



Strategie financování a řízení státního dluhu České republiky

2012



12. prosinec 2011

Ministr financí rozhodl dne 7. prosince 2011 o struktuře a způsobech financování hrubé výpůjční potřeby centrální vlády v rozpočtovém roce 2012 a ve výhledu do roku 2014 a schválil základní absolutní a relativní limity pro emisní činnost na domácím a zahraničním trhu a pro aktivní řízení čistého dluhového portfolia a likvidity státní pokladny (č.j.: 20/106782/2011).

Takto vymezený operační rámec v podobě předkládané Strategie financování a řízení státního dluhu (dále Strategie) na rok 2012 umožňuje pružné působení Ministerstva financí (dále Ministerstvo nebo MF) na domácím a zahraničním finančním trhu při aktivním zajišťování zdrojů pro pokrytí hrubé výpůjční potřeby centrální vlády a zajišťování denní solventní pozice státu, tedy vytvoření výchozích podmínek pro hladkou realizaci rozpočtové politiky vlády České republiky.

Strategie vychází a je v souladu s Návrhem zákona o státním rozpočtu České republiky na rok 2012, Střednědobým výhledem státního rozpočtu České republiky na roky 2013 až 2014, Střednědobými výdajovými rámci na roky 2013 až 2014, Fiskálním výhledem České republiky z listopadu 2011 a Makroekonomickou predikcí České republiky z října 2011.

Strategie je předkládána prostřednictvím odboru Řízení státního dluhu a finančního majetku (dále Odbor), který je zodpovědný za operace spojené s financováním státu, aktivním řízením čistého dluhového portfolia, řízením likvidity souhrnného účtu státní pokladny a krátkodobým a dlouhodobým investováním volných peněžních prostředků státních finančních aktiv.

Obsah

Shrnutí	1
1 - Fiskální výhled a finanční trhy.....	3
2 - Výpůjční potřeba a vývoj státního dluhu do roku 2014.....	12
3 - Program financování a emisní činnost v roce 2012.....	17
4 - Řízení rizik a strategie portfolia	24
5 - Primární a sekundární trh státních dluhopisů.....	35
6 - Spořicí dluhopisový program.....	42

Shrnutí

Strategie financování a řízení státního dluhu se ve střednědobém výhledu zaměřuje na ty segmenty vládní finanční rozvahy, jejichž řízení je v přímé zodpovědnosti ministra financí a jejichž struktura má přímý dopad na peněžní toky státního rozpočtu následkem kolísání ekonomických a finančních rizikových faktorů, zejména úrokových sazeb a měnových kurzů.

Hlavní finanční položkou vládní rozvahy je **státní dluh**, který představuje více než 90 % celkové hrubé zadluženosti sektoru vládních institucí národního hospodářství a v roce 2011 dosáhne zhruba 39 % hrubého domácího produktu (dále HDP). Ve střednědobém výhledu dojde ke snížení tempa růstu státního dluhu, který nepřesáhne hranici 42 % HDP v roce 2014.

Koncipování Strategie v horizontu let 2012 až 2014 vychází z výhledu mírného hospodářského růstu, z prostředí stabilního domácího bankovního sektoru, vnější makroekonomické rovnováhy, důvěryhodné měnové politiky centrální banky a stabilní většinové vlády s programem stabilizace veřejné rozpočtové soustavy prostřednictvím strukturálních reforem s cílem snížit saldo hospodaření vládního sektoru pod hranici 2 % HDP do roku 2014 a dosáhnout vyrovnaného salda hospodaření vládního sektoru nejpozději v roce 2016 za předpokladu ekonomického růstu v daném období.

Konsolidace veřejných rozpočtů pokračovala v roce 2011 rychleji oproti původní trajektorii nastavené vládou České republiky a v **roce 2011** se očekává **deficit hospodaření vládního sektoru 3,7 % HDP** oproti původnímu cíli ve výši 4,6 % HDP. Pozitivní hodnocení vládního reformního úsilí se projevilo také zvýšením ratingového hodnocení země a průměrným ročním poklesem tržních výnosů státních dluhopisů, což přispělo v roce 2011 k úspoře úrokových nákladů státního dluhu oproti rozpočtovaným výdajům podobně jako v loňském roce.

Ministerstvo očekává za celý rok 2011 výsledný schodek státního rozpočtu ve výši 130 mld. Kč. Vlivem zpoždění čerpání některých transferů z Evropské unie může být konečný výsledek o 10 až 15 mld. Kč horší. Nebude se však jednat o reálné zhoršení hospodaření státu, ale pouze o technický rozdíl způsobený zpožděním čerpání transferů. Ze střednědobého pohledu toto zpoždění nemá vliv na výši kumulovaného salda státního rozpočtu za roky 2011 a 2012, pokud se podaří transfery načerpat v roce 2012.

Aktuální rozpočtový schodek na rok 2012 může být v průběhu roku revidován směrem nahoru

v závislosti na vývoji hospodářského růstu České republiky, který je silně závislý na vývoji ekonomiky v zahraničí, zejména v eurozóně. V případě nepříznivého makroekonomického vývoje může dojít k revizi salda státního rozpočtu, která si vyžádá novelizaci zákona o státním rozpočtu na rok 2012. V takovém případě by Ministerstvo rovněž přistoupilo k revizi plánu hrubé výpůjční potřeby na rok 2012. Program financování je však koncipován dostatečně pružně, aby Ministerstvo mohlo na případné změny vývoje salda státního rozpočtu zareagovat bez potřeby měnit základní parametry finančního programu.

Negativní vývoj dluhové krize v eurozóně a z něho plynoucí významné nejistoty ohledně vývoje reálné ekonomiky a dluhopisového trhu znamenají také revizi záměru Ministerstva ohledně čerpání rezervy financování plánované na roky 2011 až 2013. V roce 2011 došlo k mírnému nárůstu této rezervy, jejíž výše na konci letošního roku bude záviset na konečném výpadku čerpání transferů ze strukturálních fondů Evropské unie. V roce 2011 nebyl tedy realizován pokles dluhové rezervy financování o 35,7 mld. Kč, který byl původně plánován ve Strategii na rok 2011, což přispělo také k nárůstu čisté a hrubé výpůjční potřeby v letošním roce. Zejména z tohoto důvodu byl plán emisní činnosti na roky 2012 a 2014 mírně upraven směrem nahoru.

Hrubá výpůjční potřeba se na rok 2011 očekává na úrovni 255,7 mld. Kč, což je o 36,2 mld. Kč více, než bylo plánováno ve Strategii na rok 2011. V **roce 2012** je plánována **hrubá výpůjční potřeba** na úrovni **243,4 mld. Kč**, tj. o 24,6 mld. Kč více než byl plán z předchozího roku, a v roce 2013 na úrovni 230,9 mld. Kč, tj. o 23,9 mld. Kč více než bylo plánováno v roce 2010. V roce 2014 se očekává hrubá výpůjční potřeba na úrovni 231,9 mld. Kč. Do roku 2014 není sice plánována významnější změna dluhové rezervy financování, ale Ministerstvo se bude rozhodovat o tomto parametru v závislosti na vývoji na finančních trzích.

Hrubá emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím i zahraničním trhu je v roce 2012 plánována na úrovni 157,5 až 177,5 mld. Kč, což vzhledem k očekávaným splátkám státních dluhopisů, včetně zpětných odkupů, ve výši 123,6 mld. Kč znamená **čistou emisi střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů** vyjma spořicíh státních dluhopisů ve výši **33,9 až 53,9 mld. Kč**, tj. je plánován pokles oproti letošní čisté emisi 77,1 mld. Kč.

Na domácím trhu bude v roce 2012 Ministerstvo opět emitovat fixně i variabilně úročené státní

dluhopisy, přičemž budou znovu otevřeny emise státního dluhopisu ČR, 2,75 %, 14; ČR, 3,40 %, 15; ČR, 4,60 %, 18; ČR, 3,85 %, 21; ČR, VAR %, 23 a bude vydána jediná nová emise státního dluhopisu ČR, VAR %, 17 s referenční sazbou PRIBOR 6 měsíců. Emisemi na zahraničním trhu bude pokryto maximálně 30 % hrubé výpůjční potřeby roku 2012.

V roce 2012 se plánuje **čistý nárůst peněžních instrumentů** ve výši **40,0 až 60,0 mld. Kč**, který odráží nezbytnost reakce Ministerstva na rostoucí averzi investorů ke středně a dlouhodobým instrumentům. Vzhledem k očekávané stabilitě sazeb peněžního trhu přispěje tento nárůst také k další redukci úrokových nákladů při respektování dlouhodobého cíle pro podíl státního dluhu splatného do jednoho roku, který nepřekročí 25 % státního dluhu v horizontu do roku 2014.

V průběhu letošního roku se podařilo dosáhnout všech technicko-institucionálních cílů řízení státního dluhu stanovených ve Strategii na rok 2011. V první řadě Ministerstvo úspěšně implementovalo historický projekt pilotní emise **spořicíh státních dluhopisů**, který potvrdil očekávaný vysoký zájem občanů České republiky o spoření prostřednictvím státního dluhu. Celkový prodaný objem tak dosáhl 20,4 mld. Kč oproti původně indikované výši 10 mld. Kč. Počínaje rokem 2012 se dlouhodobý spořicí

program stává integrální součástí strategického plánování při řízení státního dluhu a domácnosti a neziskové organizace se stávají plnohodnotným a klíčovým zdrojem financování státu, který je zohledněn při koncipování emisní činnosti a celkového finančního programu. V roce 2012 se plánuje prodat spořicí státní dluhopisy ve výši **20,0 až 40,0 mld. Kč**, což znamená čistou emisí ve výši 10,0 až 30,0 mld. Kč.

Ministerstvo také implementovalo v České republice k 1. červenci 2011 ve spolupráci s mezinárodní společností EuroMTS Ltd provoz panevropské elektronické platformy **MTS Czech Republic** pro obchodování na domácím sekundárním dluhopisovém trhu a ke dni 1. října 2011 vzájemným podpisem příslušných dohod nastavilo novou efektivnější obchodní strukturu mezi Ministerstvem a primárními dealery českých státních dluhopisů, která je běžná v ostatních vyspělých zemích Evropské unie a přináší standardizaci a profesionalizaci spolupráce při financování a řízení státního dluhu a její naprostou transparentnost. V tomto novém rámci a na základě konsensuálně odsouhlasených pravidel bude Ministerstvo v roce 2012 po takřka dvouleté přestávce opět aktivní na sekundárním trhu zejména přímým prováděním odkupů státních dluhopisů před datem splatnosti a přímými prodeji státních dluhopisů z vlastního portfolia Ministerstva.

1 - Fiskální výhled a finanční trhy

Ekonomický vývoj a hospodaření vládního sektoru

Celosvětové oživení od 3. čtvrtletí roku 2009 dále pokračovalo v roce 2010 růstem reálného HDP o 2,7 % a rovněž počátek roku 2011 nasvědčoval pozitivnímu vývoji. Ve druhé polovině letošního roku se ukázala červencová predikce 2,5 % růstu jako příliš optimistická a očekávání reálného růstu ve výši 2,1 % se tak opět blíží predikci 2,0 % z října

loňského roku, se kterou pracovala také Strategie na rok 2011. V roce 2012 by mělo nadále docházet ke zpomalení růstové dynamiky na 1,0 %, přičemž lze očekávat na počátku roku 2012 další zhoršení tohoto výhledu. S ohledem na vývoj dluhové krize v eurozóně nelze vyloučit ani možnost opakování recese z přelomu let 2008 a 2009.

Tabulka 1: Hlavní makroekonomické indikátory České republiky 2010 až 2014

	2010	2011	2012	2013	2014
Reálný růst HDP (%)	2,7	2,1	1,0	2,0	3,3
Růst spotřeby vlády (%)	- 0,1	- 1,2	- 0,5	- 0,2	0,8
Průměrná míra inflace (%)	1,5	1,9	3,2	1,6	2,1
Míra nezaměstnanosti (%)	7,3	6,9	6,5	6,1	5,5
Objem nominálních mezd a platů (%)	1,2	2,3	2,7	2,9	4,7
Podíl běžného účtu na HDP (%)	- 3,2	- 3,1	- 3,3	- 3,8	- 3,8
Směnný kurz CZK/EUR	25,3	24,3	23,9	23,4	22,9
Reálný růst HDP eurozóny (%)	1,8	1,7	1,0	1,6	2,0

Zdroj: ČSÚ a MF

V první polovině letošního roku začala narůstat nejistota zejména ve vztahu k problematickým zemím eurozóny. Prohlubování dluhové krize na další státy eurozóny a neschopnost politického konsenzu řešení vedla k nárůstu nedůvěry ve schopnost vlád postižených zemí splácet dluhy a k všeobecné nervozitě na finančních trzích. Bankovní sektor v eurozóně rovněž snižuje aktivitu na mezibankovních trzích a řadě bank bylo v důsledku jejich expozice vůči státním dluhopisům problémových států sníženo ratingové hodnocení.

Na trhu státních dluhopisů dochází s rozšiřováním spreadů mezi členskými státy ke dvěma protichůdným trendům. Problematické země se staly riskantními, zatímco země s vysokým ratingem zaznamenaly historicky nejnižší úroveň výnosů. Averse k riziku a reakce na nové zprávy značně působila na zvýšení volatility na finančním trhu. Vývoj ekonomiky České republiky s ohledem na fiskální konsolidaci je zatím vnímán jako důvěryhodný, což se také projevilo ve zvýšení ratingu země a odrazilo se rovněž v relativně nízkých výnosech státních dluhopisů v průběhu roku 2011 oproti původním očekáváním ve Strategii na rok 2011. Vzhledem k otevřenosti české ekonomiky však bude nadále záležet vývoj reálné ekonomiky zejména na hospodářském vývoji hlavních exportních partnerů stejně jako na vlivu konsolidačního programu vlády na domácí poptávku.

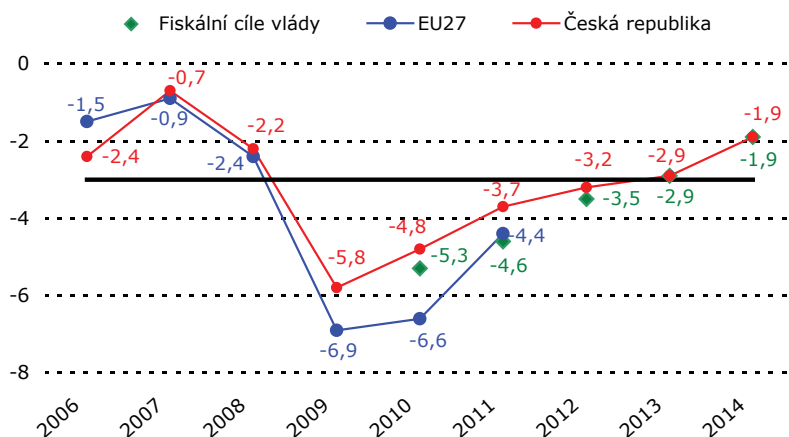
Deficit sektoru vládních institucí dosáhl v roce 2010 hodnoty 182,7 mld. Kč, tj. 4,8 % HDP. Došlo tak k lepšímu výsledku o cca 7,2 mld. Kč oproti fiskálnímu výhledu, se kterým pracovala Strategie na rok 2011 a který očekával podíl deficitu na HDP 5,1 %. Oproti razantnímu poklesu z roku 2009 došlo k oživení příjmů vládního sektoru, které v roce 2010 vzrostly o 1,5 %. To bylo viditelné především u příspěvků na sociální zabezpečení, DPH a spotřebních daní. U daně z příjmů právnických a fyzických osob došlo naopak k poklesu. Na výdajové straně byla patrná úsporná opatření jak v provozu státní správy, tak u investičních výdajů a dotací subjektům mimo vládní sektor. K poklesu výdajů přispěla také významná úroková úspora obsluhy státního dluhu. Výdaje vládního sektoru v roce 2010 poklesly o 0,9 %.

Na rok 2011 se odhaduje deficit vládního sektoru na 142,0 mld. Kč, tj. 3,7 % HDP, což je výrazně méně než původní fiskální cíl vlády ve výši 4,6 % HDP, se kterým také pracovala Strategie na rok 2011. K pozitivnímu vývoji přispěly opět také nižší než rozpočtované náklady na obsluhu státního dluhu, které vycházely tradičně konzervativně ze simulovaného růstu úrokových sazeb, ke kterému došlo pouze v průběhu prvního čtvrtletí, a poté byl zaznamenán opětovný pokles. Prudký růst výnosů státních dluhopisů v listopadu 2011 již neměl na letošní úrokové výdaje významnější vliv a projeví se až v roce 2012.

