

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

Zdroj: MF

**Tabulka 25: Hodnocení primárních dealerů na primárním trhu**

Pořadí	Primární dealer	Body
1.	<b>KBC Bank NV / Československá obchodní banka, a. s.</b>	<b>43,5</b>
2.	Erste Group Bank AG / Česká spořitelna, a.s.	40,0
3.	Société Générale / Komerční banka, a.s.	39,0
4.	PPF banka a.s.	30,1
5.	J.P. Morgan Securities plc	21,6

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

Zdroj: MF

**Tabulka 26: Hodnocení primárních dealerů na sekundárním trhu**

Pořadí	Primární dealer	Body
1.	<b>KBC Bank NV / Československá obchodní banka, a. s.</b>	<b>32,5</b>
2.	PPF banka a.s.	27,9
3.	Citibank Europe plc	25,7
4.	Erste Group Bank AG / Česká spořitelna, a.s.	19,9
5.	UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, a.s.	19,2

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

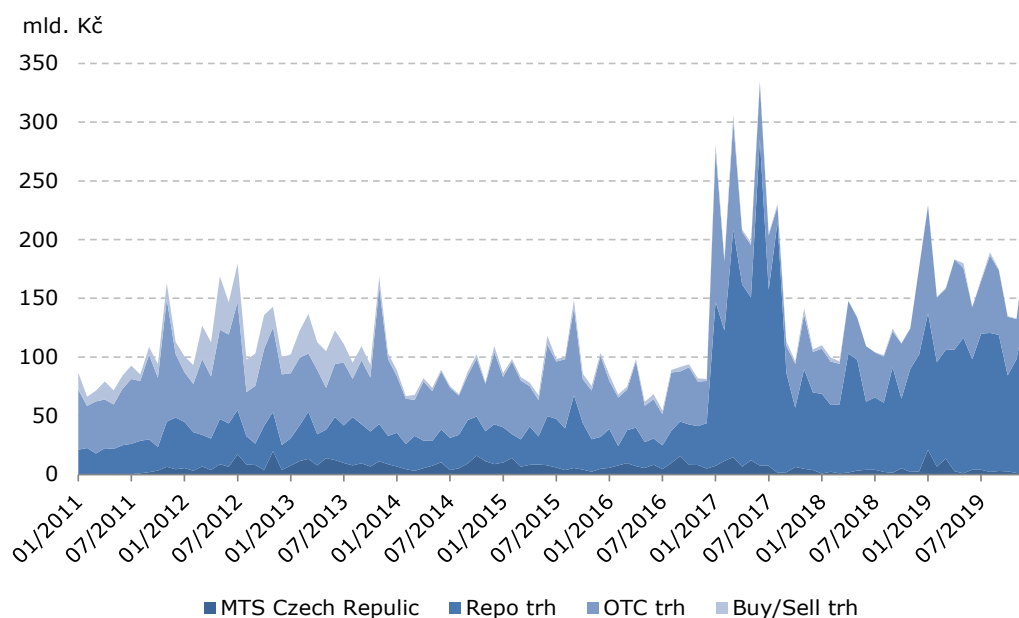
Zdroj: MF

## MTS Czech Republic a sekundární trh státních dluhopisů

Dlouhodobým cílem řízení státního dluhu je také podpora maximální možné likvidnosti emisí státních dluhopisů obchodovaných na sekundárním trhu, k jehož naplnění byla implementována elektronická obchodní platforma MTS Czech Republic pro sekundární trh 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 státních dluhopisů s krátkou dobou do splatnosti za dluhopisy s delší dobou do splatnosti, jakož 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 státních dluhopisů. Tržním účastníkům poskytuje transparentní informaci o vývoji cen státních dluhopisů vydaných na domácím trhu a nepřetržitý přístup k jejich nabídce.

**Obrázek 53: Jmenovitá hodnota realizovaných obchodů na sekundárním trhu**



*Poznámka: Vyjádřeno ve jmenovité hodnotě zobchodovaných státních dluhopisů na jednotlivých segmentech sekundárního trhu, repo trh a buy/sell trh očištěn o dvojí započtení transakcí. Včetně zahrnutí operací Ministerstva na MTS Czech Republic, repo trhu a OTC trhu. Bez zahrnutí custody převodů. OTC trh představuje přímé prodeje státních dluhopisů mimo MTS Czech Republic.  
Zdroj: MF, CDCP, MTS*

Od ledna 2017 byla zaznamenána neobvykle vysoká obchodní aktivita na sekundárním trhu státních dluhopisů. Realizovaná jmenovitá hodnota v lednu činila 281,3 mld. Kč, v únoru 183,6 mld. Kč a v březnu dokonce 306,1 mld. Kč. Důvodem historicky nejvyšší obchodní aktivity bylo očekávání ohledně ukončení kurzového závazku ze strany České národní banky. Celková obchodní aktivita na sekundárním trhu dosáhla vrcholu v červnu, když realizovaná jmenovitá hodnota činila 335,5 mld. Kč.

V průběhu roku 2018 došlo k normalizaci obchodní aktivity na průměrnou historickou úroveň. Výraznější celková obchodní aktivita na trhu státních dluhopisů byla vykázána v dubnu (147,9 mld. Kč) a květnu (133,7 mld. Kč). V rámci roku 2018 dosáhla obchodní aktivita nejvyšší hodnotu v prosinci (176,5 mld. Kč). V lednu 2019 se zobchodovaná jmenovitá hodnota

zvýšila až na 229,8 mld. Kč. V roce 2019 měsíční průměrná zobchodovaná jmenovitá hodnota činila 169,7 mld. Kč, to představuje meziroční nárůst o 49,8 mld. Kč. Růst obchodní aktivity na trhu státních dluhopisů v průběhu roku odpovídal emisní činnosti Ministerstva, kdy bylo nutné pokrýt relativně vysokou potřebu financování.

Efektivní sekundární trh z pohledu minimalizace transakčních nákladů a udržení hloubky trhu a cenové stability je nezbytnou podmínkou pro realizaci emisní činnosti a pro zajištění hladkého a nákladově efektivního financování v dlouhodobém horizontu. Zároveň je likvidní a hluboký sekundární trh důležitý z hlediska dostatečné absorpce případných šoků na finančním trhu. Za tímto účelem stanovilo Ministerstvo od 1. ledna 2020 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 státních dluhopisů, jejichž jmenovitá hodnota v oběhu je dostatečná, aby umožňovala plnění kotečních povinností tvůrce trhu. Zároveň bude docházet k znovuootevírání benchmarkových emisí s nižší jmenovitou hodnotou, což bude mít další pozitivní dopad na likviditu povinně kotovaných dluhopisů.

V porovnání s rokem 2019 nebyla do seznamu povinně kotovaných státních dluhopisů zařazena žádná nová emise. Změna seznamu benchmarkových dluhopisů pro rok 2020 vyplývala z přirozeného zkrácení doby do splatnosti již zařazených dluhopisů. Státní

dluhopis České republiky, 2018-2021, 0,75 % byl v souladu s Dohodou od 1. ledna 2020 odstraněn ze seznamu benchmarkových emisí z důvodu zbytkové doby do splatnosti kratší než 1,25 roku. U Dluhopisu České republiky, 2006-2036, 4,20 % z důvodu stále relativně nízké jmenovité hodnoty v oběhu, poměrně dlouhé doby do splatnosti a vysokého podílu v portfoliích držených do splatnosti byla ponechána minimální kotovaná hodnota na 10 mil. Kč. Tento dluhopis zároveň umožňuje Ministerstvu přesněji zkonstruovat dlouhý konec výnosové křivky.

Změnami v benchmarkové emisi platnými od ledna 2020 se celkový počet povinně kotovaných dluhopisů snížil o jeden, jejich počet tak je 12.

**Tabulka 27: Benchmarkové emise státních dluhopisů k 1. lednu 2020**

Číslo emise	Název emise	ISIN	Kupón	Datum splatnosti	Splatnostní koš	Minimální kotovaná jmenovitá hodnota (mil. Kč)
61.	ČR, 3,85 %, 21	CZ0001002851	3,75 %	29.9.2021	A	50
52.	ČR, 4,70 %, 22	CZ0001001945	4,70 %	12.9.2022	A	50
97.	ČR, 0,45 %, 23	CZ0001004600	0,45 %	25.10.2023	B	50
58.	ČR, 5,70 %, 24	CZ0001002547	5,70 %	25.5.2024	B	50
89.	ČR, 2,40 %, 25	CZ0001004253	2,40 %	17.9.2025	B	50
95.	ČR, 1,00 %, 26	CZ0001004469	1,00 %	26.6.2026	B	50
100.	ČR, 0,25 %, 27	CZ0001005037	0,25 %	10.2.2027	C	40
78.	ČR, 2,50 %, 28	CZ0001003859	2,50 %	25.8.2028	C	40
105.	ČR, 2,75 %, 29	CZ0001005375	2,75 %	23.7.2029	C	40
94.	ČR, 0,95 %, 30	CZ0001004477	0,95 %	15.5.2030	C	40
103.	ČR, 2,00 %, 33	CZ0001005243	2,00 %	13.10.2033	D	30
49.	ČR, 4,20 %, 36	CZ0001001796	4,20 %	4.12.2036	D	10 <sup>1</sup>

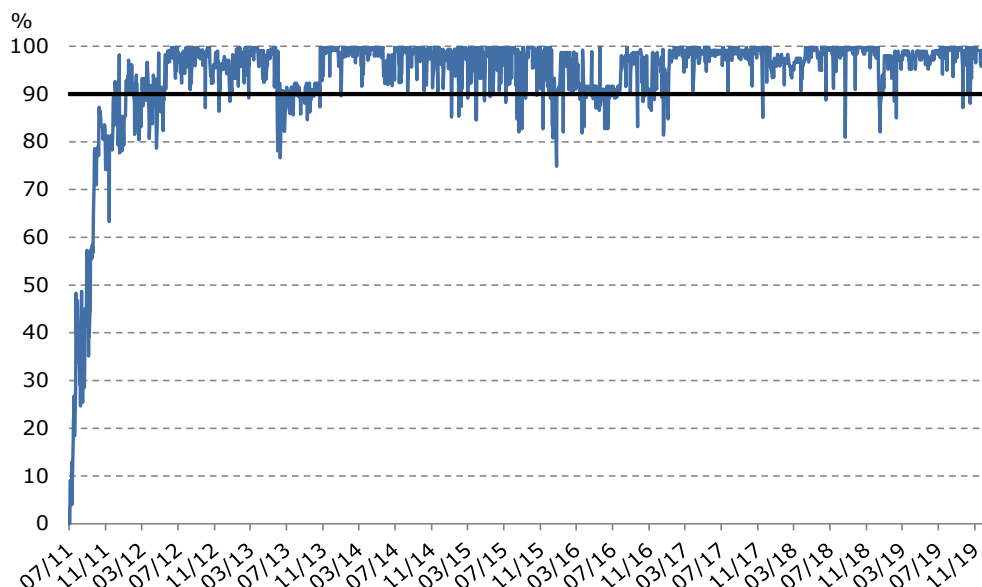
<sup>1</sup> Minimální kotovaná jmenovitá hodnota u státního dluhopisu ČR, 4,20 %, 36 byla po vzájemné dohodě s primárními dealery stanovena na úrovni 10 mil. Kč.  
Zdroj: MF

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

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 2019 se primárním dealerům v průměru dařilo koteční povinnosti úspěšně plnit i díky flexibilnímu přístupu k nastavení konkurenčního rozpětí, které umožňuje lépe odrážet volatilní podmínky na trhu státních dluhopisů. V průběhu roku 2019 byla povinná hranice 90 % s výjimkou 3 dnů naplněna.

**Obrázek 54: Průměrné denní plnění kótačních povinností primárních dealerů na MTS Czech Republic**

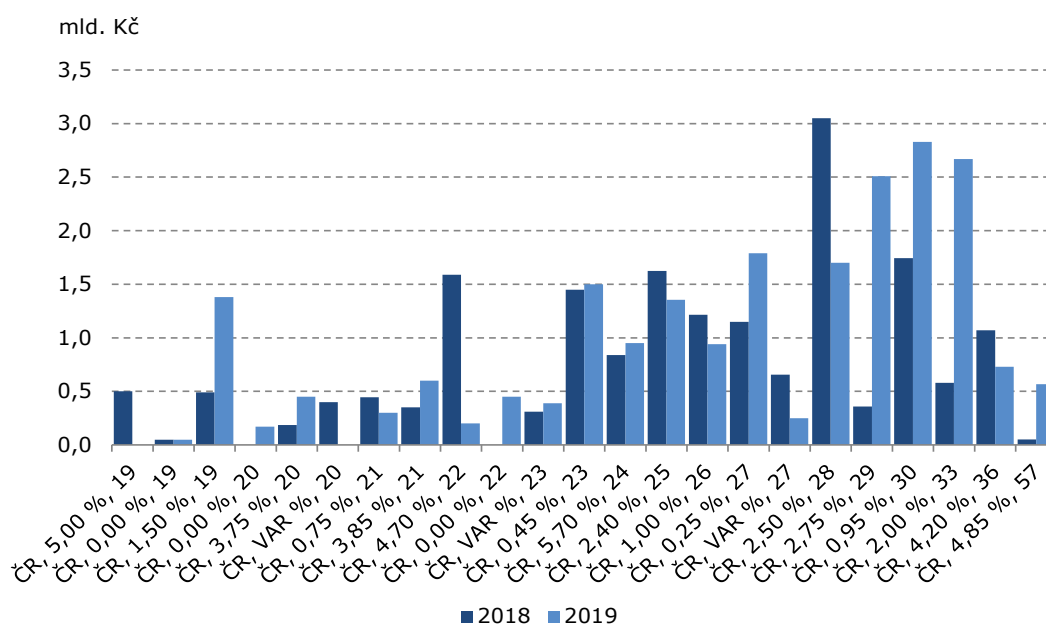


Zdroj: MF, MTS

V roce 2019 činila průměrná měsíční zobchodovaná jmenovitá hodnota státních dluhopisů na platformě MTS Czech Republic 1,8 mld. Kč. Jedná se o druhou nejnižší průměrnou aktivitu za rok od vzniku oficiální platformy. Jedním z důvodů je dlouhodobý pokles počtu primárních dealerů Ministerstva a historicky vysoká úroveň hrubé výpůjční potřeby. Dostatečná, kontinuální a pestrá nabídka státních dluhopisů v primárních aukcích zřejmě snižuje potřebu primárních dealerů aktivně obchodovat na sekundárním trhu. Celková obchodní aktivita byla rozdělena v průběhu roku relativně rovnoměrně. Úroveň pod 1 mld. Kč byla zaznamenána v březnu (0,9 mld. Kč) a v prosinci (0,5 mld. Kč). Naopak

vyšší obchodní aktivita byla vykázána v lednu (4,0 mld. Kč), červnu (2,6 mld. Kč) a v září (2,8 mld. Kč). Z hlediska jednotlivých emisí státních dluhopisů, nejvyšší zobchodovanou jmenovitou hodnotu v roce 2019 dosáhl Státní dluhopis České republiky, 2015–2030, 0,95 % (2,8 mld. Kč), Státní dluhopis České republiky, 2017–2033, 2,00 % (2,7 mld. Kč), Státní dluhopis České republiky, 2018–2029, 2,75 % (2,5 mld. Kč) a Státní dluhopis České republiky, 2017–2027, 0,25 % (1,8 mld. Kč). V souladu s emisní aktivitou Ministerstva na primárním trhu byla zvýšená obchodní aktivita na platformě MTS zaznamenána hlavně na delším konci výnosové křivky.

**Obrázek 55: Jmenovitá hodnota obchodů na MTS Czech Republic dle státních dluhopisů**

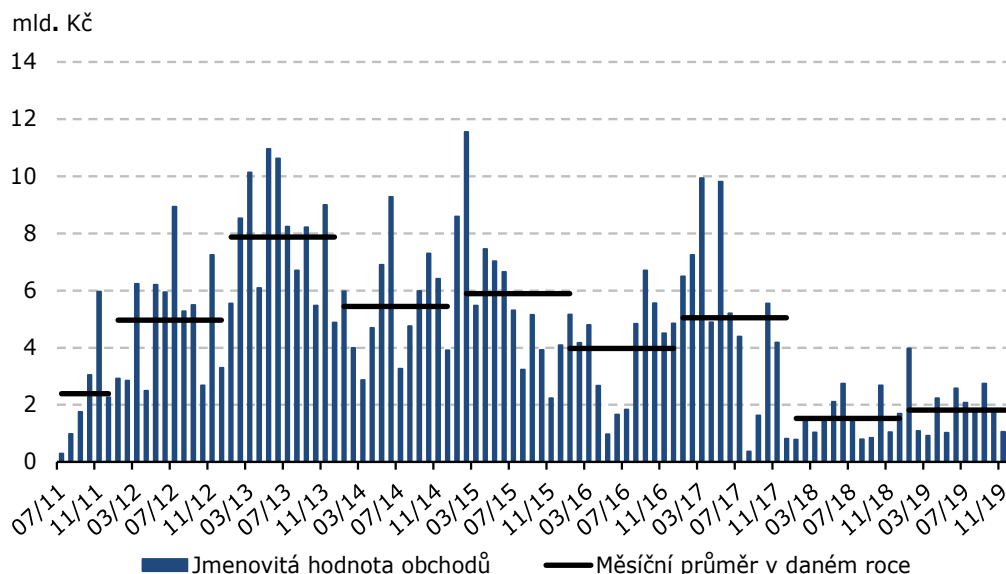


Poznámka: Bez zahrnutí operací Ministerstva na sekundárním trhu.  
Zdroj: MF, MTS

Jedním z důvodů vstupu Ministerstva do výměnných operací a přímých prodejů na sekundárním trhu prostřednictvím MTS Czech Republic byla podpora likvidity obchodovaných státních dluhopisů a aktivity

primárních dealerů, když po započtení operací Ministerstva průměrná měsíční zobchodovaná jmenovitá hodnota v roce 2019 činila 5,0 mld. Kč, tj. o 2,5 mld. Kč více oproti předchozímu roku.

**Obrázek 56: Jmenovitá hodnota obchodů na MTS Czech Republic**

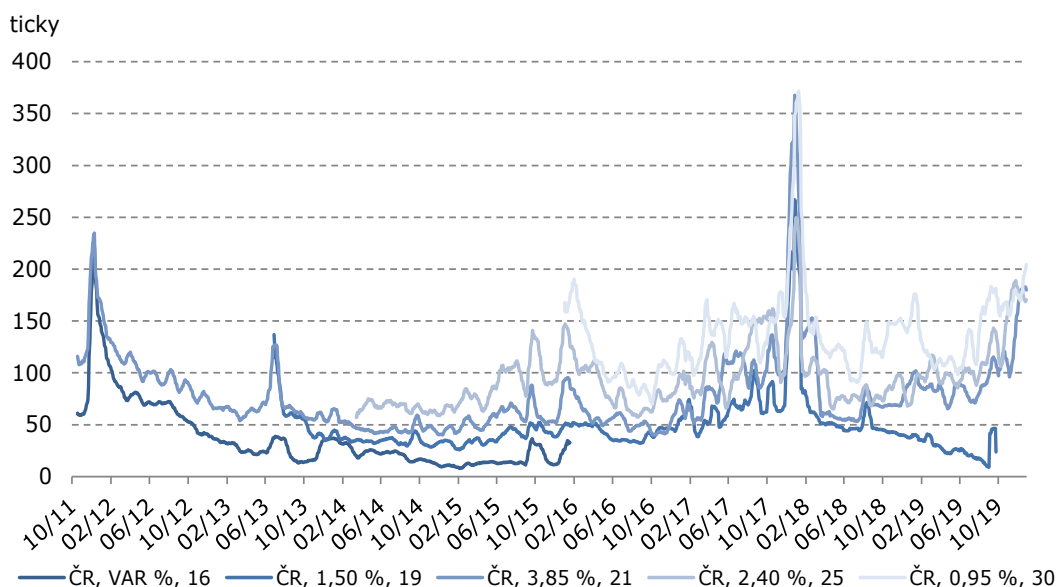


Poznámka: Bez zahrnutí operací Ministerstva na sekundárním trhu.  
Zdroj: MF, MTS

V průběhu celého roku 2019 bylo možné pozorovat značnou volatilitu rozpětí „bid“ a „offer“ cen státních dluhopisů. Po překlenutí konce roku 2018 došlo v období od druhé poloviny ledna do konce února k postupnému snížení cenového rozpětí, které se stabilizovalo na přibližně stejných úrovních až do května. Od začátku července až do konce roku bylo možné pozorovat trendový růst rozpětí „bid“ a „offer“ cen. Na konci roku 2019 se již neopakoval bezprecedentní nárůst rozpětí „bid“

a „offer“ cen, který nastal ke konci roku 2017, zejména z regulatorních důvodů. 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 státních dluhopisů na MTS Czech Republic**



Poznámka: Rozpětí „bid“ a „offer“ uvedeno ve 14denních klouzavých průměrech.  
Zdroj: MF, MTS

Strategie rozvoje sekundárního trhu prostřednictvím MTS Czech Republic se soustředí zejména na flexibilní využívání dostupných nástrojů elektronické obchodní platformy, bezproblémový chod systému a zabezpečení konzistentnosti s platným regulatorním a institucionálním rámcem uspořádání sekundárního trhu. Ministerstvo hodnotí velice kladně vývoj v plnění kotečních povinností zejména s přihlédnutím k významné volatilitě na finančních trzích, regulatorním dopadům na rozvahy tvůrců trhu, poklesu počtu primárních

dealerů, změnám ve struktuře držitelů státních dluhopisů a vzhledem k nabídce pouze omezeného počtu emisí střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v primárních aukcích v roce 2019. Zápůjční facility ve formě repo operací i v podobě kolateralizovaných zápůjček cenných papírů, budou v průběhu roku 2020 i nadále aktivně využívány nástroji Ministerstva při jeho přímém působení na likviditu sekundárního trhu a hladké plnění kotečních povinností primárních dealerů.