Fiskální cíl vlády pro deficit vládního sektoru na rok 2012 činí 3,5 % HDP v souladu s fiskální konsolidací, se kterou pracovala také Strategie na rok 2011. Aktuální makroekonomická prognóza a fiskální výhled pracují s možným výsledkem

3,2 % HDP, což vytváří určitý prostor pro případ pesimističtějšího vývoje reálné ekonomiky, v rámci něhož může vláda případně reagovat přijetím dodatečných konsolidačních úsporných opatření tak, aby byl cíl dodržen.

Obrázek 1: Saldo vládního sektoru a vládní cíle do roku 2014 (% HDP, ESA95)

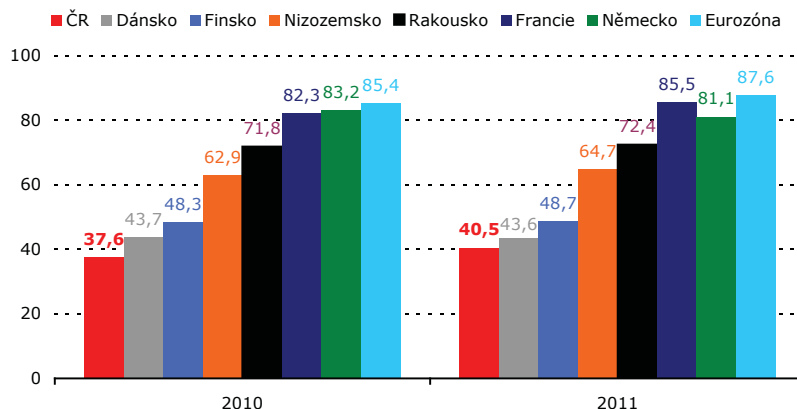


Zdroj: Eurostat a MF

Dluh vládního sektoru v metodice ESA95 dosáhl v roce 2010 hodnoty 1 418,0 mld. Kč, tj. 37,6 % HDP. Na konci roku 2011 se předpokládá dluh ve výši 1 560,0 mld. Kč, tj. 40,5 % HDP a stále tak zůstane

v mezinárodním srovnání na relativně nízké úrovni pod váženým průměrem zemí eurozóny a Evropské unie a pod hranicí maastrichtského konvergenčního kritéria.

Obrázek 2: Dluh vládního sektoru ve vybraných zemích Evropské unie (% HDP, ESA95)



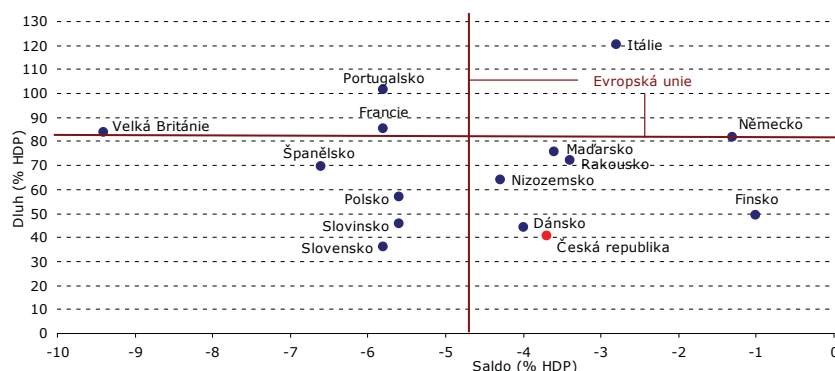
Zdroj: Eurostat a MF

Hlavním faktorem přírůstku dluhové kvóty je primární bilance, následně pak úrokové platby z dluhu. Střednědobý výhled rozpočtu na roky 2012 až 2014 předpokládá další postupné zlepšování salda vládního sektoru, přičemž cílená deficitní trajektorie sleduje vyrovnanou bilanci sektoru vládních institucí v roce 2016. Za tímto účelem je navrhováno další zpřísnění střednědobých výdajových rámců centrální vlády.

z dlouhodobého pohledu byly bez aktivního přístupu vlády k fiskální konsolidaci velmi znepokojivé a komplikovaly by hladké financování státního dluhu v prostředí extrémní nestability na mezinárodním finančním trhu. V mezinárodním srovnání se však Česká republika stále řadí mezi země Evropské unie s jedním z nejnižších zadlužení vládního sektoru a s rozpočtovým schodkem srovnatelným s nejlépe hospodařícími evropskými vládami.

Stav veřejných rozpočtů a dynamika zadluženosti by

Obrázek 3: Dluh a saldo hospodaření vládního sektoru v roce 2011 (% HDP, ESA95)



Zdroj: Eurostat a MF

V roce 2011 se odhaduje, že se dluh vládního sektoru České republiky v poměru k HDP bude nacházet cca 47,1 (41,7) procentního bodu pod průměrem zemí eurozóny (Evropské unie) a deficit hospodaření vládního sektoru v poměru k HDP bude nižší o 0,3 (0,7) procentního bodu.

Subsektor ústředních vládních institucí se podílí na celkovém výsledném saldu hospodaření vládního sektoru z cca 90 %, přičemž určující komponentou hospodaření je státní rozpočet. Při stanovení výpůjční potřeby centrální vlády a plánování operací na finančním trhu je přitom nutné použít saldo státního rozpočtu na bázi metodiky peněžních toků jako rozdíl agregovaných příjmových a výdajových účtů vedených v České národní bance. Nedochází tedy například ke konsolidaci s ostatními vládními subsektory nebo k očišťování o tzv. čisté půjčky, které přestože představují financující rozvahové operace na straně aktiv, tak ovlivňují příjmy a výdaje státního rozpočtu a musí být proto financovány prostřednictvím dluhových operací.

V návaznosti na výsledky hospodaření vládního sektoru byl vykázán v roce 2009 rekordně vysoký schodek státního rozpočtu ve výši 192,4 mld. Kč. Na základě plánu úsporných opatření byl pro rok

2010 rozpočtován schodek ve výši 162,7 mld. Kč., přičemž konečný schodek byl vykázán ve výši 156,4 mld. Kč. Na rok 2011 byl schválen rozpočtový schodek ve výši 135 mld. Kč. Fiskální cíle stanovené současnou vládou pro hospodaření vládního sektoru se odráží v nezbytném snižování schodků státního rozpočtu v metodice peněžních toků v letech 2012 až 2014.

Ze struktury konsolidačních opatření v letech 2012 až 2014 vyplývá, že značnou váhu budou mít opatření na příjmové straně, převážně pak dopad zvýšení snížené sazby DPH jako zdroje krytí transformačních nákladů důchodové reformy. V roce 2013 je očekáván nárůst výdajů v podobě dávek sociálního zabezpečení, které budou díky valorizaci z velké části tvořeny autonomním nárůstem důchodů. Účinnost zákona o úrazovém pojištění bude mít vliv jak na příjmové tak výdajové straně, celkový efekt se však očekává kladný. Rovněž se v roce 2013 začnou příznivě projevovat úspory ve veřejném sektoru, primárně související s novým zákonem o veřejných zakázkách. V roce 2014 očekává Ministerstvo start řady velkých reforem, mezi které patří jednotné inkasní místo a reforma přímých daní a odvodů.

Tabulka 2: Saldo hospodaření státního rozpočtu České republiky 2006 až 2014

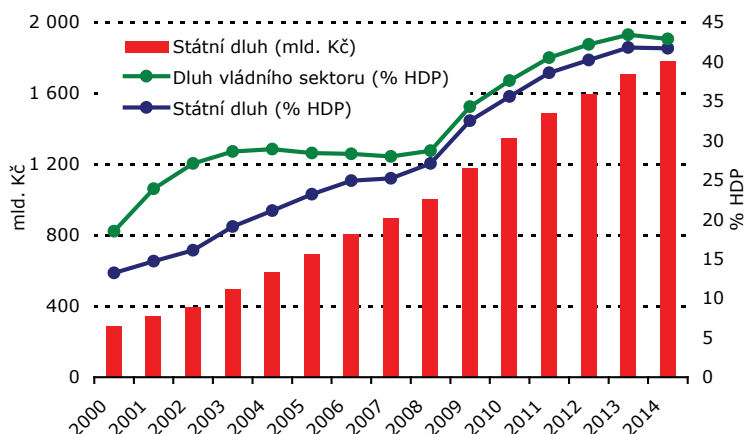
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
mld. Kč	- 97,6	- 66,4	- 20,0	-192,4	-156,4	- 135,0	-105,0	-110,0	-75,0
% HDP	- 3,0	- 1,9	- 0,5	- 5,3	- 4,1	- 3,5	- 2,7	- 2,7	-1,8

Zdroj: MF

Schodkové hospodaření státního rozpočtu je hlavním zdrojem růstu státního dluhu, ke kterému dochází od roku 1996 v absolutní výši i v relativním vyjádření vůči HDP. Ve výhledu do roku 2014 dochází

ke zmírnění absolutního nárůstu státního dluhu i dluhu vládního sektoru a k jejich poklesu v poměru k HDP jako odraz pokračujících konsolidačních opatření vlády a oživení ekonomické aktivity.

Obrázek 4: Vývoj státního dluhu a dluhu vládního sektoru České republiky 2000 až 2014



Zdroj: ČSÚ a MF

Další části předkládané Strategie již pracují výhradně s kategoriemi nekonsolidovaného státního dluhu a státního rozpočtu na principu peněžních toků, které jsou určující pro stanovení výpůjční potřeby vlády

a pro následné koncipování strategie financování a emisní činnosti na domácím a zahraničním finančním trhu a pro měření a řízení finančních rizik.

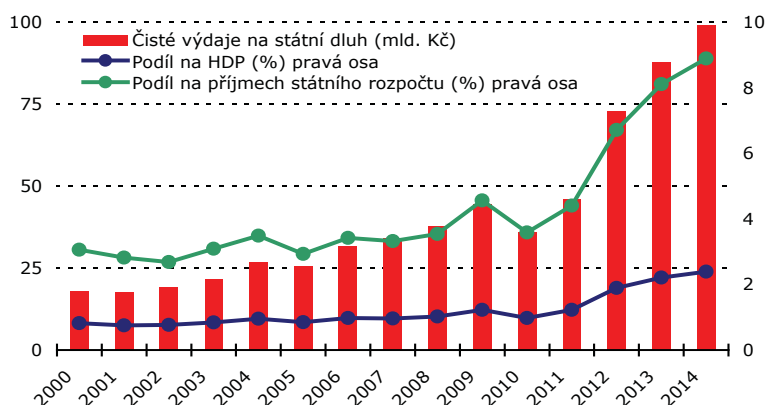
Finanční trhy a náklady na obsluhu státního dluhu

Náklady na obsluhu státního dluhu jsou počínaje rokem 2001 rozpočtovány a realizovány v rámci samostatné rozpočtové kapitoly 396 – Státní dluh. Do roku 2007 obsahovala tato kapitola pouze výdaje, které tak představovaly zároveň náklady na obsluhu státního dluhu. Od roku 2008 došlo ke změně metodiky rozpočtování a peněžní toky plynoucí z dluhových instrumentů jsou kategorizovány dle svého věcného charakteru také na stranu příjmů. Náklady na obsluhu státního dluhu jsou proto od roku 2008 představovány rozdílem výdajů na obsluhu státního dluhu a příjmů, který představuje

čisté výdaje na obsluhu státního dluhu.

V období 1993 až 2009 došlo téměř ke ztrojnásobení celkových čistých výdajů na obsluhu státního dluhu z 14,1 mld. Kč na 44,5 mld. Kč, v roce 2010 pak došlo k dočasnému poklesu na 35,8 mld. Kč. Ve vztahu k ekonomické výkonnosti oscilovaly čisté výdaje kolem 1 % HDP s tím, že v roce 2009 dosáhly 1,2 % HDP. Ve vztahu k celkovým příjmům státního rozpočtu se doposud pohybovaly v pásmu 2 až 5 %, přičemž dosavadního maxima bylo dosaženo v krizovém roce 2009.

Obrázek 5: Čisté výdaje na obsluhu státního dluhu v letech 2000 až 2014



Zdroj: MF

Součástí čistých výdajů na obsluhu státního dluhu nejsou výdaje na transfery na projekty financované z úvěrů od Evropské investiční banky, které byly sice v letech 2008 až 2011 rozpočtovány v kapitole

Státní dluh, ale prostřednictvím rozpočtových opatření tyto výdaje realizovaly věcně příslušné kapitoly zodpovědné za infrastrukturní projekty, které jsou těmito půjčkami financovány. Saldo

kapitoly Státní dluh je proto nutné při každé analýze v těchto letech vždy o tyto výdaje očistit. Počínaje rokem 2012 již tyto výdaje rozpočtují přímo příslušné kapitoly ministerstev, zejména

dopravy, zemědělství a školství. Dochází tak k růstu transparentnosti rozpočtového procesu, snížení počtu rozpočtových opatření a snazšímu hodnocení efektivnosti řízení státního dluhu veřejností.

Tabulka 3: Rozpočtované a skutečné čisté výdaje na obsluhu státního dluhu 2001 až 2014

mld. Kč	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Výdaje na obsluhu státního dluhu	21,3	22,0	23,5	27,0	33,7	34,2	38,1
Příjmy státního dluhu	-	-	-	-	-	-	-
Rozpočtované čisté výdaje	21,3	22,0	23,5	27,0	33,7	34,2	38,1
Skutečné čisté výdaje	17,6	18,9	21,6	26,8	25,4	31,6	34,1

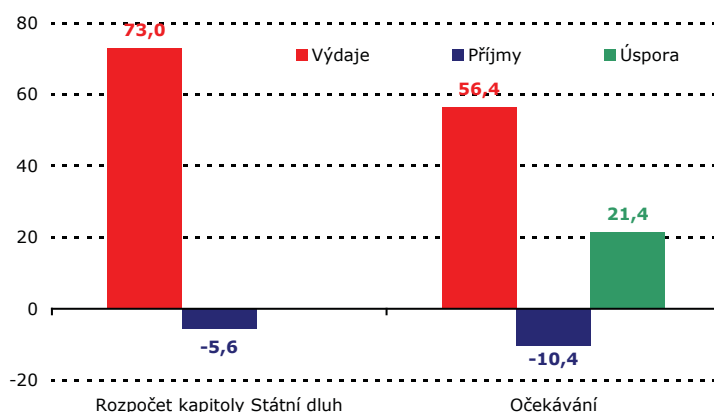
mld. Kč	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Výdaje na obsluhu státního dluhu	45,5	48,2	63,7	73,0	79,4	94,5	105,5
Příjmy státního dluhu	1,5	6,7	6,9	5,6	6,5	7,0	6,3
Rozpočtované čisté výdaje	44,0	41,5	56,8	67,4	72,9	87,6	99,2
Skutečné čisté výdaje	37,7	44,5	35,8	46,0	-	-	-

Poznámka: V roce 2011 se jedná o očekávané skutečné čisté výdaje a v roce 2012 o rozpočtované čisté výdaje předložené vládou v rámci návrhu zákona o státním rozpočtu ke schválení do Poslanecké sněmovny Parlamentu ČR.
Zdroj: MF

V roce 2011 se očekává podobně jako v roce 2010 výrazná **úspora čistých výdajů na obsluhu státního dluhu** ve výši více než **21 mld. Kč** oproti rozpočtovaným čistým výdajům v částce 67,4 mld. Kč. Tyto výdaje dosáhnou očekávané výše 46,0

mld. Kč, tj. zhruba 1,2 % HDP a 4,4 % očekávaných celkových rozpočtových příjmů. Tato úspora přispěla k lepšímu než očekávanému hospodaření vládního sektoru. Oproti roku 2010 přitom dochází k růstu nákladů o cca 28,3 %.

Obrázek 6: Očekávaná úspora čistých výdajů na obsluhu státního dluhu v roce 2011 (mld. Kč)



Zdroj: MF

Mimořádně vysoká úspora je dána především přetrvávající nízkou úrovní krátkodobých i dlouhodobých úrokových sazeb, která je v kontrastu s nezbytně konzervativním předpokladem výrazného růstu úrokových sazeb ve schváleném rozpočtu kapitoly 396 – Státní dluh na rok 2011. Rizikové prémie českých státních dluhopisů ve srovnání s většinou zemí Evropské unie zůstaly v průběhu roku 2011 relativně stabilizované. Mezinárodní důvěryhodnost závazků České republiky odráží zejména probíhající konsolidační program koaliční

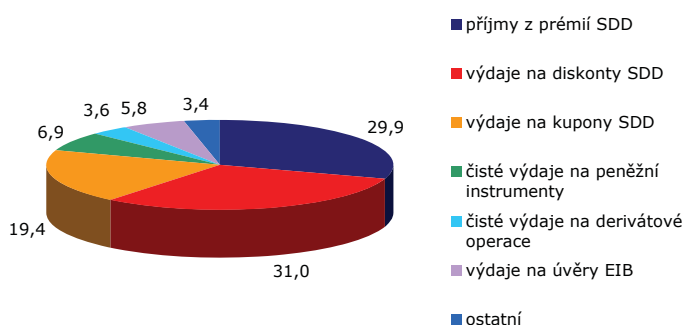
vlády a plánované koncepční strukturální reformy, které se projevují významným snižováním rozpočtových schodků, čisté výpůjční potřeby a čisté emise státních dluhopisů ve střednědobém výhledu. Očekávaná úspora v roce 2011 oproti rozpočtovaným příjmům a výdajům spočívá ve zvýšení příjmů o 4,7 mld. Kč a ve snížení výdajů o 16,6 mld. Kč.

Rozložení očekávané úspory úrokových nákladů na jednotlivé části podle zdroje úspor dokumentuje

následující obrázek. Je patrné, že největších úspor bylo dosaženo v oblasti zvýšených příjmů z prémie a nižších výdajů na diskonty střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů, které činí dohromady více než tři pětiny z očekávaných úspor úrokových nákladů. Tento zdroj úspory je logický, jelikož aukce těchto dluhopisů probíhají prostřednictvím znovuotevírání stávajících

emisí a dopad poklesu úrokových sazeb se tak realizuje prostřednictvím ceny dluhopisů, nikoliv prostřednictvím kupónů. K úsporám došlo i u kupónů fixně úročených státních dluhopisů, a to především z toho důvodu, že výplaty kupónů byly v souhrnu realizovány z nižšího než předpokládaného objemu dluhopisů.

Obrázek 7: Zdroje úspory čistých výdajů na obsluhu státního dluhu v roce 2011 (v %)



Zdroj: MF

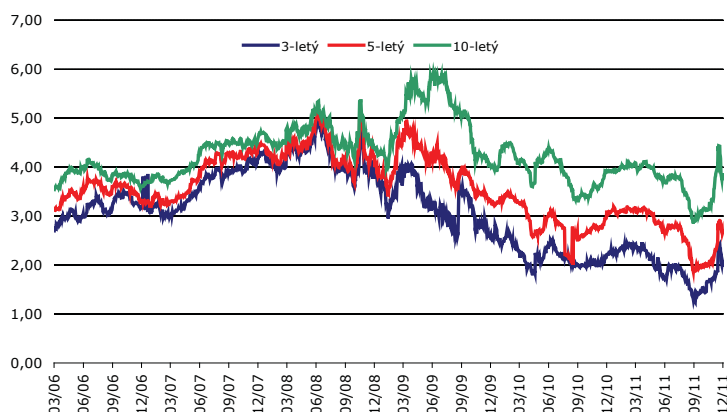
Úspor bylo dále dosaženo u všech variabilně úročených instrumentů státního dluhu, zejména u čistých výdajů na peněžní instrumenty, a to přesto, že byly realizovány nižší než rozpočtované příjmy z investování zůstatků souhrnného účtu státní pokladny a přesto, že dojde k čistému přírůstku peněžních instrumentů o 48,7 mld. Kč jako zdroje financování výpůjční potřeby vlády v letošním roce. Významné úspory zaznamenaly také výdaje na variabilně úročené kupóny státních střednědobých a dlouhodobých dluhopisů a na půjčky od Evropské investiční banky, které jsou většinou variabilně úročené. K určité úspoře došlo také u floatových noh měnových swapů, kterými byly zajištěny zahraniční emise proti měnovému riziku a byly tak synteticky transformovány na variabilně úročené korunové instrumenty.

Snížení nákladů na obsluhu státního dluhu v roce

2011 je způsobeno především dalším poklesem výnosové křivky českých státních dluhopisů souvisejícím s pozitivním vnímáním České republiky jako spolehlivého dlužníka a všeobecným poklesem výnosů na kapitálovém trhu vč. swapové křivky. Díky dalšímu poklesu výnosů českých státních dluhopisů dosáhlo Ministerstvo v roce 2011 průměrného výnosu fixně úročených korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v domácích aukcích ve výši 3,09 %, což je o zhruba 0,2 procentního bodu méně než v roce 2010.

V období od ledna do října 2011 byl vývoj výnosů českých státních dluhopisů velmi stabilní s téměř nejnižší mírou volatility ze všech trhů Evropské unie. K výraznějšímu nárůstu výnosů začalo docházet v listopadu 2011 v důsledku prohlubující se dluhové krize v eurozóně a tradiční nejistotou s blížícím se koncem kalendářního roku.

Obrázek 8: Vývoj výnosu českých státních dluhopisů v letech 2006 až 2011 (% p.a.)

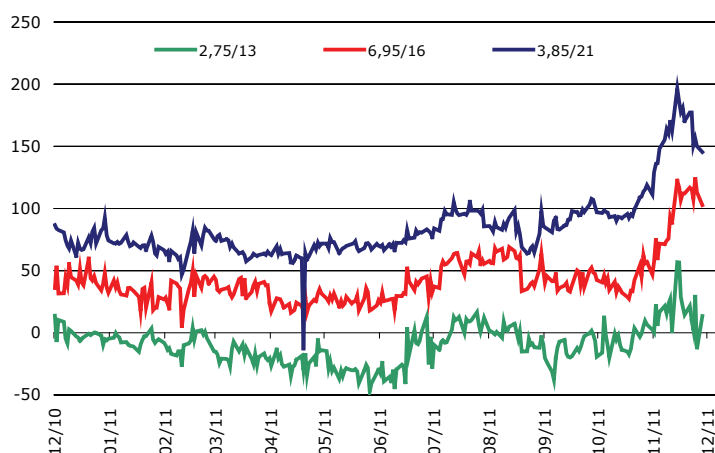


Zdroj: ThomsonReuters

Rovněž vývoj rizikové premie měřené pomocí asset-swap-spread naznačuje vliv zvýšení averze k riziku

související se situací v eurozóně ke konci letošního roku.

Obrázek 9: Riziková premie českých státních dluhopisů v letech 2010 až 2011 (bazické body)

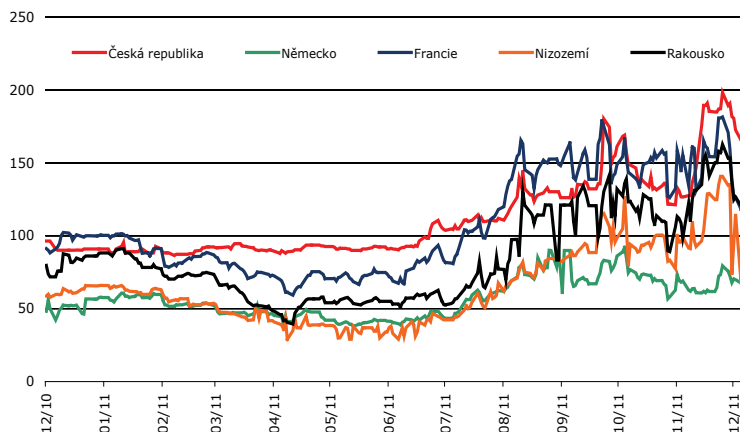


Zdroj: ThomsonReuters

Vnímání České republiky na mezinárodním trhu jako důvěryhodného emitenta státních dluhopisů dokresluje situace na trzích swapů úvěrového selhání, tzv. „credit default swaps“ (CDS), kde

zaujímá Česká republika srovnatelnou pozici s jádrovými zeměmi eurozóny, tedy se zeměmi, které mají ratingové ohodnocení na nejvyšším stupni AAA.

Obrázek 10: Prémie u swapů úvěrového selhání v letech 2010 až 2011 (10 let, bazické body)

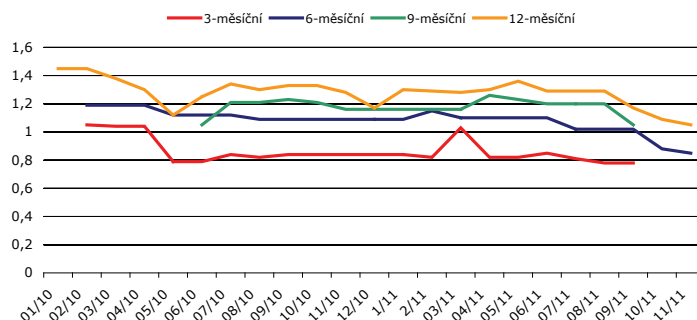


Zdroj: ThomsonReuters

Trh státních pokladničních poukázek byl po celý rok 2011 velmi stabilní. Státní pokladniční poukázky se dařilo umisťovat v aukcích při velmi nízkých výnosech, což dále přispělo k poklesu nákladů

obsluhy státního dluhu v roce 2011. Průměrný aukční výnos státních pokladničních poukázek v roce 2011 činil 1,10 %, což je o 0,04 procentního bodu méně než v roce 2010.

Obrázek 11: Vývoj výnosu státních pokladničních poukázek v letech 2010 až 2011 (% p.a.)



Zdroj: MF

Ratingové hodnocení závazků České republiky

Česká republika patří mezi mimořádně spolehlivé emitenty a těší se nejen velkému zájmu domácích i zahraničních investorů, ale je také za svůj důvěryhodný program fiskální konsolidace oceňována předními ratingovými agenturami. Poslední změnu ratingu České republiky provedla dne 24. srpna 2011 agentura Standard & Poor's o

dva stupně na **AA** pro domácí dlouhodobé závazky, resp. **AA-** pro zahraniční dlouhodobé závazky. Od další z renomovaných světových ratingových agentur Fitch Ratings obdržela Česká republika pozitivní výhled svých domácích i zahraničních korunových závazků.

Tabulka 4: Ratingové hodnocení České republiky v roce 2011

Ratingová agentura	Domácí dlouhodobé závazky	Výhled	Zahraniční dlouhodobé závazky	Výhled
Fitch Ratings	AA-	Pozitivní	A+	Pozitivní
Moody's	A1	Stabilní	A1	Stabilní
Standard & Poor's	AA	Stabilní	AA-	Stabilní

Zdroj: Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's

Vynikající pozici České republiky, co se týká ratingového ohodnocení, dokládá následující přehled zemí Evropské unie, ve kterém se nachází na stejné úrovni jako Belgie. Lepší ratingové ohodnocení než Česká republika má v Evropě pouze skupina zemí s elitním AAA ratingem jako je Německo či Velká

Británie. Česká republika má nejvyšší ratingové ohodnocení ze všech zemí Střední a Východní Evropy a ze všech tzv. nových zemí Evropské unie. Česká republika se navíc řadí mezi pouhých devět zemí Evropské unie, které nemají rating v režimu revize s negativním výhledem.

Tabulka 5: Ratingové hodnocení závazků zemí Evropské unie v roce 2011

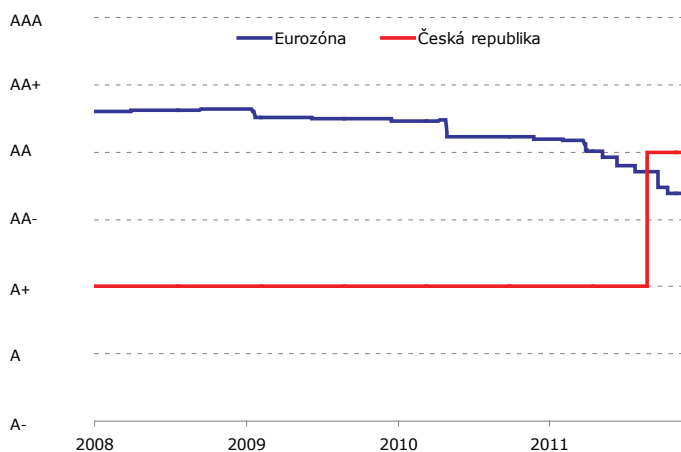
Rating	Země
AAA	Dánsko, Finsko, Francie, Lucembursko, Německo, Nizozemí, Rakousko, Švédsko, V. Británie
AA+	
AA	Belgie, Česká republika
AA-	Estonsko, Slovinsko, Španělsko
A+	Slovensko
A	Itálie, Malta, Polsko
A-	
BBB+	Irsko
BBB	Bulharsko, Kypr, Litva
BBB-	Maďarsko, Portugalsko, Rumunsko
BB+	Lotyšsko
CC	Řecko

Poznámka.: rating pro domácí dlouhodobé závazky, země s negativním výhledem jsou označeny červeně, země se stabilním či pozitivním výhledem jsou označeny zeleně
Zdroj: Standard & Poor's

Srovnání se zeměmi eurozóny vyplývá rovněž ve prospěch České republiky, která má vyšší ratingové ohodnocení než 10 zemí eurozóny, má stejný rating jako Belgie a lepší ratingové ohodnocení má pouze 6 zemí eurozóny s elitním AAA ratingem jako Nizozemí či Finsko. Rating České republiky se rovněž nachází mírně nad průměrem ratingu

zemí eurozóny váženého hrubým dluhem sektoru vládních institucí jednotlivých členských zemí. Všechny země eurozóny se navíc od 5. prosince 2011 nacházejí v režimu revize ratingu s negativním výhledem, zatímco Česká republika má výhled ratingu stabilní.

Obrázek 12: Ratingové hodnocení eurozóny a České republiky v letech 2008 až 2011



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

2 - Výpůjční potřeba a vývoj státního dluhu do roku 2014

Čistá výpůjční potřeba a změna státního dluhu

Čistá výpůjční potřeba centrální vlády je ve střednědobém výhledu určována především rozpočtovanými schodky státního rozpočtu. Konečnou výši čisté výpůjční potřeby rovněž ovlivňují operace na straně státních finančních aktiv, půjčování a pře-půjčování a změny výše rezervy peněžních prostředků vytvářené z emisní činnosti.

Čistá výpůjční potřeba je zároveň hlavním faktorem změny nominální hodnoty hrubého státního dluhu. Vzhledem ke skutečnosti, že část státního dluhu je denominována v zahraničních měnách, je jeho změna ovlivněna také pohybem směnného kurzu české koruny vůči těmto měnám.

Tabulka 6: Čistá výpůjční potřeba centrální vlády a změna státního dluhu

mld. Kč	2010	2011		2012	2013	2014
	Skutečnost	Plán	Predikce	Plán		
Hrubý státní dluh k 1. 1.	1 178,2	1 344,1		1 494,6	1 601,8	1 713,9
Primární saldo státního rozpočtu, bez pře-půjčování	120,6	66,5	89,0	32,1	22,4	-24,2
Čisté výdaje na státní dluh ¹	35,8	68,5	46,0	72,9	87,6	99,2
Mimorozpočtová výpůjční potřeba	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Čistá výpůjční potřeba bez vlivu operací aktiv	156,4	135,0	130,0	105,0	110,0	75,0
Operace státních finančních aktiv ²	3,0	2,1	2,4	2,2	2,2	2,1
Pře-půjčování (čistá změna) ³	1,7	4,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Rezerva financování (čistá změna) ⁴	7,1	-35,7	18,1	0,0	0,0	0,0
Čistá výpůjční potřeba	168,2	106,3	150,5	107,2	112,2	77,1
Přecenění státního dluhu ⁵	-2,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Změna hrubého státního dluhu	165,8	106,3	150,5	107,2	112,2	77,1
Hrubý státní dluh k 31. 12.	1 344,1	1 448,8	1 494,6	1 601,8	1 713,9	1 791,0
(% HDP)	(35,6)	(37,6)	(38,8)	(40,5)	(42,0)	(42,0)

¹ saldo rozpočtové kapitoly 396 – Státní dluh bez položky výdajů transfery na projekty financované půjčkami od EIB.

² saldo rozpočtové kapitoly 397 – Operace státních finančních aktiv.

³ půjčování ostatním státům a subjektům se státní zárukou na jejich hlavní činnosti.

⁴ rezerva peněžních prostředků vytvářená z emisní činnosti dle § 35, odst. (4) zákona č. 218/2000 Sb.

⁵ kursové rozdíly z přecenění dluhu denominovaného v cizích měnách a úmor státního dluhu z rozpočtové kapitoly 396.