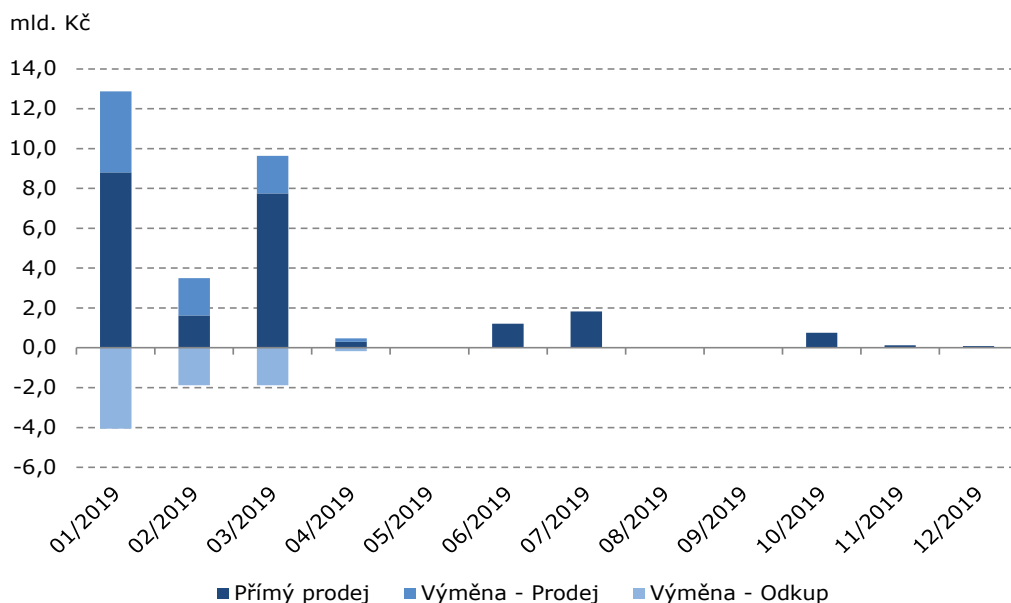
## Operace na sekundárním trhu

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 a dealery minimálně jeden obchodní den před dnem, ve kterém má transakce proběhnout. Ministerstvo pravidelně 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.

Veškeré operace na sekundárním trhu jsou realizovány flexibilně v závislosti na potřebách Ministerstva a situaci na finančních trzích. V průběhu roku 2019 Ministerstvo na základě vývoje na krátkém konci výnosové křivky neuskutečnilo žádné zpětné odkupy státních dluhopisů. K přímým prodejem státních dluhopisů přistoupilo aktivně v průběhu celého roku, s výjimkou května, srpna a září. Celková hodnota realizovaných přímých prodejů Ministerstva v roce 2019 na MTS Czech Republic tak dosáhla historicky nejvyšší úrovně 22,5 mld. Kč, což bylo o 16,3 mld. Kč více než v předchozím roce.

**Obrázek 58: Jmenovitá hodnota realizovaných přímých prodejů a výměn**



Zdroj: MF, MTS

V roce 2019 došlo k růstu zobchodované jmenovité hodnoty u výměnných operací, kdy v průběhu roku Ministerstvo vyměnilo státní dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 8,0 mld. Kč za státní dluhopisy ve stejné jmenovité hodnotě s delší dobou do

splatnosti. Ministerstvo se v rámci výměn státních dluhopisů primárně zaměřilo na odkupy Dluhopisu České republiky, 2009-2019, 5,00 % (3,8 mld. Kč) a Státního dluhopisu České republiky, 2013-2019, 1,50 % (3,8 mld. Kč). Zbytek odkupů ve výši

0,4 mld. Kč tvořil Dluhopis České republiky, 2005-2020, 3,75 %.

Z důvodu nedostatku zdrojového státního dluhopisu v rozvahách primárních dealerů a tržní situace na krátkém konci výnosové křivky (výnosy krátkodobých státních dluhopisů pod úrovní 2T repo sazby ČNB) Ministerstvo realizovalo v dalších čtvrtletích roku 2019 výměnné operace jenom v omezené míře. V případě změn tržních podmínek bude Ministerstvo i nadále využívat výměny státních dluhopisů k řízení splatnostního profilu státního dluhu, jakož i za účelem podpory likvidity sekundárního trhu státních dluhopisů.

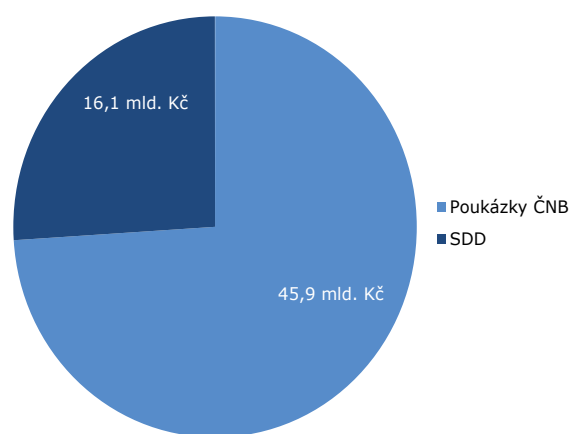
Ministerstvo nadále pokračovalo i v průběhu roku 2019 v rozsáhlé realizaci krátkodobých zápůjčních facilit střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů pro primární dealery a dealery ve formě repo operací i v podobě kolateralizované zápůjčky cenných papírů. Kolateralizované zápůjčky cenných papírů, které jsou standardním finančním instrumentem ve světě, budou Ministerstvem podporovány i v dalším období. Zájem o zápůjčky státních dluhopisů ze strany primárních dealerů kontinuálně narůstá, zejména kvůli růstu základních úrokových sazeb České národní banky. Z toho důvodu v roce 2019 byly zápůjční facility ve formě kolateralizované zápůjčky státních dluhopisů hlavním instrumentem podpory likvidity sekundárního trhu státních dluhopisů. Podobně jako u repo operací, primární dealer a dealer má možnost zapůjčit si cenné papíry z majetkových účtů Ministerstva za poplatek 20 bazických bodů 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, 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 a dealerům lépe optimalizovat obchodní portfolio bez ohledu na jejich likvidní pozici, a dále výrazně redukuje jejich závislost na repo trhu.

V souladu s růstem celkové obchodní aktivity na sekundárním trhu státních dluhopisů v průběhu roku 2019 se celkový rozsah zápůjčních facilit vyjádřený

ve jmenovité hodnotě poskytnutého dluhopisu zvýšil z 51,7 mld. Kč v roce 2018 na 67,7 mld. Kč v roce 2019 (průměrná měsíční jmenovitá hodnota činila 5,6 mld. Kč). Z toho tvořily repo operace Ministerstva 6,7 mld. Kč (9,9 %) a kolateralizované zápůjčky státních dluhopisů 61,0 mld. Kč (90,2 %). Poptávka po zápůjčních facilitách ve formě repo operací i ve formě kolateralizovaných zápůjček byla tradičně významná hlavně v posledním čtvrtletí roku 2019 z důvodu úpravy obchodních portfolií primárních dealerů, když průměrná měsíční jmenovitá hodnota poskytnutých zápůjčních facilit činila 6,4 mld. Kč. V prosinci 2019 celková poskytnutá jmenovitá hodnota zápůjčních facilit narostla až na úroveň 9,1 mld. Kč. Tento vývoj byl dán silnou poptávkou primárních dealerů, kteří v průběhu roku 2019 naakumulovali krátkou pozici. Zápůjční facility Ministerstva umožnily pokrytí krátké pozice primárních dealerů přes konec roku a hladké fungování sekundárního trhu bez významnějších cenových distorzí, i přes omezenou nabídku státních dluhopisů v aukcích v prosinci 2019. V rámci kolateralizované zápůjčky cenných papírů Ministerstvo v roce 2019 zároveň přijalo akceptovatelný kolaterál jako zajištění v celkové jmenovité hodnotě 62,0 mld. Kč. V porovnání s předcházejícím rokem došlo ke změně struktury přijatého kolaterálu, zejména ve prospěch státních dluhopisů, které dosáhly na celkovém přijatém kolaterálu v roce 2019 podíl 26,0 %, to znamená meziroční růst podílu o 5,7 p. b.

**Obrázek 59: Přijatý kolaterál v rámci zápůjček státních dluhopisů v roce 2019**



Poznámka: Nezahrnuje SDD vydané na zahraničních trzích.  
Zdroj: MF

Nízký zájem o krátkodobé zápůjční facility ve formě repo operací ze strany primárních dealerů přetrvával i v roce 2019, zejména z důvodu růstu základních úrokových sazeb České národní banky, čímž se repo operace staly relativně nákladnou alternativou kolateralizovaných zápůjček státních dluhopisů. Celkový rozsah přijatých peněžních prostředků v rámci krátkodobých zápůjčních facilit v roce 2019 činil 6,6 mld. Kč. Repo operace využívali zejména

primární dealeři a dealeři bez smluvního ukotvení zápůjček cenných papírů. Celkově v roce 2019 realizovalo Ministerstvo 26 transakcí ve formě repo operací a 289 transakcí ve formě kolateralizovaných zápůjček cenných papírů.