Zdroj: MF

V roce 2011 se očekává čistá výpůjční potřeba vyšší o cca 44,2 mld. Kč, což je dáno zejména vyšší než plánovou tvorbou rezervy financování o 53,8 mld. Kč. Tvorba a čerpání rezervy peněžních prostředků je významnou položkou čisté výpůjční potřeby počínaje rokem 2008 a souvisí s obezřetným přístupem Ministerstva v období finanční a hospodářské krize a vysoké nejistoty ohledně hladkého zajištění emisní činnosti státu plynoucí z možného rizika zablokování finančních trhů. Vzhledem k přetrvávající nejistotě ohledně vývoje dluhové krize eurozóny upravilo Ministerstvo plán čerpání rezervy financování z čistého úbytku 35,7 mld. Kč na čistý nárůst, jehož konečná výše bude záviset zejména na čerpání transferů ze strukturálních fondů Evropské unie.

K mírnému poklesu čisté výpůjční potřeby oproti plánu o 4,9 mld. Kč naopak dojde v důsledku nevyužití plánovaného poskytnutí bilaterální pomoci Lotyšsku. Co se týče dalších operací spojených s

půjčováním a pře-půjčováním ostatním státům a domácím subjektům, neplánuje Ministerstvo v daném období žádné mimorozpočtové transakce, které by měly dopad na čistou výpůjční potřebu centrální vlády.

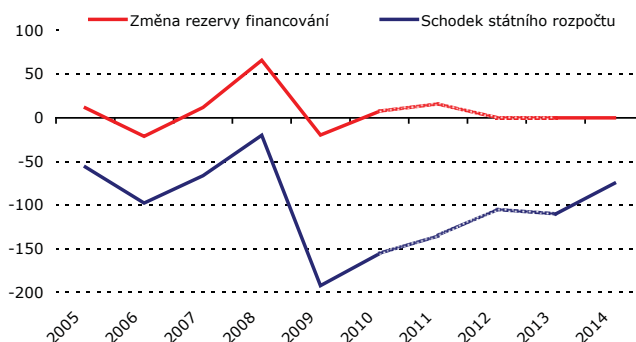
Změna výše rezervy bezprostředně souvisí s vývojem hospodaření státního rozpočtu. Snížení schodku státního rozpočtu oproti původně očekávanému vývoji při zachování emisního plánu způsobí navýšení rezervy financování bez ovlivnění plánované čisté výpůjční potřeby. Rovněž lze využitím rezervy v rámci financování zamezit změně čisté výpůjční potřeby při vyšším než rozpočtovaném schodku.

Po zapojení prostředků rezervních fondů do příjmů státního rozpočtu v roce 2008 došlo k významnému snížení rozpočtové schodku, a proto rezerva financování v tomto roce dosáhla historického

maxima. Tyto prostředky byly následně využity při financování státu v krizovém roce 2009, což umožnilo zajistit hladký průběh financování v

situaci, kdy docházelo ke značným turbulencím na finančních trzích.

Obrázek 13: Tvorba a čerpání rezervy financování v letech 2005 až 2014 (mld. Kč)



Zdroj: MF

Ačkoli postupná realizace fiskálních reforem vede ke snižování nejistoty financování a řízení státního dluhu v souvislosti s obtížně predikovatelným vývojem hospodaření státního rozpočtu, nelze oproti původním předpokladům přistoupit ke snižování kumulované rezervy financování, a to vzhledem k situaci na globálních finančních trzích.

Převládající nejistota ohledně vývoje v eurozóně ovlivňuje i vývoj v České republice, která je jako malá, otevřená a exportně orientovaná ekonomika vystavena vlivu vývoje v zahraničí. Ačkoliv důvěryhodnost České republiky jako emitenta vzrostla, došlo zároveň ke značnému zvýšení nejistoty vývoje na globálních finančních trzích.

Hrubá výpůjční potřeba a financování centrální vlády

Čistá výpůjční potřeba je první složkou hrubé výpůjční potřeby, která určuje objem výpůjčních operací státu v daném roce. Druhou složku představují splátky státního dluhu (bez revolvingu

peněžních instrumentů během roku) v daném roce a zpětné odkupy a výměny státních dluhopisů před jejich původní splatností.

Tabulka 7: Hrubá výpůjční potřeba a nástroje financování centrální vlády

mld. Kč	2010	2011		2012	2013	2014
	Skutečnost	Plán	Predikce		Plán	
Čistá výpůjční potřeba	168,2	106,3	150,5	107,2	112,2	77,1
Splátky a odkupy státních dluhopisů splatných v daném roce ¹	83,0	102,1	102,1	123,1	107,6	143,1
Splátky půjček Evropské investiční banky	1,1	1,1	1,1	3,1	1,1	1,7
Zpětné odkupy a výměny státních dluhopisů splatných v dalších letech ²	0,0	10,0	2,0	10,0	10,0	10,0
Hrubá výpůjční potřeba	252,6	219,5	255,7	243,4	230,9	231,9
Čistá emise peněžních instrumentů ³	25,1	30,0	48,7 ⁴	50,0	40,0	40,0
Hrubá emise státních dluhopisů ⁵	217,1	184,0	181,2	167,5	163,5	167,2
Hrubá emise spořicíh státních dluhopisů	-	-	20,4	20,0	20,0	20,0
Půjčky od Evropské investiční banky	10,4	5,5	5,4	5,9	7,4	4,7
Čisté výpůjčky ze státní pokladny	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Financování výpůjční potřeby	252,6	219,5	255,7	243,4	230,9	231,9

¹ včetně splátek spořicíh státních dluhopisů.

² bez operací se státními dluhopisy splatnými v běžném rozpočtovém roce.

³ bez refinancování splatných instrumentů v rámci běžného roku.

⁴ Čistá emise peněžních instrumentů na finančním trhu je 31,4 mld. Kč. Zbývajících 17,3 mld. Kč použilo Ministerstvo k investování do státních finančních aktiv.

⁵ nominální hodnota, tj. prémie a diskonty jsou zahrnuty v čistých nákladech na obsluhu státního dluhu, tj. vstupují do čisté výpůjční potřeby

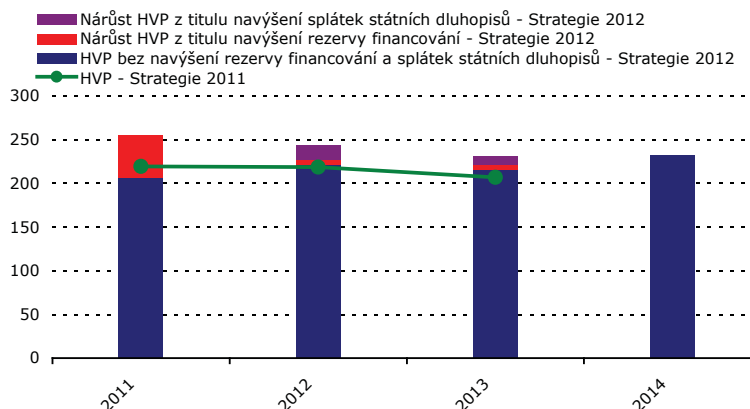
Zdroj: MF

V roce 2011 se očekává hrubá výpůjční potřeba vyšší oproti původnímu plánu o cca 36,2 mld. Kč. Tento nárůst je způsoben zejména nárůstem čisté výpůjční potřeby z důvodu změny v plánu čerpání rezervy financování a také nárůstem splátek státních dluhopisů vydaných v roce 2011 a splatných v roce 2012.

Při porovnání výše hrubé výpůjční potřeby na roky

2011 až 2013 plánované ve Strategii na rok 2011 s aktuální Strategií na rok 2012 je zřejmé, že byl tento plán mírně revidován směrem nahoru, což souvisí převážně s obezřetným přístupem Ministerstva při vytváření dostatečné rezervy financování v době značné nejistoty na globálním finančním trhu, zejména s ohledem na vývoj dluhové krize v eurozóně.

Obrázek 14: Změna ve výhledu hrubé výpůjční potřeby (HVP) pro roky 2011 až 2013 (mld. Kč)



Zdroj: MF

Financování hrubé výpůjční potřeby je realizováno třemi tradičními základními nástroji a jedním novým nástrojem, s jehož využitím začalo Ministerstvo pracovat od roku 2011. Čerpání **půjček od Evropské investiční banky** (dále EIB) je jako první z nich úzce navázáno na realizaci příslušných investičních výdajů státního rozpočtu. Ve výhledu na roky 2012 a 2013 došlo ve srovnání se Strategií na rok 2011 k značnému navýšení úvěrů od EIB, které je způsobeno především změnou rozpočtování výdajů na projekty spolufinancované z úvěrů EIB, které byly do roku 2011 rozpočtovány v kapitole Státní dluh a počínaje rokem 2012 budou rozpočtovány v kapitolách věcně příslušných ministerstev, které mají odlišné výdajové rámce.

V daném období plánuje Ministerstvo při financování hrubé výpůjční potřeby pokračovat v nárůstu emisí peněžních instrumentů, tj. zejména **státních pokladničních poukázek**. Tento plán odpovídá cíli dosáhnout snížení úrokových nákladů při současném udržení akceptovatelné míry refinančního rizika. Nárůst podílu těchto instrumentů je plánován tak, aby nebyl překročen základní limit státního dluhu splatného do jednoho roku, který je pro rok 2012 stanoven ve výši 25 %. Podíl peněžních instrumentů na státním dluhu tak vzroste z cca 10,8 % na konci

roku 2011 na cca 16,3 % na konci roku 2014.

Hrubá emise **státních dluhopisů** na domácím a zahraničním trhu se v daném období pohybuje na roční úrovni cca 160 až 170 mld. Kč ročně a čistá emise státních dluhopisů na úrovni do 70 mld. Kč. Tyto emisní objemy nezahrnují plánované prodeje spořicíh státních dluhopisů pro domácnosti a neziskové instituce, jejichž emise je plánována ve výši 20 až 40 mld. Kč ročně v závislosti na poptávce domácností a neziskových institucí.

Čisté výpůjčky ze státní pokladny jsou prozatím konzervativně plánovány v nulové výši. Přestože v roce 2011 nedošlo ke schválení novely zákona č. 218/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech, což je nutná legislativní podmínka pro zapojení prostředků účtů více organizací vládního sektoru do státní pokladny a do krátkodobého financování státu, bude tato položka financování pravděpodobně nabývat v daném období na významu v souvislosti s rozvojem technického mechanismu krátkodobého zapojení klientských prostředků státní pokladny. Zapojení těchto zdrojů umožní ve střednědobém horizontu minimalizaci rezervy financování a bude jedním ze zdrojů úspor úrokových nákladů na obsluhu státního dluhu.

Čisté dluhové portfolio

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

Kalkulace čistého dluhového portfolio pro potřeby této Strategie je založena na mezinárodní praxi ve vyspělých zemích a proti hrubému dluhovému portfolio staví ta finanční aktiva, která úzce souvisí s finančními operacemi při řízení státního dluhu a rozpočtovými operacemi státních finančních aktiv. Finanční aktiva v tomto pojetí tedy nezahrnují mimorozpočtové zůstatky na účtech, které jsou zároveň mimo systém souhrnného účtu státní pokladny (například privatizační účet po bývalém Fondu národního majetku). Nezahrnují rovněž ostatní finanční majetek státu jako akcie, ostatní majetkové účasti a pohledávky státu vůči zahraničí nebo z titulu poskytnutých návratných finančních výpomocí nebo realizovaných státních záruk.

Metodika čistého dluhového portfolio přináší reálnější pohled na finanční pozici státu a související rizikové parametry. Finanční aktiva a jejich struktura mírně snižují refinanční, likviditní a úrokové riziko státního dluhu a jsou proto monitorována v rámci systému

řízení rizik.

Součástí těchto finančních aktiv jsou jednak investiční portfolio, která jsou ve správě Ministerstva a svým charakterem představují **portfolio s držbou do splatnosti**. Investování zůstatků jaderného účtu, **jaderné portfolio**, provádí Ministerstvo v rámci státních finančních aktiv na základě ustanovení § 27 zákona č. 18/1997 Sb., atomový zákon, a investování zůstatků zvláštního účtu rezervy pro důchodovou reformu, **důchodové portfolio**, na základě ustanovení § 36 zákona č. 218/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech.

Zůstatky těchto účtů jsou investovány konzervativně výhradně do domácích státních dluhopisů prostřednictvím přímých nákupů anebo prostřednictvím reverzních repo operací, kde kolaterálem jsou státní pokladniční poukázky nebo poukázky České národní banky. Výnosy z investování jsou příjmem rozpočtové kapitoly Operace státních finančních aktiv. Kumulované prostředky těchto portfolio v budoucnu budou kryt část účelových výdajů státního rozpočtu na nákladání s radioaktivními odpady a na důchodovou reformu.

Tabulka 8: Stav a struktura čistého dluhového portfolio a finanční zdroje státní pokladny

mld. Kč	2010	2011		2012	2013	2014
	Skutečnost	Plán	Predikce	Plán		
Hrubý státní dluh k 31. 12.	1 344,1	1 448,1	1 494,6	1 601,8	1 713,9	1 791,0
Peněžní instrumenty	113,3	143,2	162,0	212,0	252,0	292,0
Střednědobé a dlouhodobé dluhopisy	1 163,3	1 233,4	1 260,8	1 315,2	1 381,1	1 415,2
Půjčky od Evropské investiční banky	67,2	71,6	71,5	74,3	80,5	83,5
Směnky ¹	0,3	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3
Krátkodobé závazky vůči státní pokladně	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Státní finanční aktiva k 31. 12.	114,0	85,3	134,5	136,7	138,9	141,0
Investiční jaderné portfolio	15,1	16,5	16,7	18,2	19,6	20,5
Investiční důchodové portfolio	21,6	22,0	22,0	22,5	23,0	23,5
Účelové účty státních finančních aktiv	10,2	10,2	10,6	10,8	11,1	11,8
Půjčky a pře-půjčování ²	1,7	6,6	1,7	1,7	1,7	1,7
Rezerva financování ³	65,4	30,0	83,5	83,5	83,5	83,5
Čisté dluhové portfolio k 31. 12.	1 230,1	1 362,8	1 360,1	1 465,1	1 575,0	1 650,0

¹ směnky na krytí části majetkové účasti České republiky u mezinárodních finančních institucí.

² půjčování ostatním státům a pře-půjčování institucím se státní zárukou na jejich hlavní činnost.

³ volné peněžní prostředky vytvářené z emisní činnosti dle § 35, odst. (4) zákona č. 218/2000 Sb.

Zdroj: MF

Zůstatky na **účelových účtech státních finančních aktiv** nejsou aktivně přímo investovány na finančním trhu, ale mohou v budoucnu kryt také část účelových výdajů státního rozpočtu. Tyto zůstatky jsou však součástí souhrnného účtu státní pokladny a jsou krátkodobě zhodnocovány nepřímo

operacemi na peněžním trhu. Ačkoliv jsou zůstatky těchto účtů finančním majetkem Ministerstva, z pohledu financování výpůjční potřeby se jedná o cizí zdroje a tato část státních finančních aktiv tak vystupuje v roli kvazi-klienta státní pokladny. V případě neočekávaného krizového vývoje však

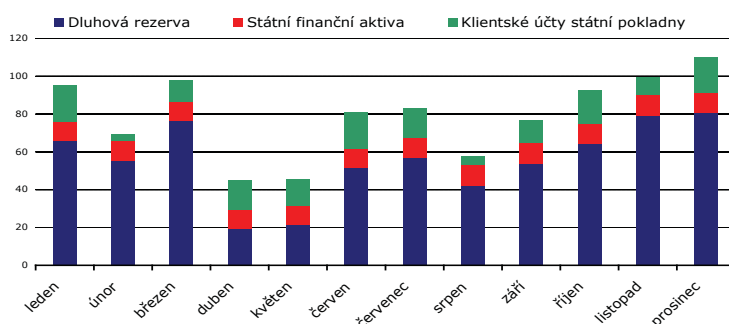
mohou být tyto zdroje aktivizovány rozhodnutím Poslanecké sněmovny, a proto je ekonomicky opodstatněné jejich postavení proti stávající hrubé dluhové pozici.

Rezerva financování vzniká souvztažnou emisí státních dluhopisů na před-financování budoucí výpůjční potřeby a k danému datu tak logicky snižuje hrubou hodnotu státního dluhu. Krátkodobě je zhodnocována na peněžním trhu jako součást souhrnného účtu státní pokladny.

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

Centrální likviditní pozice státu je dále stabilizována **krátkodobými cizími zdroji státní pokladny**, které nejsou sice součástí státních finančních aktiv Ministerstva, ale jsou představovány zůstatky na účtech vedených v rámci souhrnného účtu státní pokladny v České národní bance a mohou tak být krátkodobě zapojeny do financování výpůjční potřeby nebo zrcadlově investovány na peněžním trhu, což přináší úsporu úrokových nákladů na obsluhu státního dluhu a přispívá ke snižování refinančního a likviditního rizika centrální vlády. V současnosti jsou v rámci těchto zdrojů povinně k dispozici pouze zůstatky na účtech finančních a celních úřadů, účtech rezervních fondů organizačních složek státu a účtech fondů kulturních a sociálních potřeb organizačních složek státu.

Obrázek 15: Vývoj likvidních složek státní pokladny v roce 2011 (mld. Kč)



Zdroj: ČNB a MF

V případě, že bude v průběhu roku 2012 schválena příslušná novela zákona č. 218/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech, dojde k rozšíření souhrnného účtu státní pokladny zejména o všechny účty státních fondů, Národního fondu, státních příspěvkových organizací a dále o účty určené

pro příjmy ze státního rozpočtu, státních fondů a Národního fondu u územních samosprávných celků a dobrovolných svazků obcí, regionálních rad regionů soudržnosti, veřejných výzkumných institucí a veřejných vysokých škol.

3 - Program financování a emisní činnost v roce 2012

Plnění programu financování v roce 2011

Východiskem pro definování finančního programu pro rok 2011 byl plánovaný program financování z roku 2010. Oproti plánu došlo ke zvýšení hrubé výpůjční potřeby o 36,2 mld. Kč na 255,7 mld. Kč.

Tato změna souvisí zejména s revizí plánu čerpání rezervy financování s ohledem na aktuální vývoj dluhové krize v eurozóně.

Tabulka 9: Program financování v roce 2011

	mld. Kč	
	Plán k 2. 12. 2010	Predikce k 31. 12. 2011
Hrubá výpůjční potřeba vlády	219,5	255,7
Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů¹	174,0 až 194,0	181,2
Emise střednědobých a dlouhodobých dluhopisů na domácím trhu	86,0 až 194,0	180,3
Emise střednědobých a dlouhodobých dluhopisů na zahraničním trhu	0,0 až 88,0	0,9
Emise spořicíh státních dluhopisů	-	20,4
Půjčky od Evropské investiční banky	5,5	5,4
Čistá emise peněžních instrumentů	20,0 až 40,0	48,7 (31,4)²

¹ včetně přímých prodejů z vlastního portfolia na sekundárním trhu a Evropské investiční bance.

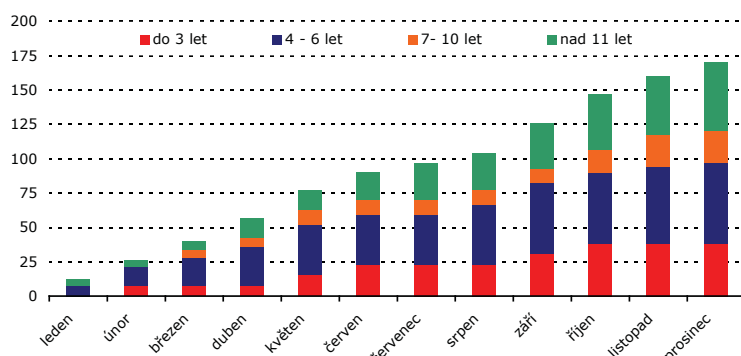
² Čistá emise peněžních instrumentů na trhu bez operací Ministerstva.

Zdroj: MF

Zahraniční emise již nebude v roce 2011 uskutečněna. Hrubá výpůjční potřeba vlády byla z 8 % zajištěna úspěšnou pilotní emisí spořicíh státních dluhopisů pro fyzické a neziskové právnické osoby v celkové výši **20,4 mld. Kč**. Tím se vedle primárních aukcí na domácím trhu státních dluhopisů doplnila nabídka korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů a byl ustanoven nový zdroj i

způsob financování založený na přímém vztahu mezi občanem a státem. Na domácím trhu bylo v roce 2011 uskutečněno celkem 25 primárních aukcí, prostřednictvím nichž byly prodány střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy v celkovém objemu 163,1 mld. Kč. Doproděj Eurodluhopisu ČR, VAR, 15 z portfolia proběhl formou mini-aukce a to v objemu 0,9 mld. Kč.

Obrázek 16: Prodeje střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2011 (mld. Kč)



Poznámka: podle data primární aukce, prodeje EIB nebo prodeje do investičních portfolií
Zdroj: CNB a MF

Přímé prodeje EIB činily **8,4 mld. Kč**. Nákupy Ministerstva do jaderného a důchodového portfolia byly provedeny v souhrnné výši **8,8 mld. Kč**. Ministerstvo v průběhu letošního roku neprovádělo žádné obchodování na sekundárním trhu státních

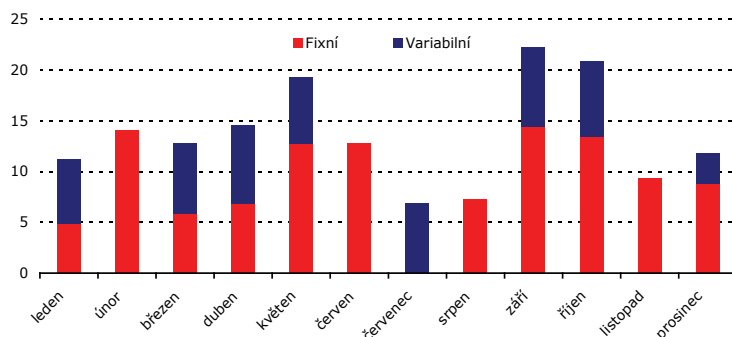
dluhopisů.

Na základě Strategie na rok 2011 byl indikován plán prodeje variabilně úročených dluhopisů nejméně 30 % celkového emitovaného objemu v primárních

aukcí na domácím trhu. Ministerstvo nabízelo fixně a variabilně úročené dluhopisy v primárních aukcích rovnoměrně v průběhu celého roku 2011. Podíl obou instrumentů prodaných prostřednictvím

primárních aukcí je za celý rok 2011 na úrovni **67,7 % fixně úročených dluhopisů** a **32,3 % variabilně úročených dluhopisů**.

Obrázek 17: Prodej střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2011 (mld. Kč)



Poznámka: podle data primární aukce, prodeje EIB nebo prodeje do investičních portfolií
Zdroj: ČNB a MF

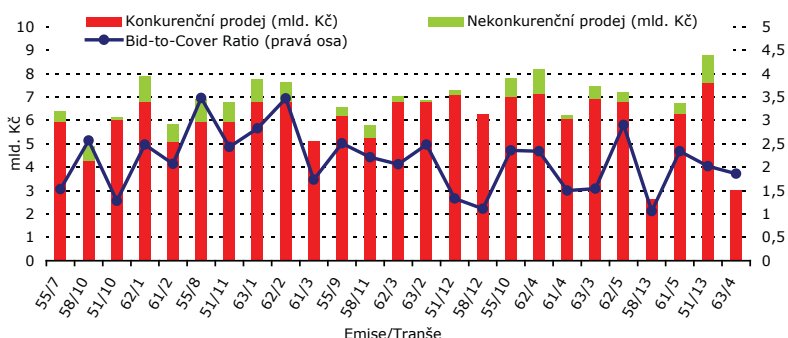
Od srpna roku 2010 a po celý rok 2011 se Ministerstvo navrátilo k obvyklé praxi upisování domácích aukcí v indikovaných objemech. Tato změna byla trhem pozitivně přijata. Transparentní způsob chování na primárním trhu bude Ministerstvo dodržovat, avšak nadále si do budoucna ponechává možnost se od indikovaných objemů odchýlit v případě vzniku nestandardních podmínek na kapitálových trzích či za jiných mimořádných okolností.

Během roku 2011 bylo možné pozorovat relativně stabilní poptávku po korunových střednědobých a dlouhodobých dluhopisech v domácích aukcích. Výjimkou byla primární aukce státního dluhopisu ČR, 5,70 %, 24 dne 2. listopadu 2011, při které byla poptávka poloviční oproti nabízenému

objemu. Příčinou menší poptávky byla zejména eskalující dluhová krize eurozóny a zvýšená nervozita investorů na finančním trhu v souvislosti s oznámením tehdejšího řeckého premiéra o chystaném referendu jeden den před konáním aukce.

Velmi úspěšné pak byly následující dvě aukce státního dluhopisu ČR, 3,85 %, 21 a státního dluhopisu ČR, 4,00 %, 17, ve kterých poptávka v konkurenční části aukce byla více než dvojnásobná oproti indikovanému nabízenému objemu emise. Stabilní poptávku po státních korunových střednědobých a dlouhodobých dluhopisech v roce 2011 dokresluje poměr celkové poptávky k uspokojené poptávce (tzv. Bid-to-Cover Ratio).

Obrázek 18: Aukce korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2011



Zdroj: ČNB a MF

Čistá emise instrumentů peněžního trhu v podobě státních pokladničních poukázek bude realizována v rámci plánovaného rozpětí na úrovni **31,4 mld. Kč** za celý rok 2011, přičemž **17,3 mld. Kč** státních pokladničních poukázek bylo investováno v rámci jaderného a důchodového portfolia. Celková čistá emise instrumentů peněžního trhu dosáhla výše

48,7 mld. Kč a podílí se tak na financování hrubé výpůjční potřeby necelými 20 %.

Půjčky od Evropské investiční banky budou realizovány mírně pod úrovní předpokládaného objemu a to ve výši 5,4 mld. Kč., tj. cca 2,1 % roční hrubé výpůjční potřeby vlády.

Finanční program na rok 2012

Finanční program na rok 2012 vychází z plánované hrubé výpůjční potřeby vlády ve výši **243,4 mld. Kč**. Stěžejní část finančního programu bude Ministerstvo realizovat na domácím trhu. Ministerstvo bude v roce 2012 nadále vyhodnocovat aktuální vývoj podmínek financování na zahraničním trhu.

Podíl financování na zahraničním trhu bude činit maximálně 30 % plánované roční hrubé výpůjční potřeby.

Záměrem Ministerstva je v roce 2012 emitovat alespoň jednu veřejnou syndikovanou emisi na zahraničním trhu a to v závislosti na vývoji tržních podmínek. Nutnou podmínkou pro takovou emisi je zejména zlepšení situace na trhu státních dluhopisů v eurozóně v průběhu roku 2012. Ministerstvo bude také analyzovat případné příležitosti financování prostřednictvím privátních umístění v různých měnách pokud přinesou nižší úrokové náklady než veřejné emise a/nebo přispějí ke stabilizaci finančních rizik, například dosažením delší doby do splatnosti státního dluhu.

Výpůjční potřeba v hodnotě 5,9 mld. Kč bude zajištěna korunovými dlouhodobými úvěry od Evropské investiční banky.

Čerpání těchto dlouhodobých úvěrů určených výhradně na infrastrukturní projekty je založeno na příslušných zákonech o úvěru schválených Parlamentem České republiky. Využití prostředků z úvěrů je přísně vázáno na konkrétní investiční projekty a programy a je stejně jako v předchozích letech explicitně obsaženo v návrhu státního rozpočtu na rok 2012. Jednotlivé úvěrové smlouvy nabízejí jak široké rozpětí splatností 3 až 40 let, tak také možnost výběru mezi fixními a variabilními úrokovými sazbami. Vzhledem k výjimečnému postavení Evropské investiční banky na finančním trhu jsou nabízené sazby ve srovnání se sazbami čistě tržními výhodnější. V letech 2013 a 2014 se

předpokládá čerpání úvěrů od Evropské investiční banky v celkové výši 7,4 mld. Kč, resp. na 4,7 mld. Kč. Ve výhledu došlo ve srovnání s daty z roku 2010 k značnému navýšení, které je způsobeno především faktem, že od roku 2012 již nebudou výdaje na projekty spolufinancované z úvěrů EIB rozpočtovány v kapitole Státní dluh, nýbrž v kapitolách věcně příslušných ministerstev, které mají odlišné výdajové rámce. Nejpozději v roce 2014 budou vyčerpány všechny stávající úvěry od Evropské investiční banky.

Emise korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím trhu nepřekročí 177,5 mld. Kč.

Při dané plánované hrubé výpůjční potřebě bude v příštím roce nabídka střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů ze strany Ministerstva nižší než v roce 2011, což by mělo přispět ke stabilizaci domácího trhu.

Časové rozložení aukcí střednědobých a dlouhodobých dluhopisů na domácím trhu se bude řídit indikativním plánem aukcí, přičemž je plánováno relativně vyrovnané rozložení domácích emisí ve splatnostních segmentech 2 až 6 let a 9 až 11 let.

Instrumenty a indikované objemy jednotlivých aukcí budou v roce 2012 zveřejňovány **měsíčně** vždy druhé pracovní pondělí měsíce předcházejícího danému měsíci. Indikované objemy již nebudou v roce 2012 zveřejňovány pro celý aukční objem, tj. souhrnně pro konkurenční i nekonkurenční kolo, ale pouze **pro konkurenční část aukce**. Ministerstvo si rovněž vyhrazuje právo nezveřejňovat konkrétní indikovaný objem nabízený do aukce, ale pouze hraniční pásmo. Druhé pracovní pondělí měsíce předcházejícího začátku čtvrtletí bude Ministerstvo také zveřejňovat čtvrtletní maximální nabízený objem do konkurenčních částí aukcí.

Tabulka 10: Indikativní plán aukcí střednědobých a dlouhodobých dluhopisů v roce 2012

2012	Datum aukce	Datum emise	Dodatečné aukce ¹	Datum emise
1. čtvrtletí	04.01.2012	09.01.2012	11.01.2012	16.01.2012
	18.01.2012	23.01.2012	08.02.2012	13.02.2012
	01.02.2012	06.02.2012	22.02.2012	27.02.2012
	15.02.2012	20.02.2012		
	29.02.2012	05.03.2012		
	07.03.2012	12.03.2012		
	21.03.2012	26.03.2012		
2. čtvrtletí	04.04.2012	10.04.2012	25.04.2012	30.04.2012
	11.04.2012	16.04.2012	09.05.2012	14.05.2012
	18.04.2012	23.04.2012	30.05.2012	04.06.2012
	02.05.2012	07.05.2012		
	23.05.2012	28.05.2012		
	06.06.2012	11.06.2012		
	13.06.2012	18.06.2012		
3. čtvrtletí	18.07.2012	23.07.2012	04.07.2012	09.07.2012
	15.08.2012	20.08.2012	01.08.2012	06.08.2012
	05.09.2012	10.09.2012	29.08.2012	03.09.2012
	19.09.2012	24.09.2012	12.09.2012	17.09.2012
4. čtvrtletí	03.10.2012	08.10.2012	24.10.2012	29.10.2012
	17.10.2012	22.10.2012	14.11.2012	19.11.2012
	07.11.2012	12.11.2012	12.12.2012	17.12.2012
	21.11.2012	26.11.2012		
	05.12.2012	10.12.2012		

¹ možné rozšíření emisního kalendáře korunových střednědobých a dlouhodobých dluhopisů.
Zdroj: MF

Ministerstvo bude v roce 2012 nabízet k prodeji fixně i variabilně úročené dluhopisy.

V případě fixně úročených dluhopisů bude Ministerstvo pokračovat v prodeji státního dluhopisu ČR, 2,75 %, 14 v celkovém objemu až 12 mld. Kč do výše emisního limitu 50 mld. Kč, státního dluhopisu ČR, 3,40 %, 15 v celkovém objemu až 18 mld. Kč do výše emisního limitu 65 mld. Kč a státního dluhopisu ČR, 4,60 %, 18 v celkovém objemu až 28 mld. Kč do výše emisního limitu 75 mld. Kč. Státní dluhopisy ČR, 3,85 %, 21 a ČR, VAR %, 23 budou prodávány v celkovém objemu 30 až 45 mld. Kč na každou emisi. Ministerstvo rovněž plánuje otevření nové emise pětiletého variabilně úročeného státního dluhopisu ČR, VAR %, 17 s půlročním kuponem navázaným na 6 měsíční mezibankovní úrokovou sazbu PRIBOR v celkovém objemu 25 až 40 mld. Kč. Minimálně 30 % emitované jmenovité hodnoty na

domácím trhu bude tvořeno variabilně úročenými státními dluhopisy.

Ministerstvo může v roce 2012 nabídnout až dva státní dluhopisy v jeden aukční den.