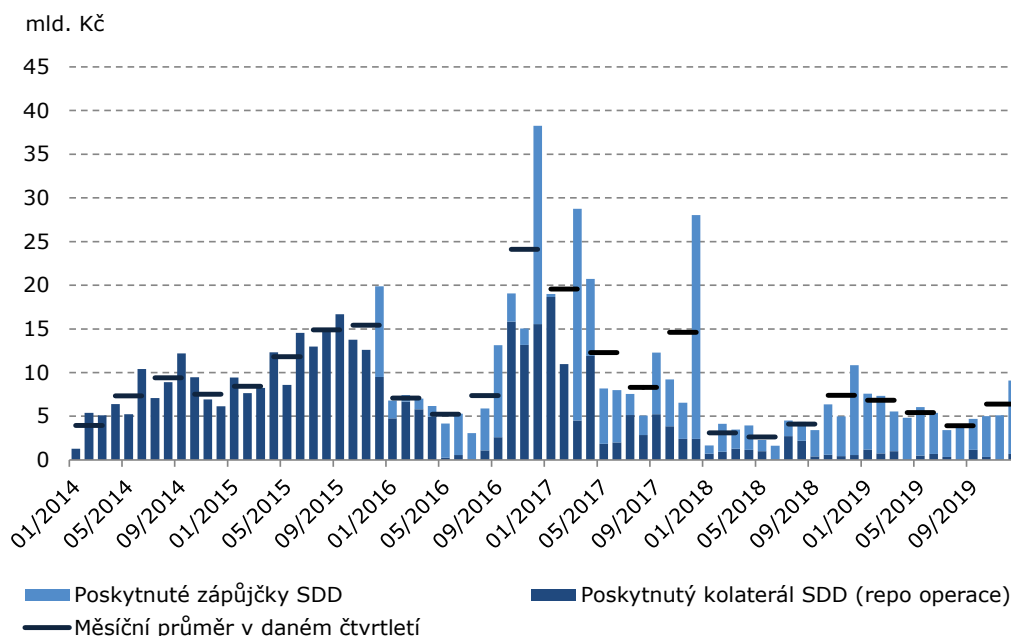
Z pohledu primárních dealerů krátkodobé zápůjční facility Ministerstva umožňují pokrývat jejich krátké pozice a tím přispívají k plynulému plnění kotečních povinností, udržení dostatečné hloubky trhu a likviditě státních dluhopisů i v časech neobvyklých výkyvů na finančních trzích. Rozdíl mezi jmenovitou 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 nelikvidnost 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 příjmy státního rozpočtu. Získané peněžní prostředky z repo operací, pokud se nejedná o hotovostně neutrální operace, 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 2019 příspěvek zápůjčních facilit k výnosům z investičních operací činil 8,7 mil. Kč.

V souvislosti s poskytováním zápůjčních facilit a operacemi na sekundárním trhu řídí Ministerstvo aktivně stav státních dluhopisů na svých majetkových účtech s ohledem na poptávku primárních dealerů a dealerů. V roce 2019 nejvýznamnější část zápůjčních facilit, vyjádřeno prostřednictvím jmenovité hodnoty poskytnutého dluhopisu, tvořily Státní dluhopis České republiky, 2015-2030, 0,95 % (7,1 mld. Kč), Státní dluhopis České republiky, 2014-2027, VAR (6,7 mld. Kč), Státní dluhopis České republiky, 2017-2027, 0,25 % (6,6 mld. Kč), Státní dluhopis České republiky, 2015-2026, 1,00 % (6,5 mld. Kč) a Státní dluhopis České republiky, 2015-2023, 0,45 % (5,7 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 majetkových účtů Ministerstva.  
Zdroj: MF

## Příloha I

### Metodika hodnocení primárních dealerů platná pro rok 2019

Za účelem podpory účasti primárních dealerů při prodeji střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů denominovaných v zahraniční měně přistoupilo Ministerstvo pro potřeby hodnocení nově k definici různých vah pro státní dluhopisy v domácí a zahraniční měně.

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

Kvantitativní hodnocení v rámci kritéria B. Účast na sekundárním trhu a operace s likviditou, které vychází

zejména z dostupných statistických a monitorovacích nástrojů elektronické obchodní platformy MTS Czech Republic, se soustředí na kotační činnost, její kvalitu, zobchodované jmenovité hodnoty a realizované operace s Ministerstvem. Hodnocení plnění kotačních povinností je dále předmětem prvního subkritéria. Kvalitou kotační 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 další subkritérium, které sleduje celkovou zobchodovanou jmenovitou hodnotu, váží dobou do splatnosti daného dluhopisu. U následujícího subkritéria je primární dealer hodnocen na základě jmenovité hodnoty jím uskutečněných obchodů v rámci čtyř skupin typů instrumentů obchodovaných na sekundárním trhu. Celkové hodnocení za subkritérium je poté určeno váženým průměrem těchto podílů za všechny čtyři stanovené skupiny. Páté subkritérium hodnotí ochotu primárních dealerů platit nejvyšší cenu, resp. získat nejnižší cenu váženou celkovou jmenovitou hodnotou a dobou do splatnosti v rámci přímých prodejů, resp. zpětných odkupů státních dluhopisů, či výměn státních dluhopisů na sekundárním trhu.

Tato metodika hodnocení primárních dealerů platná pro rok 2019 zůstává beze změny i pro rok 2020.

**Tabulka 28: Kritéria hodnocení primárních dealerů platná pro rok 2019**

A. Účast na primárním trhu	55 bodů	B. Účast na sekundárním trhu a operace s likviditou	45 bodů
A.1. Podíl na primárním trhu SDD	30 bodů	B.1. Hodnocení kotační povinnosti na DETS	10 bodů
A.2. Spolehlivost aukční poptávky	5 bodů	B.2. Kvalita kotační činnosti na DETS	10 bodů
A.3. Aukční cenová strategie	5 bodů	B.3. Jmenovitá hodnota zobchodovaná na DETS	10 bodů
A.4. Pravidelnost účasti v aukcích	5 bodů	B.4. Operace Ministerstva financí	10 bodů
A.5. Podíl na primárním trhu SPP	10 bodů	B.5. Cenová strategie přímých prodejů, zpětných odkupů a výměn dluhopisů	5 bodů

Zdroj: MF

## Příloha II

**Tabulka 29: Parametry státního dluhu a portfolií státních finančních aktiv**

	31. 12. 2018	31. 3. 2019	30. 6. 2019	30. 9. 2019	31. 12. 2019
<b>Státní dluh celkem (mld. Kč)</b>	<b>1 622,0</b>	<b>1 731,6</b>	<b>1 712,6</b>	<b>1 685,2</b>	<b>1 640,2</b>
Tržní hodnota státního dluhu (mld. Kč)	1 700,7	1 820,4	1 821,0	1 804,2	1 731,4
Krátkodobý státní dluh (%)	17,8	20,0	14,9	15,1	12,7
Střednědobý státní dluh (%)	57,3	53,8	54,5	51,8	48,5
SPP a ostatní instrumenty peněžního trhu (%)	2,7	1,9	1,4	1,0	1,1
Průměrná splatnost (roky)	5,4	5,6	5,9	6,0	6,2
Úroková refixace do 1 roku (%)	33,6	33,2	28,1	28,7	24,6
Průměrná doba do refixace (roky)	4,7	4,9	5,3	5,4	5,6
Variabilně úročený státní dluh (%)	13,4	12,5	12,5	13,0	13,2
Modifikovaná durace (roky)	4,3	4,4	4,9	5,0	5,1
Čistá cizoměnová expozice s dopadem na výši státního dluhu (%)	10,3	9,7	9,7	10,0	10,1
Čistá cizoměnová expozice s dopadem na výši úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu (%)	10,3	9,7	9,7	10,0	10,1
Cizoměnový státní dluh (%)	11,9	11,2	11,2	11,6	11,6
Podíl € na čisté cizoměnové expozici s dopadem na výši státního dluhu (%)	96,3	96,3	96,2	96,1	96,2
Podíl € na čisté cizoměnové expozici s dopadem na výši úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu (%)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Neobchodovatelný státní dluh (%) <sup>1</sup>	5,1	4,2	3,7	3,3	3,1
Podíl spořicíh státních dluhopisů na státním dluhu (%)	0,3	0,5	0,4	0,7	0,8
<b>Obchodovatelný státní dluh (mld. Kč)</b>	<b>1 534,1</b>	<b>1 650,1</b>	<b>1 643,2</b>	<b>1 617,3</b>	<b>1 575,9</b>
Tržní hodnota obchodovatelného dluhu (mld. Kč)	1 613,2	1 739,2	1 751,8	1 736,4	1 667,5
Krátkodobý obchodovatelný dluh (%)	15,8	18,7	13,8	14,3	12,0
Střednědobý obchodovatelný dluh (%)	56,5	53,1	54,2	51,8	48,4
SPP a ostatní instrumenty peněžního trhu (%)	0,3	0,2	0,2	0,1	0,3
Průměrná splatnost (roky)	5,5	5,6	5,9	6,0	6,2
Úroková refixace do 1 roku (%)	30,4	30,8	26,0	26,7	22,5
Průměrná doba do refixace (roky)	4,9	5,1	5,5	5,5	5,7
Variabilně úročený obchodovatelný dluh (%)	11,7	10,9	10,9	11,1	11,4
Modifikovaná durace (roky)	4,5	4,6	5,0	5,2	5,2
Čistá cizoměnová expozice s dopadem na výši obchodovatelného státního dluhu (%)	8,4	8,3	8,9	9,6	9,7
Čistá cizoměnová expozice s dopadem na výši úrokových výdajů na obsluhu obch. státního dluhu	8,4	8,3	8,9	9,6	9,7
Cizoměnový obchodovatelný státní dluh (%)	10,0	9,9	10,4	11,2	11,3
Podíl € na čisté cizoměnové expozici s dopadem na výši obchodovatelného státního dluhu (%)	95,2	95,5	95,7	95,7	95,9
Podíl € na čisté cizoměnové expozici s dopadem na výši úrokových výdajů na obsluhu obch. státního dluhu (%)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<b>Investiční portfolia (mld. Kč)<sup>2</sup></b>	<b>51,9</b>	<b>52,4</b>	<b>53,1</b>	<b>53,5</b>	<b>72,5</b>
Podíl aktiv do 1 roku na celkovém státním dluhu (%)	3,0	2,9	2,9	3,0	4,3
Průměrná výnosnost (%)	1,8	1,8	1,9	2,0	1,9
Průměrná splatnost (roky)	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
Modifikovaná durace (roky)	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1

<sup>1</sup> Neobsahuje spořicí státní dluhopisy.

<sup>2</sup> Zahrnuje jaderné a důchodové portfolio.

Zdroj: MF

**Tabulka 30: Vydané střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy na domácím trhu k 31. 12. 2019**

Název emise	Číslo emise	ISIN	Datum splatnosti	Jmenovitá hodnota v oběhu	Jmenovitá hodnota na majetkových účtech MF
ČR, 0,00 %, 20	101.	CZ0001005011	10.2.2020	50 053 880 000	0
ČR, 3,75 %, 20	46.	CZ0001001317	12.9.2020	74 625 000 000	0
ČR, VAR %, 20	91.	CZ0001004113	9.12.2020	33 923 370 000	2 050 000 000
ČR, 0,75 %, 21	104.	CZ0001005367	23.2.2021	26 068 110 000	550 000 000
ČR, 3,85 %, 21	61.	CZ0001002851	29.9.2021	76 535 000 000	1 100 000 000
ČR, 0,00 %, 22	102.	CZ0001005029	24.2.2022	5 565 780 000	280 000 000
ČR, 4,70 %, 22	52.	CZ0001001945	12.9.2022	87 324 900 000	569 000 000
ČR, VAR %, 23	63.	CZ0001003123	18.4.2023	87 197 380 000	1 900 000 000
ČR, 0,45 %, 23	97.	CZ0001004600	25.10.2023	58 810 390 000	6 189 610 000
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	99 931 590 000	0
ČR, 1,00 %, 26	95.	CZ0001004469	26.6.2026	98 185 600 000	1 814 400 000
ČR, 0,25 %, 27	100.	CZ0001005037	10.2.2027	87 740 550 000	2 259 450 000
ČR, VAR %, 27	90.	CZ0001004105	19.11.2027	58 592 400 000	1 000 000 000
ČR, 2,50 %, 28	78.	CZ0001003859	25.8.2028	99 000 000 000	1 000 000 000
ČR, 2,75 %, 29	105.	CZ0001005375	23.7.2029	99 000 000 000	1 000 000 000
ČR, 0,95 %, 30	94.	CZ0001004477	15.5.2030	98 630 240 000	1 369 760 000
ČR, 2,00 %, 33	103.	CZ0001005243	13.10.2033	98 034 050 000	1 965 950 000
ČR, 4,20 %, 36	49.	CZ0001001796	4.12.2036	49 325 620 000	674 380 000
ČR, 4,85 %, 57	53.	CZ0001002059	26.11.2057	17 665 100 000	334 900 000
<b>Celkem CZK</b>				<b>1 393 808 960 000</b>	<b>26 457 450 000</b>
ČR, 0,00 %, 21	109.	CZ0001005706	20.8.2021	1 000 000 000	0
<b>Celkem EUR</b>				<b>1 000 000 000</b>	<b>0</b>

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

**Tabulka 31: Vydané střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy na zahraničních trzích k 31. 12. 2019**

ISIN	Měna	Datum splatnosti	Jmenovitá hodnota v oběhu	Jmenovitá hodnota na majetkových účtech MF
XS0215153296	EUR	18.3.2020	1 000 000 000	0
XS0541140793	EUR	14.4.2021	2 000 000 000	0
XS0750894577	EUR	24.5.2022	2 750 000 000	0
XS0240954361	JPY	16.1.2036	30 000 000 000	0
<b>Celkem EUR</b>			<b>5 750 000 000</b>	<b>0</b>
<b>Celkem JPY</b>			<b>30 000 000 000</b>	<b>0</b>

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

**Tabulka 32: Vydané státní pokladniční poukázky k 31. 12. 2019**

Číslo emise	Splatnost (týdny)	ISIN	Datum splatnosti	Jmenovitá hodnota v oběhu	Jmenovitá hodnota na majetkových účtech MF
809.	4	CZ0001005839	10.1.2020	3 625 000 000	0
810.	4	CZ0001005847	17.1.2020	905 000 000	0
<b>Celkem</b>				<b>4 530 000 000</b>	<b>0</b>

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

**Tabulka 33: Vydané spořicí státní dluhopisy k 31. 12. 2019**

Název emise	Číslo emise	ISIN	Datum splatnosti	Jmenovitá hodnota v oběhu	Jmenovitá hodnota na majetkových účtech MF
SSD-I ČR, CPI %, 20	83.	CZ0001003990	12.6.2020	402 534 828	0
SSD-I ČR, CPI %, 20 II	87.	CZ0001004204	12.12.2020	2 170 048 394	0
SSD-V ČR, VAR %, 20	93.	CZ0001004311	12.12.2020	30 582 365	0
SD-R ČR, FIX %, 25	106.	CZ0001005623	1.2.2025	2 923 245 940	0
SD-R ČR, FIX %, 25 II	107.	CZ0001005631	1.4.2025	900 551 308	0
SD-R ČR, FIX %, 25 III	108.	CZ0001005649	1.7.2025	381 042 200	0
SD-I ČR, CPI %, 25	110.	CZ0001005714	1.7.2025	4 995 894 108	0
SD-R ČR, FIX %, 25 IV	111.	CZ0001005730	1.10.2025	56 389 169	0
SD-I ČR, CPI %, 25 II	112.	CZ0001005722	1.10.2025	1 119 582 173	0
SD-F ČR, 1,50 %, 25	113.	CZ0001005748	1.10.2025	23 201 524	0
<b>Celkem</b>				<b>13 003 072 009</b>	<b>0</b>

Zdroj: MF

**Tabulka 34a: Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2019**

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, 0,25 %, 27	100.	13.	9.1.	11.1.	10.2.2027	CZK	8 000 000 000	8 456 820 000
ČR, 4,20 %, 36	49.	15.	9.1.	11.1.	4.12.2036	CZK	3 000 000 000	1 247 000 000
ČR, 2,75 %, 29	105.	10.	23.1.	25.1.	23.7.2029	CZK	7 000 000 000	10 051 040 000
ČR, 2,00 %, 33	103.	10.	23.1.	25.1.	13.10.2033	CZK	5 000 000 000	5 163 810 000
ČR, 0,25 %, 27	100.	14.	6.2.	8.2.	10.2.2027	CZK	5 000 000 000	5 573 320 000
ČR, 2,75 %, 29	105.	11.	6.2.	8.2.	23.7.2029	CZK	5 000 000 000	10 478 470 000
ČR, 0,95 %, 30	94.	17.	6.2.	8.2.	15.5.2030	CZK	3 000 000 000	7 944 700 000
ČR, 2,75 %, 29	105.	12.	27.2.	1.3.	23.7.2029	CZK	5 000 000 000	5 332 270 000
ČR, 0,95 %, 30	94.	18.	27.2.	1.3.	15.5.2030	CZK	5 000 000 000	10 171 750 000
ČR, 4,20 %, 36	49.	16.	27.2.	1.3.	4.12.2036	CZK	2 000 000 000	2 344 670 000
ČR, 1,00 %, 26	95.	16.	6.3.	8.3.	26.6.2026	CZK	5 000 000 000	5 369 320 000
ČR, 2,00 %, 33	103.	11.	6.3.	8.3.	13.10.2033	CZK	5 000 000 000	6 880 900 000
ČR, 4,85 %, 57	53.	3.	6.3.	8.3.	26.11.2057	CZK	500 000 000	200 000 000
ČR, 0,25 %, 27	100.	15.	20.3.	22.3.	10.2.2027	CZK	5 000 000 000	3 927 370 000
ČR, 2,75 %, 29	105.	13.	20.3.	22.3.	23.7.2029	CZK	8 000 000 000	4 183 060 000
ČR, 0,95 %, 30	94.	19.	20.3.	22.3.	15.5.2030	CZK	3 000 000 000	4 061 340 000
ČR, 1,00 %, 26	95.	17.	3.4.	5.4.	26.6.2026	CZK	5 000 000 000	6 337 020 000
ČR, 2,00 %, 33	103.	12.	3.4.	5.4.	13.10.2033	CZK	5 000 000 000	5 872 250 000
ČR, 0,95 %, 30	94.	20.	10.4.	12.4.	15.5.2030	CZK	5 000 000 000	5 998 990 000
ČR, 4,85 %, 57	53.	4.	10.4.	12.4.	26.11.2057	CZK	500 000 000	562 080 000
ČR, 1,00 %, 26	95.	18.	24.4.	26.4.	26.6.2026	CZK	3 000 000 000	3 270 190 000
ČR, 2,00 %, 33	103.	13.	24.4.	26.4.	13.10.2033	CZK	3 000 000 000	3 741 210 000
ČR, 4,20 %, 36	49.	17.	24.4.	26.4.	4.12.2036	CZK	2 000 000 000	2 399 580 000
ČR, 0,25 %, 27	100.	16.	15.5.	17.5.	10.2.2027	CZK	3 000 000 000	3 708 030 000
ČR, 2,00 %, 33	103.	14.	15.5.	17.5.	13.10.2033	CZK	3 000 000 000	5 840 110 000
ČR, 4,85 %, 57	53.	5.	15.5.	17.5.	26.11.2057	CZK	500 000 000	644 590 000
ČR, 1,00 %, 26	95.	19.	29.5.	31.5.	26.6.2026	CZK	3 000 000 000	5 541 090 000
ČR, 2,75 %, 29	105.	14.	29.5.	31.5.	23.7.2029	CZK	3 000 000 000	3 438 110 000
ČR, 4,85 %, 57	53.	6.	29.5.	31.5.	26.11.2057	CZK	500 000 000	1 157 710 000
ČR, 1,00 %, 26	95.	20.	12.6.	14.6.	26.6.2026	CZK	3 000 000 000	3 875 970 000
ČR, 2,00 %, 33	103.	15.	12.6.	14.6.	13.10.2033	CZK	4 000 000 000	4 628 190 000
ČR, 2,00 %, 33	103.	16.	26.6.	28.6.	13.10.2033	CZK	4 000 000 000	4 238 000 000
ČR, 4,85 %, 57	53.	7.	26.6.	28.6.	26.11.2057	CZK	500 000 000	1 459 670 000
ČR, 0,25 %, 27	100.	17.	10.7.	12.7.	10.2.2027	CZK	3 000 000 000	3 392 770 000
ČR, 2,00 %, 33	103.	17.	10.7.	12.7.	13.10.2033	CZK	4 000 000 000	4 149 890 000
ČR, 2,00 %, 33	103.	18.	24.7.	26.7.	13.10.2033	CZK	4 000 000 000	4 876 160 000
ČR, 4,85 %, 57	53.	8.	24.7.	26.7.	26.11.2057	CZK	1 000 000 000	1 231 050 000
ČR, 0,45 %, 23	97.	19.	28.8.	30.8.	25.10.2023	CZK	2 000 000 000	4 820 170 000
ČR, 2,00 %, 33	103.	19.	28.8.	30.8.	13.10.2033	CZK	4 000 000 000	2 240 000 000
ČR, 1,00 %, 26	95.	21.	11.9.	13.9.	26.6.2026	CZK	4 000 000 000	2 204 750 000
ČR, 0,45 %, 23	97.	20.	25.9.	27.9.	25.10.2023	CZK	4 000 000 000	1 940 580 000
ČR, 0,25 %, 27	100.	18.	25.9.	27.9.	10.2.2027	CZK	2 000 000 000	4 367 730 000
ČR, 2,00 %, 33	103.	20.	25.9.	27.9.	13.10.2033	CZK	2 000 000 000	4 432 170 000
ČR, 0,25 %, 27	100.	19.	9.10.	11.10.	10.2.2027	CZK	4 000 000 000	4 591 480 000