V rámci zvýšení flexibility financování státu v reakci na zvýšení volatility a nejistoty na finančních trzích v důsledku dluhové krize eurozóny může Ministerstvo v roce 2012 přikročit k zařazení až dvou státních dluhopisů s různou charakteristikou (např. fixní a variabilně úročený či střednědobý a dlouhodobý dluhopis) prodáváných prostřednictvím dvou aukcí v jeden den. Tento způsob aukční strategie umožní investorům širší výběr nabízeného instrumentu a možnost pružně reagovat na měnící se tržní prostředí. Záměrem Ministerstva je v době zvýšené nejistoty vyjít co nejvíce vstříc potřebám tržních účastníků.

Tabulka 11: Emisní strategie střednědobých a dlouhodobých dluhopisů na rok 2012 (mld. Kč)

Domácí emise na primárním trhu	V oběhu k 31.12.2011*	Emisní limit	Plánovaný prodej 2012
62. emise, ČR, 2,75/14	38	50	12
60. emise, ČR, 3,40/15	47	65	18
67. emise, ČR, VAR/17	0	50	25 až 50
41. emise, ČR, 4,60/18	47	75	28
61. emise, ČR, 3,85/21	37	120	30 až 45
63. emise, ČR, VAR/23	25	100	30 až 45
Domácí spořicí program			
Spořicí státní dluhopisy – jarní série		-	10 až 20
Spořicí státní dluhopisy – podzimní série		-	10 až 20
Zahraniční veřejné emise			
5 až 30 let			0 až 73
Privátní umístění			
5 až 30 let	-	-	0 až 30

* Včetně dluhopisů držených ve vlastním portfoliu Ministerstva
Zdroj: MF

Prodané střednědobé a dlouhodobé dluhopisy na primárním trhu budou doplněny také prodeji z vlastního portfolia na sekundárním trhu. Se zavedením nového elektronického obchodního systému MTS Czech Republic plánuje Ministerstvo provádět přímé sekundární prodeje korunových

dluhopisů, jak je popsáno v kapitole 5. Zásobu vlastních dluhopisů může Ministerstvo využít také při provádění repo operací, využívání zápůjční facility primárními dealery a při přímých prodejích dluhopisů Evropské investiční bance.

Tabulka 12: Vlastní portfolio státních dluhopisů Ministerstva (mld. Kč)

Emise	ISIN	Očekávaný stav portfolia ke dni 31. 12. 2011
55. emise, ČR, VAR, 16	CZ0001002331	2,260
51. emise, ČR, 4,00, 17	CZ0001001903	2,774
52. emise, ČR, 4,70, 22	CZ0001001945	0,476
63. emise, ČR, VAR, 23	CZ0001003123	3,964
58. emise, ČR, 5,70, 24	CZ0001002547	4,897
53. emise, ČR, 4,85, 57	CZ0001002059	13,240

Zdroj: MF

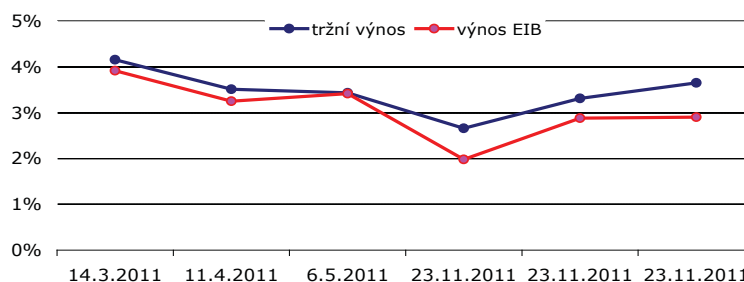
Prodeje korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů Evropské investiční bance budou realizovány maximálně v nominální hodnotě 6 mld. Kč.

Část prodeje korunových střednědobých a dlouhodobých dluhopisů je uskutečňována v rámci spolupráce s Evropskou investiční bankou. Tato spolupráce probíhá od roku 2010 souběžně s čerpáním přímých úvěrů také formou prodeje státních dluhopisů do portfolia Evropské investiční banky s držbou do splatnosti, jenž je legislativně méně náročným ekvivalentem přímých úvěrů. Ministerstvo se výrazně podílelo na přípravě tohoto z pohledu Evropské investiční banky inovativního

mechanismu a Česká republika jej jako první členská země aplikovala na konkrétní projekty. Ministerstvo jej v současné době využívá např. k čerpání prostředků na odstraňování škod po povodních v roce 2009 a 2010.

Na každý prodej za tržní cenu je aplikováno úrokové zvýhodnění korespondující s aktuálně nabízenými sazbami Evropské investiční banky, následkem čehož byla v roce 2011 dosažena přibližná úspora ve výši **327 mil. Kč**, a to z prodeje dluhopisů v celkové nominální hodnotě **8,4 mld. Kč**. Každý prodej byl a nadále bude zveřejňován do pěti pracovních dní po vypořádání na internetových stránkách Ministerstva.

Obrázek 19: Výnosy dluhopisů prodaných Evropské investiční bance v roce 2011 (% p.a.)



Zdroj: MF

V roce 2012 plánuje Ministerstvo v návaznosti na realizované výdaje státního rozpočtu na dané programy prodat Evropské investiční bance státní dluhopisy v nominální hodnotě do 6 mld. Kč. Tento objem je zahrnut v položce hrubá emise státních dluhopisů. Ministerstvo v současné době nejedná s Evropskou investiční bankou o uzavření dalších úvěrových smluv či smluv o odkupu dluhopisů.

Počínaje rokem 2012 je stanovena limitní hranice pro krátkodobý státní dluh 25 %.

Vzhledem k tomu, že je výhodné využívat poměrně nízkých výnosů na krátkém konci výnosové křivky, plánuje se v roce 2012 čistý nárůst objemu peněžních instrumentů v oběhu **50 mld. Kč**, kde

ještě nehrozí prolomení bezpečnostního limitu 25 % krátkodobého dluhu v rámci dluhového portfolia, tedy nežádoucí zvýšení refinančního rizika, a zároveň bude maximálně využita možnost relativně výhodného financování státního dluhu.

Indikativní plán aukcí je stanoven s ohledem na plánované čisté navýšení peněžních instrumentů ve výši 50 mld. Kč v roce 2012, přičemž existuje snaha o průběžné zvyšování objemu jednotlivých emisí při snižování jejich počtu tak, aby zde byl prostor pro zařazení dodatečných aukcí do emisního plánu při eventuálním výskytu zvýšených požadavků na financování prostřednictvím instrumentů peněžního trhu.

Tabulka 13: Indikativní plán aukcí státních pokladničních poukázek v roce 2012

2012	Datum aukce	Datum emise	2012	Datum aukce	Datum emise
1. čtvrtletí	05.01.2012	06.01.2012	3. čtvrtletí	12.07.2012	13.07.2012
	12.01.2012	13.01.2012		19.07.2012	20.07.2012
	02.02.2012	03.02.2012		26.07.2012	27.07.2012
	09.02.2012	10.02.2012		16.08.2012	17.08.2012
	01.03.2012	02.03.2012		23.08.2012	24.08.2012
	15.03.2012	16.03.2012		30.08.2012	31.08.2012
	22.03.2012	23.03.2012		06.09.2012	07.09.2012
2. čtvrtletí	05.04.2012	06.04.2012	4. čtvrtletí	13.09.2012	14.09.2012
	12.04.2012	13.04.2012		11.10.2012	12.10.2012
	19.04.2012	20.04.2012		18.10.2012	19.10.2012
	03.05.2012	04.05.2012		25.10.2012	26.10.2012
	10.05.2012	11.05.2012		01.11.2012	02.11.2012
	24.05.2012	25.05.2012		15.11.2012	16.11.2012
	31.05.2012	01.06.2012		29.11.2012	30.11.2012
	07.06.2012	08.06.2012		06.12.2012	07.12.2012
	28.06.2012	29.06.2012		13.12.2012	14.12.2012

Zdroj: MF

Také v roce 2012 budou emitovány státní pokladniční poukázky ve standardizovaných splatnostech 3, 6, 9

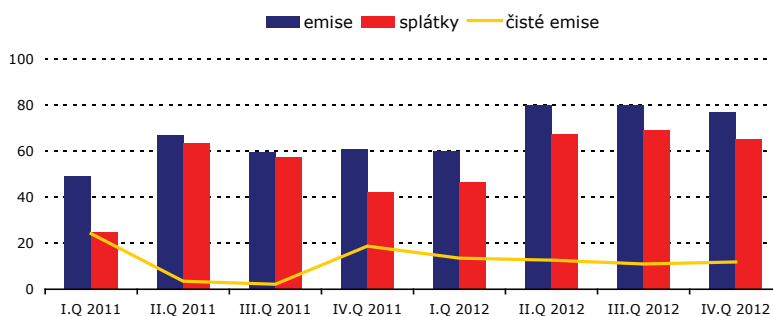
a 12 měsíců. V případě nepříznivého tržního vývoje může Ministerstvo zavést i splatnost 1 měsíc.

Tabulka 14: Plánované objemy emisí státních pokladničních poukázek v roce 2012 (mld. Kč)

Emise	3-měsíční	6-měsíční	9-měsíční	12-měsíční	Celkem
Splatnost v 2012	35	34	17	-	86
Splatnost v 2013	18	19	77	97	211
Hrubé emise	53	53	94	97	297
Splátky emisí 2011	-	22	39	100	161
Čisté emise	18	-3	38	-3	50

Zdroj: MF

Plánovaný objem čisté emise státních pokladničních poukázek by měl být v roce 2012 rovnoměrně rozložen do jednotlivých čtvrtletí.

Obrázek 20: Čisté emise státních pokladničních poukázek v letech 2011 až 2012 (mld. Kč)

Zdroj: MF

Plánový objem hrubé emise spořicíh státních dluhopisů je stanoven na maximálně 40 mld. Kč.

Ministerstvo plánuje v roce 2012 navázat na velmi úspěšnou emisi spořicíh státních dluhopisů určených fyzickým osobám a neziskovým společnostem z listopadu 2011. Vzhledem k velmi silné poptávce,

kvůli které musel být úpis dluhopisů předčasně ukončen, plánuje Ministerstvo na rok 2012 zařadit dvě série emisí spořicíh státních dluhopisů na jaře a na podzim roku 2012. Plánovaný objem každé série je 10 až 20 mld. Kč a v souhrnu za celý rok 2012 činí plánovaný prodej spořicíh státních dluhopisů 20 až 40 mld. Kč.

Tabulka 15: Finanční program na rok 2012 (mld. Kč)

Hrubá výpůjční potřeba centrální vlády	243,4
Přímé půjčky od mezinárodních finančních institucí	5,9
Půjčky od Evropské investiční banky	5,9
Ostatní	0,0
Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů	177,5 až 197,5
Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím trhu	64,5 až 177,5
Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na zahraničním trhu	0,0 až 73,0
Emise spořicíh státních dluhopisů	20,0 až 40,0
Čistá změna peněžních instrumentů v oběhu	40,0 až 60,0

Zdroj: MF

4 - Řízení rizik a strategie portfolia

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

kterým je dluhové portfolio dlouhodobě vystaveno, jsou rizika refinanční, likviditní, úrokové a měnové. Všechny níže stanovené cíle a limitní hranice jsou uplatňovány na portfolio státního dluhu jako celku, včetně derivátových operací. Počínaje rokem 2011 Ministerstvo sleduje a z hlediska tržních rizik také řídí portfolio souvisejících státních finančních aktiv, která jsou zahrnuta do kompozice čistého dluhového portfolia.

Refinanční riziko

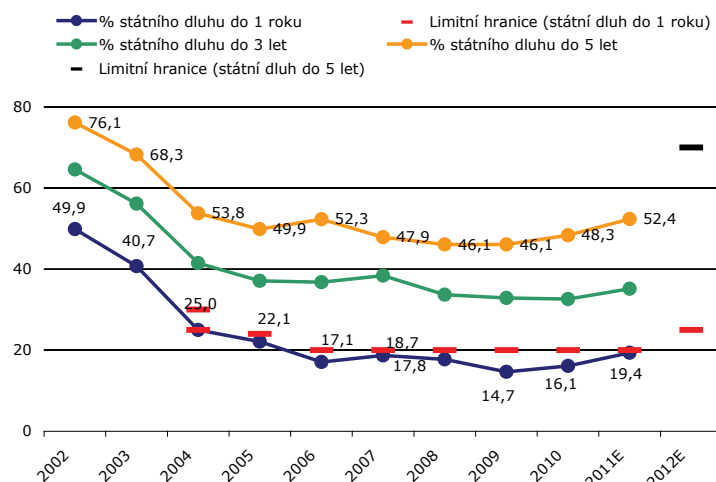
Stabilizace refinančního rizika tvoří ústřední bod koncipování emisního plánování Ministerstva. Klíčovým ukazatelem, na který se v této souvislosti Ministerstvo od roku 2004 zaměřuje, je **podíl krátkodobého státního dluhu** (tj. podíl dluhu splatného do jednoho roku na celkovém dluhu). V souvislosti s tímto ukazatelem zavedlo Ministerstvo limitní hranice, které nebyly překročeny v žádném roce jejich existence. Od roku 2006 Ministerstvo uplatňuje dlouhodobou cílovou limitní hranici 20 %. Počínaje rokem 2012 Ministerstvo začíná aktivně řídit i střednědobý státní dluh. Klíčový ukazatel, který Ministerstvo v této souvislosti zavádí, je **podíl střednědobého státního dluhu** (tj. podíl dluhu splatného do pěti let na celkovém dluhu), pro který Ministerstvo nastavuje limitní hranici. Systém těchto dvou fundamentálních limitů umožňuje rozložit refinanční riziko mezi krátkodobý a střednědobý státní dluh. Počínaje rokem 2012 Ministerstvo dále zahrnuje do procesu stanovení limitních hranic dluhového portfolia i portfolio státních finančních aktiv. Ministerstvo nastavuje tyto limity v souladu s mezinárodní praxí a respektuje odhadovanou absorpční kapacitu domácího peněžního trhu.

Pro rok 2012 Ministerstvo zvyšuje limitní hranici pro **podíl krátkodobého státního dluhu splatného do jednoho roku na 25 % celkového státního dluhu**. Důvodem pro toto navýšení limitní hranice je několik faktorů. První faktor souvisí s aktivním řízením čistého dluhového portfolia, které Ministerstvo aplikuje od roku 2011. Ministerstvo vytváří rezervu financování, která slouží k eliminaci krátkodobého refinančního rizika a která je součástí státních finančních aktiv. Odhadovaný stav státních finančních aktiv k dispozici do jednoho roku činí v roce 2011 cca 7,1 % celkového státního dluhu. Oproti roku 2010 poklesl podíl státních finančních aktiv k dispozici do 1 roku na celkovém státním dluhu o cca 0,4 %. Současná nejistá situace

v eurozóně a nechuť investorů investovat do dlouhodobých dluhopisů je další faktor, který vede ke zvýšení limitní hranice krátkodobého státního dluhu. Ke zvýšení limitní hranice přispěla dále velmi úspěšná emise státních spořicí dluhopisů pro občany, především diskontovaného dluhopisu. Ministerstvo očekává zájem o tento druh dluhopisů i v budoucnu, nechce však kvůli zájmu o státní spořicí dluhopisy snižovat objemy emitovaných státních pokladničních poukázek ani omezovat jejich aukce. Ke konci roku 2011 nabývá očekávaná hodnota tohoto ukazatele hodnoty 19,4 % a zůstává tedy pod limitní hranicí platnou pro tento rok. Vzrůst podílu krátkodobého státního dluhu oproti roku 2010 je dán především čistou emisí státních pokladničních poukázek v hodnotě cca 48,7 mld. Kč v roce 2011 a úspěšnou emisí diskontovaného spořicího státního dluhopisu v objemu 9,5 mld. Kč. V dlouhodobějším horizontu plánuje Ministerstvo postupné navýšování podílu krátkodobého státního dluhu až k hranici 23 %. S tímto navýšováním podílu krátkodobého státního dluhu souvisí také čistý nárůst peněžních instrumentů v oběhu, který je v roce 2012 plánován až o 50 mld. Kč.

V souvislosti se zvýšením limitní hranice pro podíl krátkodobého státního dluhu Ministerstvo začíná aktivně řídit střednědobý státní dluh. Klíčový ukazatel tohoto refinančního rizika, tj. **podíl střednědobého státního dluhu splatného do pěti let**, stanovuje Ministerstvo pro rok 2012, stejně jako pro střednědobý horizont, na úrovni **70 % celkového státního dluhu**. Tato limitní hranice umožní částečně eliminovat zvýšení refinančního rizika zapříčiněného zvýšením limitní hranice podílu krátkodobého dluhu. Očekávaná hodnota podílu střednědobého státního dluhu na celkovém státním dluhu ke konci roku 2011 se pohybuje na úrovni 52,4 %.

Obrázek 21: Státní dluh dle košů splatností v letech 2002 až 2012 (% celkového dluhu)



Zdroj: MF

Tabulka 16: Podíl aktiv k dispozici do jednoho roku na celkovém státním dluhu 2004 až 2011

Ukazatel	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E
Podíl aktiv do 1 roku na celkovém státním dluhu (%)	3,9	4,8	2,0	3,3	10,9	7,9	7,5	7,1

Zdroj: MF

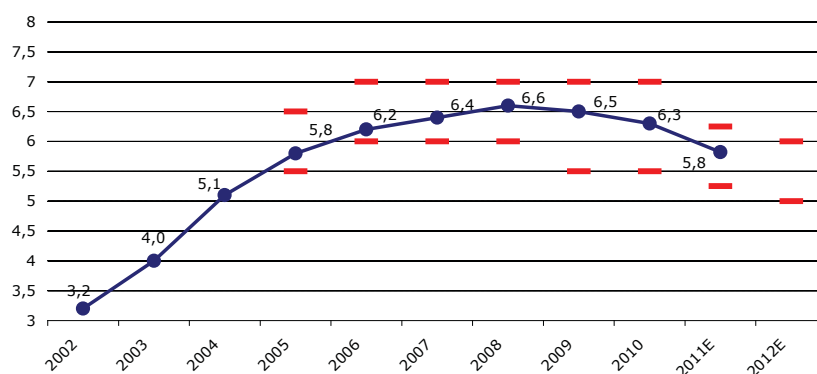
Dalším ukazatelem používaným při řízení refinančního rizika je **průměrná doba do splatnosti státního dluhu**. Poprvé byl cíl pro tento ukazatel explicitně vyhlášen na rok 2005. Vyhlášené cíle byly splněny v každém uplynulém roce. Rozpětí cílového pásma bylo v letech 2005 až 2008 1 rok, přičemž v roce 2005 činilo 5,5 až 6,5 let a pro roky 2006 až 2008 bylo toto cílové pásmo posunuto směrem nahoru o 0,5 roku na 6,0 až 7,0 let. Pro roky 2009 a 2010 Ministerstvo rozšířilo cílové pásmo o 0,5 roku a posunulo ho směrem dolů na 5,5 až 7,0 let. Pro rok 2011 Ministerstvo zúžilo cílové pásmo a posunulo ho opět směrem dolů na 5,25 až 6,25 let.

Pro rok 2012 Ministerstvo posunuje cílové pásmo pro průměrnou splatnost státního dluhu směrem dolů o 0,25 roku na **5,0 až 6,0** let. Posunutí cílového pásma směrem dolů opět pramení ze zvýšené nejistoty týkající se budoucího vývoje eurozóny a s tím související nejistoty na kapitálových trzích, která nutí investory nakupovat pouze krátkodobé finanční instrumenty. Očekávaná průměrná doba do splatnosti ke konci roku 2011 nabývá hodnoty 5,8

let a nachází se tedy v cílovém pásmu platným pro tento rok. Pokles hodnoty tohoto ukazatele je dán, stejně jako v případě růstu podílu krátkodobého státního dluhu, kladnou čistou emisí státních pokladničních poukázek v roce 2011 a úspěšnou emisí diskontovaného spořicího státního dluhopisu. Udržení průměrné doby do splatnosti v cílovém pásmu určuje časovou a objemovou strukturu emisí státních dluhopisů na domácím a zahraničním trhu a nastavení splátkových kalendářů čerpaných půjček od Evropské investiční banky.

Očekávané průměrné doby do splatnosti jednotlivých složek státního dluhu mimo instrumentů peněžního trhu leží ke konci roku 2011 nad průměrnou dobou do splatnosti celého dluhového portfolia a dokumentují tak vliv instrumentů peněžního trhu na tento ukazatel. Konkrétně ke konci roku 2011 nabývá očekávaná průměrná doba do splatnosti domácích státních dluhopisů včetně spořicích hodnoty 6,2 let, průměrná doba do splatnosti zahraničních dluhopisů včetně zajištění nabývá taktéž hodnoty 6,2 let a průměrná doba do splatnosti neobchodovatelného státního dluhu dosahuje hodnoty 11,9 let.

Obrázek 22: Průměrná splatnost státního dluhu a vyhlášené cíle v letech 2002 až 2012



Zdroj: MF ČR

Tabulka 17: Průměrná splatnost jednotlivých složek státního dluhu 2002 až 2011 (v letech)

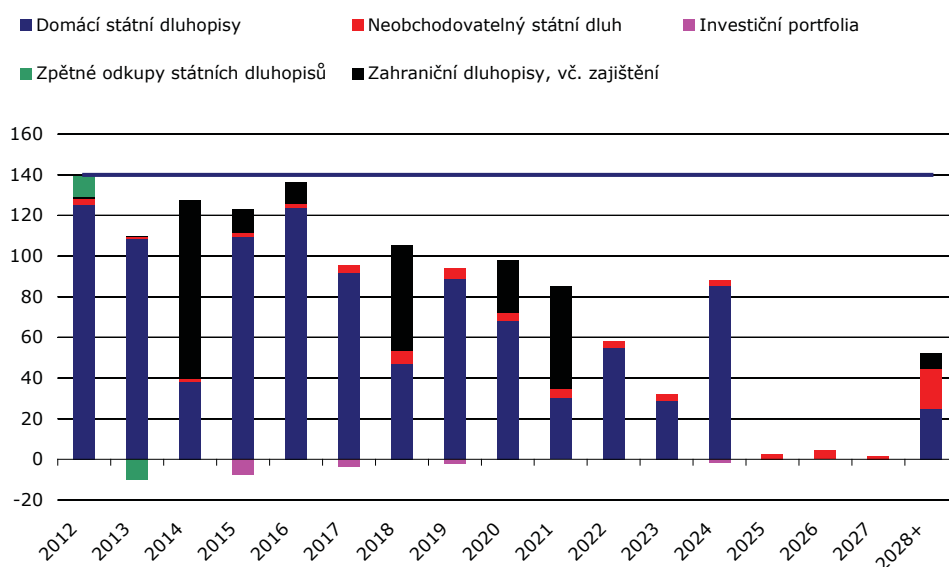
Ukazatel	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E
Domácí státní dluhopisy, vč. spořicí dluhopisů	5,2	5,7	6	5,7	6,3	6,6	6,5	6,6	6,3	6,2
Neobchodovatelný státní dluh	10,5	8,6	10,3	10,3	9,7	9,3	12,0	12,2	12,5	11,9
Zahraniční dluhopisy, vč. zajištění	-	-	9,5	10,6	10,7	9,6	9,2	7,3	7,1	6,2
Státní pokladniční poukázky	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4

Zdroj: MF ČR

Nové emise státních dluhopisů stejně jako čerpání dlouhodobých úvěrů od Evropské investiční banky budou i nadále řízeny v souladu s plněním dalšího klíčového cíle v podobě **stabilizace a vyhlazování**

splatnostního profilu státního dluhu v čase. Ve střednědobém výhledu se pohybují roční splátky státního dluhu po zohlednění vlivu zpětných odkupů na úrovni 140 mld. Kč.

Obrázek 23: Splatnostní profil státního dluhu a investičních portfolií ke konci roku 2011



Poznámka: Bez zahrnutí peněžních instrumentů v oběhu na straně pasiv i aktiv. Na kladné vísle ose jsou zobrazena pasiva, na záporné vísle ose státní finanční aktiva a zpětné odkupy plánované na rok 2012.
Zdroj: MF ČR

Úrokové riziko

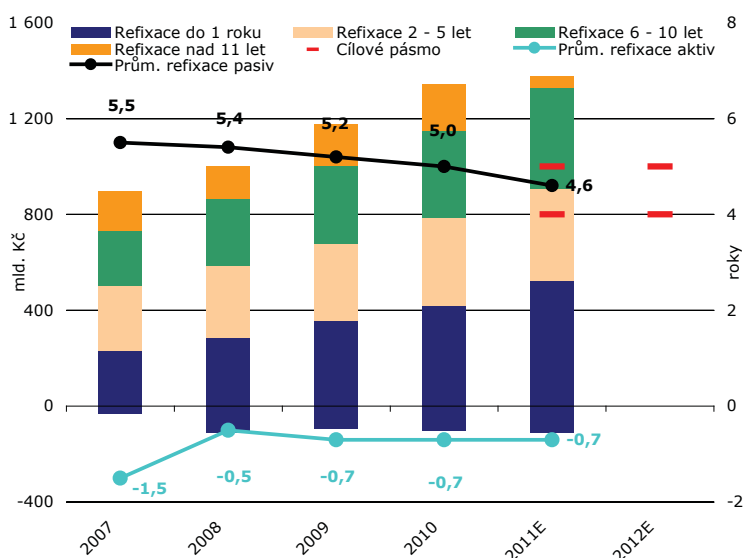
Úrokové riziko zůstává nejdůležitějším tržním rizikem řízení státního dluhu. Počínaje rokem 2011 vyhlásilo Ministerstvo nový strategický cíl v oblasti řízení tržního rizika **průměrnou dobu do refixace státního dluhu**. Pro rok 2011 a také pro dlouhodobější horizont stanovilo Ministerstvo explicitní cíl tohoto ukazatele na hodnotu v intervalu 4 až 5 let. Cíl byl stanoven v souladu s mezinárodní praxí s ohledem na optimalizaci nákladů státního dluhu a rizika plynoucího z refixace sazeb.

Průměrná doba do refixace státního dluhu v intervalu **4,0 až 5,0 let** zůstává zachována v souladu s dlouhodobější strategií i pro rok 2012. Primárním nástrojem pro splnění tohoto cíle bude i v roce 2012 emisní činnost a čerpání úvěrů od Evropské investiční banky. Ministerstvo však sleduje s neklidem situaci v eurozóně i v České republice, kdy je v důsledku nejistoty patrný zřetelný posun investorů ke kratšímu konci výnosové křivky. Přesto však Ministerstvo věří, že se vytyčený cíl

podaří splnit. V případě, že by se průměrná doba do refixace státního dluhu vychylovala mimo cílový interval, je Ministerstvo připraveno aktivně zajistit splnění tohoto cíle také pomocí derivátových operací. Očekávaná hodnota průměrné doby do refixace státního dluhu se pohybuje ke konci roku 2011 na úrovni 4,6 let a nachází se tak v cílovém intervalu. V porovnání s předchozími lety dochází k poklesu průměrné doby do refixace státního dluhu, v důsledku čehož jsou náklady na obsluhu státního dluhu v průměru generovány na kratším konci výnosové křivky. Ministerstvo proto očekává v dlouhodobém horizontu relativní úsporu úrokových nákladů.

Hodnocení úspěšnosti při dosažení této úspory bude prováděno v roce 2012 ve vztahu k benchmarkovému portfoliu, které bude replikováno synteticky na bázi fixně úročených dluhopisů s cílovou průměrnou dobou do splatnosti.

Obrázek 24: Refixace státního dluhu a investičních portfolií v letech 2007 až 2012

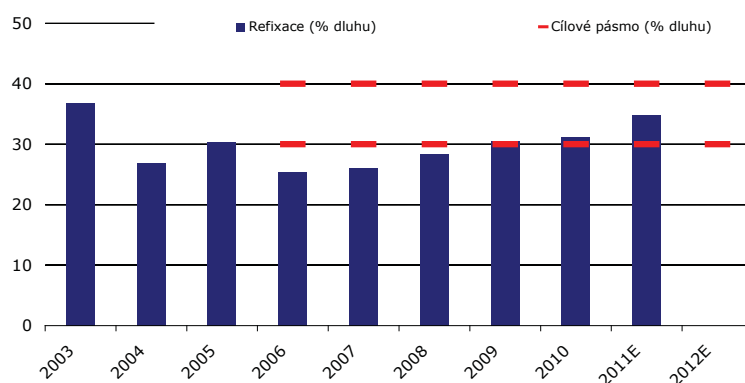


Poznámka: Na kladné svislé ose je zobrazeno dluhové portfolio, na záporné svislé ose jsou zobrazena státní finanční aktiva.
Zdroj: MF

Od roku 2006 Ministerstvo každoročně stanovuje také strategický cíl pro **úrokovou refixaci dluhového portfolia do 1 roku**, tj. podílu dluhu, který je citlivý na fluktuace úrokových sazeb na finančním trhu v následujícím roce. Pro rok 2011 ponechává Ministerstvo cílové pásmo na úrovni **30 až 40 % celkového státního dluhu** s výhledem v horní polovině tohoto intervalu. Tento cíl je v

souladu se zavedením cíle průměrného refixingu v pásmu 4 až 5 let a vede ke shodným důsledkům pro portfolio státního dluhu. Cílového pásma bylo poprvé dosaženo v roce 2009. Očekávaná hodnota úrokové refixace dluhového portfolia do 1 roku ke konci roku 2011 činí 34,8 % celkového státního dluhu a pohybuje se tak uprostřed cílového pásma.

Obrázek 25: Úroková refixace státního dluhu do 1 roku v letech 2003 až 2012 (%)



Zdroj: MF

Ministerstvo sleduje v rámci čistého dluhového portfolia také vývoj základních rizikových parametrů státních investičních aktiv. Hodnota ukazatelů je způsobena především objemem

prostředků spravovaných na důchodovém účtu, které jsou investovány, s ohledem na obtížnou predikovatelnost budoucích nákladů, převážně do instrumentů se splatností do 1 roku.

Tabulka 18: Rizikové parametry a výnosnost investičních portfolií a pře-půjček 2007 až 2011

Parametr	2007	2008	2009	2010	2011E
Průměrná výnosnost (%)	3,8	2,9	2,1	1,9	2,1
Průměrná splatnost (roky)	5,1	2,0	1,9	2,0	2,3
Modifikovaná durace (roky)	4,2	1,8	1,7	1,8	2,1

Zdroj: MF ČR

Cost-at-Risk státního dluhu

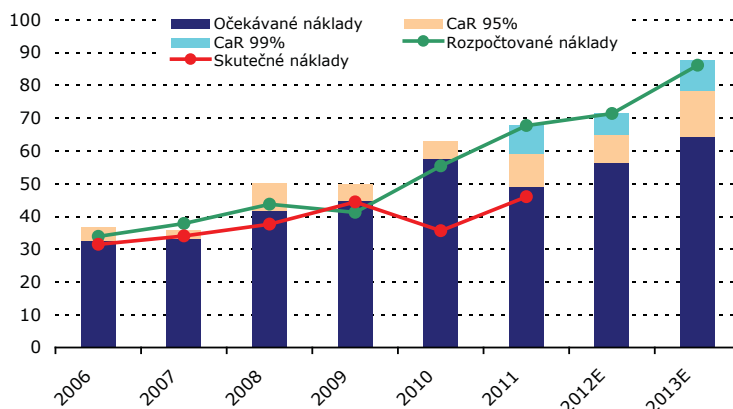
Počínaje rokem 2005 aplikuje Ministerstvo při měření a řízení úrokového rizika sofistikovanější modelový rámec, tzv. **náklady v riziku** (Cost-at-Risk, **CaR**), který vychází z metodologie VaR a simuluje budoucí očekávané a maximální úrokové náklady při daném stupni rizika, které je odvozeno z volatility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

Primární cíl modelu spočívá ve stanovení maximálních nákladů státního dluhu, které nebudou s danou 95, resp. 99 % pravděpodobností překročeny (**CaR 95% a CaR 99%**). Sekundární

cíl modelu spočívá v odhadu skutečných úrokových nákladů státního dluhu. Simulační rámec pracuje s **čistými úrokovými náklady státního dluhu**, které ve srovnání s čistými výdaji na obsluhu státního dluhu nezahrnují poplatky spojené s obsluhou dluhu, které jsou deterministické povahy.

Následující graf zobrazuje porovnání čistých úrokových nákladů v riziku, očekávaných a rozpočtovaných čistých úrokových nákladů s čistými úrokovými náklady skutečně realizovanými. V letech 2006 až 2011 model splnil primární cíl, když predikované maximální náklady nebyly překročeny v žádném z těchto roků. V letech 2006 až 2009 model splňoval i sekundární cíl a poměrně přesně predikoval skutečné úrokové náklady, které byly s výjimkou roku 2009 nižší než rozpočtované náklady.