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, 2,00 %, 33	103.	21.	9.10.	11.10.	13.10.2033	CZK	4 000 000 000	4 150 980 000
ČR, 0,45 %, 23	97.	21.	30.10.	1.11.	25.10.2023	CZK	2 000 000 000	2 073 840 000
ČR, 1,00 %, 26	95.	22.	30.10.	1.11.	26.6.2026	CZK	2 000 000 000	2 876 440 000
ČR, 2,00 %, 33	103.	22.	30.10.	1.11.	13.10.2033	CZK	3 000 000 000	2 573 470 000
ČR, 0,25 %, 27	100.	20.	13.11.	15.11.	10.2.2027	CZK	2 000 000 000	2 285 290 000
ČR, 2,00 %, 33	103.	23.	13.11.	15.11.	13.10.2033	CZK	3 000 000 000	3 473 500 000
ČR, 0,45 %, 23	97.	22.	27.11.	29.11.	25.10.2023	CZK	2 000 000 000	2 286 700 000
ČR, 2,00 %, 33	103.	24.	27.11.	29.11.	13.10.2033	CZK	3 000 000 000	3 089 050 000
ČR, 0,25 %, 27	100.	21.	4.12.	6.12.	10.2.2027	CZK	2 000 000 000	2 168 210 000
ČR, 2,00 %, 33	103.	25.	4.12.	6.12.	13.10.2033	CZK	4 000 000 000	3 988 000 000
ČR, 0,45 %, 23	97.	-	18.12.	20.12.	25.10.2023	CZK	2 000 000 000	0
ČR, 2,00 %, 33	103.	26.	18.12.	20.12.	13.10.2033	CZK	3 000 000 000	3 450 000 000
Celkem CZK							224 760 860 000	
ČR, 0,00 %, 21	109.	1.	20.2.	22.2.	20.8.2021	EUR	100 000 000	100 000 000
ČR, 0,00 %, 21	109.	2.	10.4.	12.4.	20.8.2021	EUR	100 000 000	100 000 000
ČR, 0,00 %, 21	109.	3.	19.6.	21.6.	20.8.2021	EUR	200 000 000	200 000 000
ČR, 0,00 %, 21	109.	4.	17.7.	19.7.	20.8.2021	EUR	165 000 000	165 000 000
ČR, 0,00 %, 21	109.	5.	11.9.	13.9.	20.8.2021	EUR	100 000 000	100 000 000
Celkem EUR							665 000 000	

Zdroj: MF, ČNB

**Tabulka 34b: Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2019**

Název emise	Číslo emise a tranše		Kupón	Průměrná 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, 0,25 %, 27	100.	13.	0,25 %	88,399	1,806	1,45	100,00	5,71
ČR, 4,20 %, 36	49.	15.	4,20 %	126,286	2,379	1,21	40,33	1,23
ČR, 2,75 %, 29	105.	10.	2,75 %	107,211	1,980	1,49	131,63	11,96
ČR, 2,00 %, 33	103.	10.	2,00 %	96,031	2,321	1,13	100,00	3,28
ČR, 0,25 %, 27	100.	14.	0,25 %	88,952	1,740	1,75	100,00	11,47
ČR, 2,75 %, 29	105.	11.	2,75 %	108,310	1,866	1,28	182,98	26,59
ČR, 0,95 %, 30	94.	17.	0,95 %	89,428	2,008	1,60	247,70	17,12
ČR, 2,75 %, 29	105.	12.	2,75 %	107,743	1,920	1,71	100,00	6,65
ČR, 0,95 %, 30	94.	18.	0,95 %	88,898	2,070	1,37	175,60	27,83
ČR, 4,20 %, 36	49.	16.	4,20 %	122,646	2,592	1,85	107,00	10,23
ČR, 1,00 %, 26	95.	16.	1,00 %	93,988	1,889	1,75	100,00	7,39
ČR, 2,00 %, 33	103.	11.	2,00 %	94,778	2,429	1,99	119,46	18,16
ČR, 4,85 %, 57	53.	3.	4,85 %	145,108	2,896	1,10	40,00	0,00
ČR, 0,25 %, 27	100.	15.	0,25 %	87,633	1,957	3,95	56,98	21,57
ČR, 2,75 %, 29	105.	13.	2,75 %	107,248	1,967	1,07	40,13	12,16
ČR, 0,95 %, 30	94.	19.	0,95 %	89,005	2,064	1,87	100,00	35,38
ČR, 1,00 %, 26	95.	17.	1,00 %	94,656	1,795	2,79	107,87	18,87
ČR, 2,00 %, 33	103.	12.	2,00 %	96,322	2,300	1,93	100,00	17,45
ČR, 0,95 %, 30	94.	20.	0,95 %	89,454	2,021	3,81	100,00	19,98
ČR, 4,85 %, 57	53.	4.	4,85 %	146,189	2,859	1,16	100,00	12,42
ČR, 1,00 %, 26	95.	18.	1,00 %	94,878	1,767	2,21	100,00	9,01
ČR, 2,00 %, 33	103.	13.	2,00 %	97,077	2,238	2,46	107,50	17,21
ČR, 4,20 %, 36	49.	17.	4,20 %	124,376	2,474	2,08	105,61	14,37
ČR, 0,25 %, 27	100.	16.	0,25 %	89,198	1,755	3,86	111,27	12,33
ČR, 2,00 %, 33	103.	14.	2,00 %	97,615	2,194	4,08	170,23	24,44
ČR, 4,85 %, 57	53.	5.	4,85 %	147,096	2,827	2,67	117,00	11,92
ČR, 1,00 %, 26	95.	19.	1,00 %	95,416	1,693	2,85	161,13	23,57
ČR, 2,75 %, 29	105.	14.	2,75 %	109,458	1,725	4,09	100,00	14,60
ČR, 4,85 %, 57	53.	6.	4,85 %	148,913	2,768	1,88	218,97	12,57
ČR, 1,00 %, 26	95.	20.	1,00 %	96,390	1,546	1,92	111,67	17,53
ČR, 2,00 %, 33	103.	15.	2,00 %	101,435	1,884	2,72	100,00	15,70
ČR, 2,00 %, 33	103.	16.	2,00 %	103,072	1,755	1,49	104,53	1,43
ČR, 4,85 %, 57	53.	7.	4,85 %	155,093	2,574	2,21	275,60	16,33
ČR, 0,25 %, 27	100.	17.	0,25 %	91,713	1,410	1,79	100,00	13,09
ČR, 2,00 %, 33	103.	17.	2,00 %	103,741	1,702	1,74	98,01	5,73
ČR, 2,00 %, 33	103.	18.	2,00 %	104,789	1,620	2,60	101,00	20,90
ČR, 4,85 %, 57	53.	8.	4,85 %	158,087	2,483	2,90	107,10	16,01
ČR, 0,45 %, 23	97.	19.	0,45 %	98,072	0,925	1,59	235,50	5,51
ČR, 2,00 %, 33	103.	19.	2,00 %	111,131	1,142	1,11	56,00	0,00
ČR, 1,00 %, 26	95.	21.	1,00 %	98,292	1,264	1,16	55,12	0,00
ČR, 0,45 %, 23	97.	20.	0,45 %	96,893	1,236	4,30	45,75	2,76
ČR, 0,25 %, 27	100.	18.	0,25 %	92,843	1,273	3,87	200,00	18,39
ČR, 2,00 %, 33	103.	20.	2,00 %	107,708	1,392	2,82	213,50	8,11
ČR, 0,25 %, 27	100.	19.	0,25 %	93,363	1,201	3,73	100,00	14,79

Název emise	Číslo emise a tranše	Kupón	Průměrná 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, 2,00 %, 33	103.	21. 2,00 %	109,616	1,247	2,20	100,00	3,77
ČR, 0,45 %, 23	97.	21. 0,45 %	97,109	1,198	3,28	90,00	13,69
ČR, 1,00 %, 26	95.	22. 1,00 %	98,001	1,316	1,53	127,05	16,77
ČR, 2,00 %, 33	103.	22. 2,00 %	107,270	1,422	1,10	80,00	5,78
ČR, 0,25 %, 27	100.	20. 0,25 %	91,764	1,457	3,09	100,00	14,26
ČR, 2,00 %, 33	103.	23. 2,00 %	105,227	1,578	1,80	100,00	15,78
ČR, 0,45 %, 23	97.	22. 0,45 %	96,860	1,280	2,74	100,00	14,34
ČR, 2,00 %, 33	103.	24. 2,00 %	105,985	1,518	2,28	100,00	2,97
ČR, 0,25 %, 27	100.	21. 0,25 %	91,810	1,460	2,27	102,50	5,91
ČR, 2,00 %, 33	103.	25. 2,00 %	105,017	1,593	1,45	97,13	2,58
ČR, 0,45 %, 23	97.	- 0,45 %	-	-	-	-	-
ČR, 2,00 %, 33	103.	26. 2,00 %	104,159	1,660	1,49	115,00	0,00
<b>Průměr CZK</b>					<b>2,21</b>	<b>115,58</b>	<b>12,32</b>
ČR, 0,00 %, 21	109.	1. 0,00 %	100,070	-0,030	1,92	100,00	-
ČR, 0,00 %, 21	109.	2. 0,00 %	100,278	-0,118	5,23	100,00	-
ČR, 0,00 %, 21	109.	3. 0,00 %	100,671	-0,309	2,21	100,00	-
ČR, 0,00 %, 21	109.	4. 0,00 %	100,749	-0,357	2,80	100,00	-
ČR, 0,00 %, 21	109.	5. 0,00 %	100,870	-0,447	1,49	100,00	-
<b>Průměr EUR</b>					<b>2,73</b>	<b>100,00</b>	<b>-</b>

Zdroj: MF, ČNB

**Tabulka 35: Emise státních pokladničních poukázek v roce 2019**

Číslo emise	Splatnost (týdny)	Datum aukce	Datum vydání	Datum splatnosti	Max. nabízená jmenovitá hodnota	Prodaná jmenovitá hodnota celkem	Výnos do splatnosti (% p. a.)
805.	39	3.1.	4.1.	4.10.2019	5 000 000 000	1 150 000 000	1,545
806.	26	17.1.	18.1.	19.7.2019	5 000 000 000	1 120 000 000	1,565
807.	39	31.1.	1.2.	1.11.2019	5 000 000 000	0	-
808.	4	3.10.	4.10.	1.11.2019	5 000 000 000	40 000 000	1,000
809.	4	12.12.	13.12.	10.1.2020	5 000 000 000	3 625 000 000	-0,100
810.	4	19.12.	20.12.	17.1.2020	5 000 000 000	905 000 000	-0,100
811.	3	27.12.	30.12.	24.1.2020	5 000 000 000	0	-
<b>Celkem</b>						<b>6 840 000 000</b>	<b>0,456<sup>1</sup></b>

<sup>1</sup> Průměrný vážený výnos do splatnosti emisí SPP za rok 2019.  
Zdroj: MF, ČNB

**Tabulka 36: Emise spořicíh státních dluhopisů v roce 2019**

Název emise	Číslo emise	Datum vydání	Datum splatnosti	Původní doba do splatnosti (roky)	Prodaná jmenovitá hodnota celkem
SD-R ČR, FIX %, 25	106.	1.2.	1.2.2025	6,0	2 923 245 940
SD-R ČR, FIX %, 25 II	107.	1.4.	1.4.2025	6,0	900 551 308
SSD-I ČR, CPI %, 20 <sup>1</sup>	83.	12.6.	12.6.2020	7,0	5 925 849
SSD-I ČR, CPI %, 20 II <sup>1</sup>	87.	12.6.	12.12.2020	7,0	32 192 664
SSD-V ČR, VAR %, 20 <sup>1</sup>	93.	12.6.	12.12.2020	6,5	296 591
SD-R ČR, FIX %, 25 III	108.	1.7.	1.7.2025	6,0	381 042 200
SD-I ČR, CPI %, 25	110.	1.7.	1.7.2025	6,0	4 995 894 108
SD-R ČR, FIX %, 25 IV	111.	1.10.	1.10.2025	6,0	56 389 169
SD-I ČR, CPI %, 25 II	112.	1.10.	1.10.2025	6,0	1 119 582 173
SD-F ČR, 1,50 %, 25	113.	1.10.	1.10.2025	6,0	23 201 524
SSD-I ČR, CPI %, 20 <sup>1</sup>	83.	12.12.	12.6.2020	7,0	4 975 306
SSD-I ČR, CPI %, 20 II <sup>1</sup>	87.	12.12.	12.12.2020	7,0	27 034 240
SSD-V ČR, VAR %, 20 <sup>1</sup>	93.	12.12.	12.12.2020	6,5	321 604
<b>Celkem</b>					<b>10 470 652 676</b>

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

**Tabulka 37a: Realizované zápůjční facility státních dluhopisů ve formě repo operací v roce 2019**

Název emise	ISIN	Jmenovitá hodnota kolaterálu	Přijaté peněžní prostředky	Splacené peněžní prostředky <sup>1</sup>
ČR, 0,00 %, 22	CZ0001005029	50 000 000	47 910 000	47 908 137
ČR, 0,45 %, 23	CZ0001004600	3 673 000 000	3 533 830 138	3 533 423 397
ČR, 5,70 %, 24	CZ0001002547	358 000 000	444 951 250	444 929 221
ČR, 1,00 %, 26	CZ0001004469	316 000 000	304 845 063	304 833 208
ČR, 0,25 %, 27	CZ0001005037	1 135 000 000	1 003 322 822	1 003 275 703
ČR, 2,50 %, 28	CZ0001003859	518 000 000	554 396 961	554 375 401
ČR, 2,75 %, 29	CZ0001005375	485 000 000	541 515 450	541 489 109
ČR, 2,00 %, 33	CZ0001005243	30 000 000	29 199 452	29 197 181
ČR, 4,20 %, 36	CZ0001001796	80 000 000	107 902 333	107 889 670
<b>Celkem</b>		<b>6 645 000 000</b>	<b>6 567 873 470</b>	<b>6 567 321 028</b>

<sup>1</sup> Zahrnuje i peněžní prostředky ze zápůjčních facility ve formě repo operací realizovaných v roce 2019, které nebyly v tomto období splaceny.

Poznámka: Průměrná úroková sazba dosažená v rámci zápůjčních facility ve formě repo operací v průběhu roku 2019 činila -0,18 % p. a.

Zdroj: MF

**Tabulka 37b: Realizované zápůjční facility státních dluhopisů ve formě kolateralizovaných zápůjček v roce 2019**

Název emise	ISIN	Jmenovitá hodnota	Příjem <sup>1</sup>
ČR, 5,00 %, 19	CZ0001002471	200 000 000	2 671
ČR, 1,50 %, 19	CZ0001003834	550 000 000	17 611
ČR, 0,00 %, 20	CZ0001005011	4 749 000 000	404 493
ČR, 3,75 %, 20	CZ0001001317	50 000 000	4 123
ČR, 0,75 %, 21	CZ0001005367	2 990 000 000	496 863
ČR, 3,85 %, 21	CZ0001002851	4 914 000 000	360 751
ČR, 0,00 %, 22	CZ0001005029	2 140 000 000	196 590
ČR, 4,70 %, 22	CZ0001001945	810 000 000	76 115
ČR, VAR %, 23	CZ0001003123	2 110 000 000	163 815
ČR, 0,45 %, 23	CZ0001004600	5 735 000 000	534 722
ČR, 5,70 %, 24	CZ0001002547	2 045 000 000	296 326
ČR, 2,40 %, 25	CZ0001004253	1 000 000 000	32 709
ČR, 1,00 %, 26	CZ0001004469	6 515 000 000	453 322
ČR, 0,25 %, 27	CZ0001005037	6 576 000 000	522 141
ČR, VAR %, 27	CZ0001004105	6 682 000 000	376 539
ČR, 2,50 %, 28	CZ0001003859	1 785 000 000	116 753
ČR, 2,75 %, 29	CZ0001005375	923 000 000	86 709
ČR, 0,95 %, 30	CZ0001004477	7 110 000 000	553 466
ČR, 2,00 %, 33	CZ0001005243	400 000 000	25 650
ČR, 4,20 %, 36	CZ0001001796	2 195 000 000	172 123
ČR, 4,85 %, 57	CZ0001002059	540 000 000	53 738
<b>Celkem</b>		<b>60 019 000 000</b>	<b>4 947 230</b>

<sup>1</sup> Zahrnuje i příjmy ze zápůjčních facility ve formě kolateralizovaných zápůjček realizovaných v roce 2019, které nebyly v tomto období ukončeny.

Zdroj: MF

**Tabulka 38: Přímé prodeje státních dluhopisů v roce 2019**

Název emise	Číslo emise	Datum vypořádání	Datum splatnosti	Průměrná cena	Měna	Jmenovitá hodnota
ČR, 4,85 %, 57	53.	4.1.2019	26.11.2057	144,090	CZK	50 000 000
ČR, 0,00 %, 20	101.	7.1.2019	10.2.2020	98,350	CZK	5 000 000
ČR, 0,00 %, 20	101.	16.1.2019	10.2.2020	98,239	CZK	20 000 000
ČR, 0,00 %, 20	101.	17.1.2019	10.2.2020	98,239	CZK	50 000 000
ČR, 0,00 %, 22	102.	18.1.2019	24.2.2022	94,980	CZK	500 000 000
ČR, 0,00 %, 22	102.	21.1.2019	24.2.2022	94,980	CZK	500 000 000
ČR, 4,20 %, 36	49.	21.1.2019	4.12.2036	126,600	CZK	200 000 000
ČR, 0,00 %, 20	101.	22.1.2019	10.2.2020	98,231	CZK	500 000 000
ČR, 0,00 %, 20	101.	23.1.2019	10.2.2020	98,250	CZK	1 000 000 000
ČR, 4,20 %, 36	49.	23.1.2019	4.12.2036	126,300	CZK	200 000 000
ČR, 0,00 %, 20	101.	24.1.2019	10.2.2020	98,250	CZK	2 000 000 000
ČR, 0,00 %, 22	102.	28.1.2019	24.2.2022	95,070	CZK	500 000 000
ČR, 0,95 %, 30	94.	28.1.2019	15.5.2030	88,360	CZK	506 000 000
ČR, 0,00 %, 22	102.	31.1.2019	24.2.2022	95,130	CZK	500 000 000
ČR, 4,20 %, 36	49.	31.1.2019	4.12.2036	125,690	CZK	100 000 000
ČR, 4,20 %, 36	49.	1.2.2019	4.12.2036	126,022	CZK	200 000 000
ČR, 0,00 %, 20	101.	4.2.2019	10.2.2020	98,300	CZK	1 708 000 000
ČR, 4,20 %, 36	49.	4.2.2019	4.12.2036	126,100	CZK	270 000 000
ČR, 0,00 %, 22	102.	5.2.2019	24.2.2022	95,330	CZK	500 000 000
ČR, 4,85 %, 57	53.	5.2.2019	26.11.2057	148,320	CZK	50 000 000
ČR, 0,00 %, 22	102.	7.2.2019	24.2.2022	95,330	CZK	500 000 000
ČR, 0,00 %, 22	102.	11.2.2019	24.2.2022	95,400	CZK	500 000 000
ČR, 4,85 %, 57	53.	13.2.2019	26.11.2057	148,300	CZK	75 000 000
ČR, 4,20 %, 36	49.	6.3.2019	4.12.2036	122,700	CZK	500 000 000
ČR, 2,75 %, 29	105.	13.3.2019	23.7.2029	108,150	CZK	100 000 000
ČR, 4,85 %, 57	53.	21.3.2019	26.11.2057	145,750	CZK	200 000 000
ČR, 2,00 %, 33	103.	26.3.2019	13.10.2033	96,250	CZK	550 000 000
ČR, 4,20 %, 36	49.	26.3.2019	4.12.2036	124,250	CZK	400 000 000
ČR, 2,75 %, 29	105.	27.3.2019	23.7.2029	108,150	CZK	200 000 000
ČR, 0,95 %, 30	94.	27.3.2019	15.5.2030	90,250	CZK	500 000 000
ČR, 2,75 %, 29	105.	28.3.2019	23.7.2029	108,150	CZK	1 000 000 000
ČR, 0,95 %, 30	94.	28.3.2019	15.5.2030	90,250	CZK	600 000 000
ČR, 2,75 %, 29	105.	29.3.2019	23.7.2029	108,250	CZK	2 075 000 000
ČR, 2,75 %, 29	105.	1.4.2019	23.7.2029	108,400	CZK	1 000 000 000
ČR, 4,20 %, 36	49.	1.4.2019	4.12.2036	125,050	CZK	120 000 000
ČR, 2,00 %, 33	103.	2.4.2019	13.10.2033	96,800	CZK	300 000 000
ČR, 4,85 %, 57	53.	2.4.2019	26.11.2057	146,750	CZK	200 000 000
ČR, 0,95 %, 30	94.	4.4.2019	15.5.2030	90,060	CZK	100 000 000
ČR, 4,85 %, 57	53.	9.4.2019	26.11.2057	146,250	CZK	5 000 000
ČR, 0,25 %, 27	100.	18.4.2019	10.2.2027	89,060	CZK	200 000 000
ČR, 0,00 %, 20	101.	5.6.2019	10.2.2020	98,939	CZK	150 000 000
ČR, 2,50 %, 28	78.	11.6.2019	25.8.2028	107,900	CZK	200 000 000
ČR, 2,50 %, 28	78.	12.6.2019	25.8.2028	107,900	CZK	155 590 000
ČR, 0,75 %, 21	104.	19.6.2019	23.2.2021	98,660	CZK	200 000 000
ČR, 0,95 %, 30	94.	19.6.2019	15.5.2030	93,080	CZK	200 000 000
ČR, 4,20 %, 36	49.	19.6.2019	4.12.2036	132,660	CZK	200 000 000
ČR, 0,00 %, 22	102.	27.6.2019	24.2.2022	96,113	CZK	100 000 000

Název emise	Číslo emise	Datum vypořádání	Datum splatnosti	Průměrná cena	Měna	Jmenovitá hodnota
ČR, 0,00 %, 20	101.	8.7.2019	10.2.2020	99,160	CZK	200 000 000
ČR, 0,00 %, 22	102.	8.7.2019	24.2.2022	96,180	CZK	400 000 000
ČR, 0,45 %, 23	97.	9.7.2019	25.10.2023	96,362	CZK	400 000 000
ČR, 4,20 %, 36	49.	9.7.2019	4.12.2036	134,830	CZK	260 000 000
ČR, 0,00 %, 20	101.	10.7.2019	10.2.2020	99,168	CZK	250 000 000
ČR, 0,00 %, 22	102.	10.7.2019	24.2.2022	96,189	CZK	200 000 000
ČR, 0,00 %, 22	102.	23.7.2019	24.2.2022	96,710	CZK	120 000 000
ČR, 0,00 %, 20	101.	18.10.2019	10.2.2020	99,643	CZK	300 000 000
ČR, 0,75 %, 21	104.	18.10.2019	23.2.2021	99,430	CZK	250 000 000
ČR, 2,75 %, 29	105.	29.10.2019	23.7.2029	113,000	CZK	200 000 000
ČR, 4,20 %, 36	49.	5.11.2019	4.12.2036	141,300	CZK	30 000 000
ČR, 4,85 %, 57	53.	5.11.2019	26.11.2057	169,700	CZK	100 000 000
ČR, 2,75 %, 29	105.	19.12.2019	23.7.2029	111,150	CZK	85 530 000
<b>Celkem CZK</b>						<b>22 485 120 000</b>
ČR, 0,00 %, 21	109.	12.3.2019	20.8.2021	100,122	EUR	250 000 000
ČR, 0,00 %, 21	109.	17.5.2019	20.8.2021	100,363	EUR	85 000 000
<b>Celkem EUR</b>						<b>335 000 000</b>

Zdroj: MF

**Tabulka 39: Realizované výměnné operace státních dluhopisů v roce 2019**

Datum vypořádání	Prodaný dluhopis			Odkoupený dluhopis		
	Název emise	Jmenovitá hodnota	Průměrná cena	Název emise	Jmenovitá hodnota	Průměrná cena
4.1.2019	ČR, 2,40 %, 25	500 000 000	103,770	ČR, 5,00 %, 19	500 000 000	100,854
4.1.2019	ČR, 2,40 %, 25	475 000 000	103,770	ČR, 1,50 %, 19	475 000 000	99,794
7.1.2019	ČR, 2,75 %, 29	700 000 000	108,850	ČR, 1,50 %, 19	700 000 000	99,796
7.1.2019	ČR, 2,00 %, 33	215 000 000	99,150	ČR, 5,00 %, 19	215 000 000	100,828
7.1.2019	ČR, 2,00 %, 33	25 000 000	99,150	ČR, 1,50 %, 19	25 000 000	99,796
16.1.2019	ČR, 0,25 %, 27	200 000 000	88,500	ČR, 5,00 %, 19	200 000 000	100,748
16.1.2019	ČR, 0,25 %, 27	100 000 000	88,500	ČR, 1,50 %, 19	100 000 000	99,802
16.1.2019	ČR, 2,75 %, 29	80 000 000	107,881	ČR, 1,50 %, 19	80 000 000	99,802
17.1.2019	ČR, 0,25 %, 27	800 000 000	88,610	ČR, 5,00 %, 19	800 000 000	100,739
17.1.2019	ČR, 0,25 %, 27	450 000 000	88,610	ČR, 1,50 %, 19	450 000 000	99,802
17.1.2019	ČR, 2,75 %, 29	120 000 000	108,100	ČR, 5,00 %, 19	120 000 000	100,739
1.2.2019	ČR, 0,25 %, 27	200 000 000	88,781	ČR, 5,00 %, 19	200 000 000	100,616
1.2.2019	ČR, 0,25 %, 27	190 000 000	88,781	ČR, 1,50 %, 19	190 000 000	99,811
5.2.2019	ČR, 2,75 %, 29	800 000 000	109,256	ČR, 5,00 %, 19	800 000 000	100,580
5.2.2019	ČR, 2,75 %, 29	300 000 000	109,125	ČR, 1,50 %, 19	300 000 000	99,814
5.2.2019	ČR, 2,75 %, 29	125 000 000	109,125	ČR, 3,75 %, 20	125 000 000	103,126
6.2.2019	ČR, 2,00 %, 33	450 000 000	97,720	ČR, 5,00 %, 19	450 000 000	100,572
12.2.2019	ČR, 2,00 %, 33	200 000 000	97,380	ČR, 5,00 %, 19	200 000 000	100,519
11.3.2019	ČR, 4,20 %, 36	350 000 000	122,900	ČR, 5,00 %, 19	350 000 000	100,263
13.3.2019	ČR, 0,95 %, 30	100 000 000	89,525	ČR, 1,50 %, 19	100 000 000	99,839
13.3.2019	ČR, 4,20 %, 36	75 000 000	124,000	ČR, 1,50 %, 19	75 000 000	99,839
15.3.2019	ČR, 4,20 %, 36	195 000 000	124,050	ČR, 1,50 %, 19	195 000 000	99,840
19.3.2019	ČR, 2,00 %, 33	100 000 000	96,125	ČR, 1,50 %, 19	100 000 000	99,842
19.3.2019	ČR, 4,20 %, 36	100 000 000	124,210	ČR, 1,50 %, 19	100 000 000	99,842
26.3.2019	ČR, 2,00 %, 33	105 000 000	96,250	ČR, 1,50 %, 19	105 000 000	99,847
26.3.2019	ČR, 2,00 %, 33	150 000 000	96,250	ČR, 3,75 %, 20	150 000 000	102,852
26.3.2019	ČR, 4,20 %, 36	260 000 000	124,250	ČR, 1,50 %, 19	260 000 000	99,847
26.3.2019	ČR, 4,85 %, 57	200 000 000	145,750	ČR, 1,50 %, 19	200 000 000	99,847
28.3.2019	ČR, 2,75 %, 29	150 000 000	108,150	ČR, 1,50 %, 19	150 000 000	99,848
28.3.2019	ČR, 2,75 %, 29	50 000 000	108,150	ČR, 3,75 %, 20	50 000 000	102,842
29.3.2019	ČR, 2,75 %, 29	50 000 000	108,250	ČR, 3,75 %, 20	50 000 000	102,836
4.4.2019	ČR, 0,95 %, 30	170 000 000	90,060	ČR, 1,50 %, 19	170 000 000	99,852
<b>Celkem</b>		<b>7 985 000 000</b>			<b>7 985 000 000</b>	

Zdroj: MF

**Tabulka 40: Podrobný přehled rozpočtových opatření v kapitole Státní dluh realizovaných v roce 2019**

Číslo kapitoly	Kapitola	Určení prostředků	Částka (Kč)
307	Ministerstvo obrany	Nákup malého dopravního letadla	350 000 000
314	Ministerstvo vnitra	Nákup služebních dopravních prostředků pro výkon služby bezpečnostních sborů	550 000 000
329	Ministerstvo zemědělství	Snížení negativních dopadů klimatických změn - podpora vodního hospodářství	300 000 000
314	Ministerstvo vnitra	Nákup služebních dopravních prostředků pro výkon služby bezpečnostních sborů - 2. část	450 000 000
335	Ministerstvo zdravotnictví	Specializační vzdělávání a transformace psychiatrických nemocnic	200 000 000
329	Ministerstvo zemědělství	Snížení negativních dopadů klimatických změn - podpora vodního hospodářství - 2. část	200 000 000
328	Český telekomunikační úřad	Navýšení závazného ukazatele „Čisté náklady představující nespravedlivou finanční zátěž držitelů poštovní licence“	1 000 000 000
317	Ministerstvo pro místní rozvoj	Příspěvek pro příspěvkovou organizaci Czech Tourism	100 000 000
329	Ministerstvo zemědělství	Financování vodohospodářských akcí	500 000 000
334	Ministerstvo kultury	Posílení oblasti živého umění	250 000 000
334	Ministerstvo kultury	Prostředky pro Státní fond kinematografie na filmové pobídky	500 000 000
314	Ministerstvo vnitra	Pokrytí deficitu v oblasti sociálních dávek - navýšení výdajů na výplatu výsluhového příspěvku	300 000 000
313	Ministerstvo práce a sociálních věcí	Navýšení dávek nemocenského pojištění	300 000 000
327	Ministerstvo dopravy	Dotace pro Státní fond dopravní infrastruktury na krytí deficitu rozpočtu v roce 2019	1 000 000 000
<b>Celkem</b>			<b>6 000 000 000</b>

Zdroj: MF

## Klíčové informace 2019

- Stav státního dluhu na úrovni 1 640,2 mld. Kč, tj. 29,0 % HDP
- Podíl státního dluhu, se kterým nejsou spojeny žádné čisté úrokové výdaje: 6,1 %
- Potřeba financování: 317,9 mld. Kč
- Hrubá výpůjční potřeba: 309,4 mld. Kč
- Hrubá emise SDD na domácím trhu denominovaných v domácí měně: 255,2 mld. Kč
- Hrubá emise SDD na domácím trhu denominovaných v měně euro: 1,0 mld. EUR
- Hrubá emise SDD na zahraničních trzích: 0,0 mld. Kč
- Hrubá emise SSD: 10,5 mld. Kč
- Splátky SDD vydaných na domácím trhu denominovaných v domácí měně: 238,5 mld. Kč
- Splátky SDD vydaných na domácím trhu denominovaných v měně euro: 0,0 mld. EUR
- Splátky SDD vydaných na zahraničních trzích: 0,0 mld. Kč
- Splátky SSD: 2,7 mld. Kč
- Průměrná vážená splatnost prodaných SDD denominovaných v domácí měně: 11,1 roku
- Průměrná vážená splatnost prodaných SDD denominovaných v měně euro: 2,3 roku
- Průměrný vážený výnos prodaných SDD denominovaných v domácí měně: 1,82 % p. a.
- Průměrný vážený výnos prodaných SDD denominovaných v měně euro: -0,21 % p. a.
- Čisté příjmy z operací v rámci řízení likvidity a výpůjčních operací se záporným výnosem: 3,9 mld. Kč
- Průměrná splatnost státního dluhu: 6,2 roku
- Krátkodobý státní dluh: 12,7 %
- Průměrná doba do refixace státního dluhu: 5,6 roku
- Úroková refixace dluhového portfolia do 1 roku: 24,6 %

## Kontakty

### Odbor Řízení státního dluhu a finančního majetku



\*\*\*

Tato publikace byla připravena na základě informací dostupných k 14. únoru 2020  
a je také k dispozici prostřednictvím internetu na:

**[www.mfcr.cz/statnidluh](http://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](mailto:pd@mfcr.cz), Refinitiv <MFCR>