Obrázek 26: Čisté úrokové náklady a náklady v riziku v letech 2006 až 2013 (mld. Kč)



Poznámka: V roce 2009 původně rozpočtované náklady. V roce 2011 odhad skutečných nákladů ke konci roku.
Zdroj: MF

Pro rok 2011 nahradilo Ministerstvo model používaný k simulacím výnosových křivek modelem výrazněji sofistikovanějším a více odpovídajícím zcela nové

tržní realitě. Oproti roku 2010 tak došlo v roce 2011 ke zřetelnému zpřesnění odhadu očekávaných nákladů.

Tabulka 19: Čisté úrokové náklady a náklady v riziku v letech 2006 až 2013 (mld. Kč)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011*	2012E	2013E
Rozpočtované náklady	33,9	37,8	43,7	41,2	56,1	66,7	72,1	86,8
Skutečné náklady	31,5	34,0	37,6	44,2	35,6	45,9	-	-
Očekávané náklady	32,4	33,3	41,7	44,9	57,5	49,1	56,4	64,4
CaR 95%	36,6	35,8	50,2	49,9	62,9	59,2	64,9	78,2
CaR 99%	-	-	-	-	-	67,8	71,5	87,0

Poznámka: V roce 2011 se jedná o odhad skutečných úrokových nákladů ke konci roku a v roce 2012 o rozpočtované čisté úrokové náklady předložené vládou v rámci návrhu zákona o státního rozpočtu ke schválení do Poslanecké sněmovny Parlamentu ČR. CaR 99% byl poprvé aplikován v roce 2011.
Zdroj: MF

V roce 2011 se očekávají skutečné čisté úrokové náklady státního dluhu cca 45,9 mld. Kč. Očekávané čisté úrokové náklady v roce 2011 predikované modelem se nacházejí na úrovni 49,1. Skutečné čisté úrokové náklady tak zůstanou i v roce 2011 pod hranicí CaR 95% i CaR 99%, které byly stanoveny na 59,2 mld. Kč, respektive na 67,8 mld. Kč. Primární cíl modelu byl tedy splněn. Skutečné náklady odhadl model o cca 3 mld. Kč vyšší. Důvodem pro tuto diferenci byl pokles celé výnosové křivky, kterého jsme byli svědky především v druhém a třetím čtvrtletí roku 2011. Ministerstvo v tomto období obdrželo vyšší než očekávané aukční prémie znovu otevíraných emisí. Hodnoty všech tržních sazeb i skutečných nákladů však setrvaly v celém roce 2011 v předpovědním intervalu.

Pro rok 2012 Ministerstvo zavádí poprvé v historii **dvouletý simulační horizont**, což je výrazný pokrok v řízení úrokového rizika i vzhledem k návaznosti na predikci úrokových příjmů a výdajů kapitoly státní dluh jakožto součásti státního rozpočtu. Simulace čistých úrokových nákladů státního dluhu byla provedena za použití totožného úrokového modelu, který se osvědčil při odhadu nákladů státního dluhu

v roce 2011 a který Ministerstvo vyhodnotilo jako nejkvalitnější z testovaných úrokových modelů. Úrokový model použitý ke konstrukci ukazatele CaR pro rok 2012 je založen na modelování celé výnosové křivky. Další velmi důležitou vlastností modelu je nepodhodnocený odhad volatility dlouhého konce křivky. Model je poprvé definován a aplikován v Yacine-Ait Sahalia: Testing Continuous Time Models of the Spot Interest Rate, The Review of Financial Studies, 9, 2, 385-426, 1996. Model je charakteristický vlastností "mean reversion", tj. konverencí očekávaných sazeb ke své rovnovážné hodnotě a je Ministerstvem modifikován tak, aby vyhovoval specifikům českého trhu. Parametry modelu jsou odhadovány z historických denních pozorování české výnosové křivky počínaje 25.8.2000. Pro každou z požadovaných splatností je provedeno 10 000 denních simulací úrokové sazby pro horizont 15.11.2011 až 31.12.2013.

Ministerstvo od roku 2012 plně přechází při stanovení maximálních nákladů státního dluhu z ukazatele CaR 95% na ukazatel **CaR 99%**, který byl poprvé využit při odhadu nákladů státního dluhu v roce 2011. Důvodem pro tuto změnu je nejenom současný vývoj v eurozóně a z něho pramenící

zvýšená nejistota na finančních trzích ale i soulad s praxí řízení rizik ve vyspělých finančních institucích. Ukazatel CaR 95% bude dále konstruován, ale nebude již používán k řízení úrokových rizik státního dluhu.

V roce 2012 činí modelem generované očekávané čisté úrokové náklady státního dluhu **56,4 mld. Kč**. Náklady v riziku, tj. CaR 99% činí **71,5 mld. Kč** (CaR 95% 64,9 mld. Kč). Skutečné čisté úrokové náklady tak nebudou v roce 2012 vyšší s 99%

pravděpodobností o více než 15,1 mld. Kč oproti očekávaným nákladům (s 95% pravděpodobností o 8,5 mld. Kč). Rozpočtované čisté úrokové náklady státního dluhu na rok 2012 činí **72,1 mld. Kč** a korespondují tak s úrovní ukazatele CaR 99%. Následující tabulka detailně zobrazuje vývoj kumulovaných očekávaných čistých úrokových nákladů státního dluhu v roce 2012 vždy ke konci měsíce. Dále obsahuje příslušné kritické hodnoty CaR 95% a CaR 99%.

Tabulka 20: Vývoj kumulovaných čistých úrokových nákladů v roce 2012 (mld. Kč)

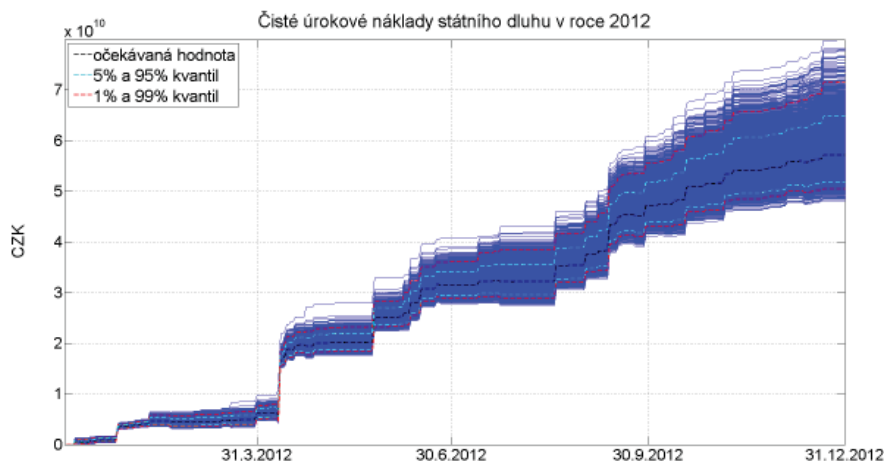
Měsíce roku 2012	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.
Očekávané náklady	3,6	4,2	5,9	19,8	24,8	31,1	31,7	40,0	46,6	50,8	54,0	56,4
Absolutní CaR 95%	4,0	5,1	7,1	21,7	26,9	34,1	35,6	41,0	51,7	57,3	61,3	64,9
Absolutní CaR 99%	4,2	5,6	7,7	22,9	28,2	36,1	38,4	44,0	55,5	62,0	66,5	71,5

Zdroj: MF

Grafická prezentace simulací kumulovaných čistých úrokových nákladů státního dluhu v roce 2012 počítaných na denní bázi je zobrazena na následujícím obrázku. Obrázek dále zobrazuje očekávané hodnoty nákladů a příslušné 5%, 1% a 99% kvantily simulovaných hodnot.

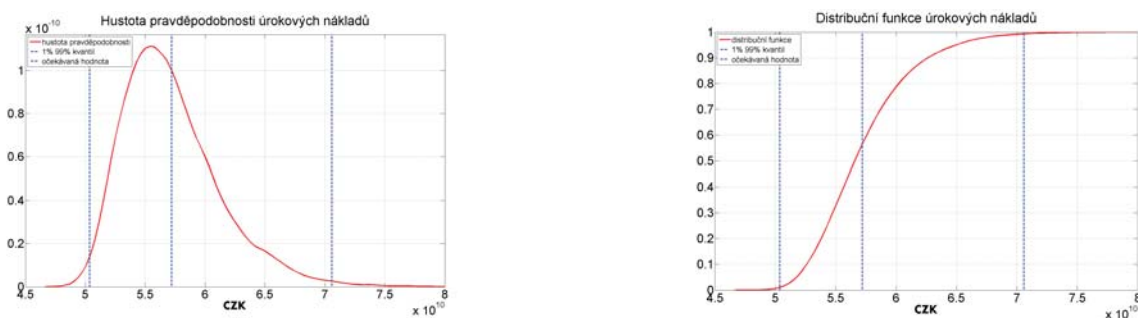
Pravděpodobnostní rozdělení úrokových nákladů státního dluhu ke konci roku 2012 popsané pomocí hustoty pravděpodobnosti a distribuční funkce nákladů, stejně jako simulace sazeb 3-měsíční PRIBOR a 10-letý SWAP na rok 2012 a 2013, zobrazují následující obrázky.

Obrázek 27: Simulace čistých úrokových nákladů státního dluhu v průběhu roku 2012



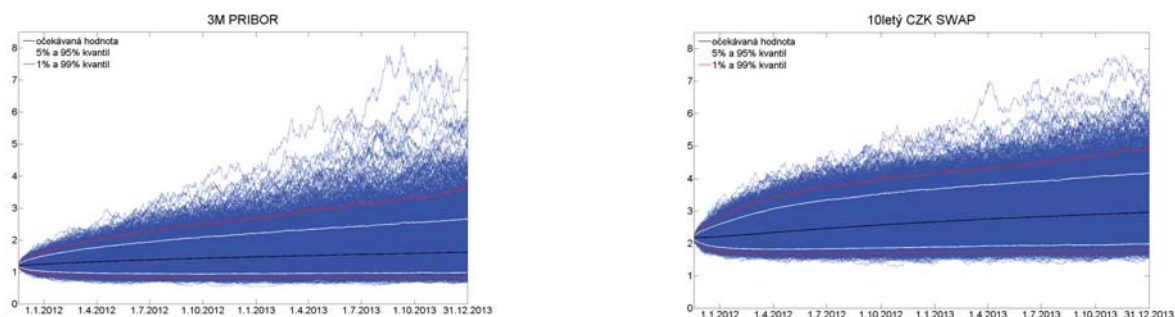
Zdroj: MF

Obrázek 28: Pravděpodobnostní rozdělení čistých úrokových nákladů ke konci roku 2012



Zdroj: MF

Obrázek 29: Denní simulace vývoje korunových úrokových sazeb v roce 2012 a 2013



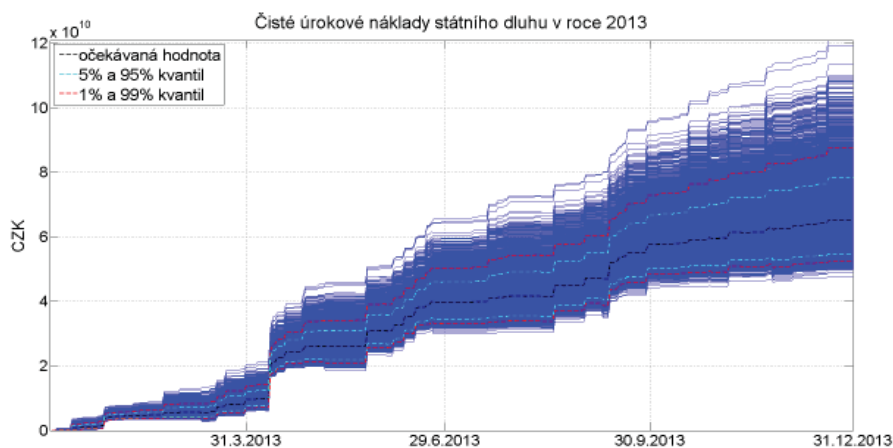
Zdroj: MF

V rámci dvouletého simulačního horizontu Ministerstvo zároveň konstruuje ukazatele CaR i pro rok 2013. V roce 2013 činí CaR 99%, tj. náklady v riziku, **87,0 mld. Kč**. CaR 95% pro rok 2013 leží na úrovni 78,2 mld. Kč. Skutečně dosažené čisté úrokové náklady v roce 2013 by tak neměly překročit tuto hranici s 99% pravděpodobností. Rozpočtované čisté úrokové náklady na rok 2013 činí **86,8 mld. Kč** a pohybují se o 0,9 mld. Kč pod ukazatelem CaR 99%. Očekávané čisté úrokové náklady státního dluhu v roce 2013 jsou predikovány modelem na 64,4 mld. Rozdíl mezi CaR 99% a očekávanými

náklady je v roce 2013 větší než stejný rozdíl v roce 2012. Důvodem je vyšší nejistota u delšího horizontu predikce, která zvyšuje volatilitu sazeb.

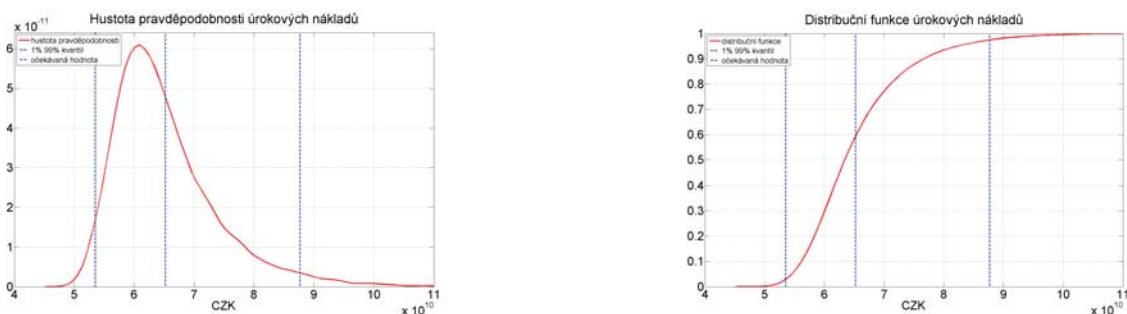
Následující obrázky zobrazují simulace kumulovaných čistých úrokových nákladů státního dluhu v roce 2013 počítaných na denní bázi spolu s příslušnými 5% a 95%, 1% a 99% kvantily a očekávanou hodnotou, a pravděpodobnostní rozdělení čistých úrokových nákladů státního dluhu ke konci roku 2013.

Obrázek 30: Simulace čistých úrokových nákladů státního dluhu v průběhu roku 2013



Zdroj: MF

Obrázek 31: Pravděpodobnostní rozdělení čistých úrokových nákladů ke konci roku 2013



Zdroj: MF

Měnové riziko

Měnové riziko je dalším tržním rizikem, kterému je vystaveno portfolio státního dluhu. Počínaje rokem 2011 Ministerstvo toto riziko aktivně řídí. Klíčovým ukazatelem zavedeným v této souvislosti je **podíl cizoměnového dluhu** na celkovém státním dluhu, pro který byla na rok 2011 stanovena strategická limitní hranice ve výši **15 % + 2 procentní body**.

Pro rok 2012 ponechává Ministerstvo tuto hranici v nezměněné výši na úrovni 15% + 2 procentní body a zůstává tak souladu s dlouhodobější strategií. Opět platí, že dlouhodobé překročení 15% hranice není možné. Podíl cizoměnového dluhu na celkovém

státním dluhu však může krátkodobě nabýt až úrovně 17 %. Tato hranice však slouží pouze ke krátkodobému překlenutí nenadálé depreciace domácí měny. Očekávaný podíl cizoměnového dluhu na celkovém státním dluhu nabývá ke konci roku 2011 hodnoty 8,9 % a nachází se tak pod limitní hranicí. Pokles ukazatele oproti konci roku 2010 je zapříčiněn neuskutečněním žádné zahraniční emise státních dluhopisů v roce 2011 vyjma doprodeje variabilně úročeného dluhopisu denominovaného v euru z vlastního portfolia Ministerstva ve výši 37,5 mil. EUR.

Tabulka 21: Měnová expozice státního dluhu v € vůči celkové měnové expozici 2005 až 2011

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E
Cizoměnový dluh celkem (%)	0,1	0,7	0,6	4,6	8,6	10,4	8,9
Podíl € na cizoměnovém dluhu (%)	79,5	5,9	6,2	5,7	84,3	87,9	86,7

Zdroj: MF

Ministerstvo dále sleduje podíl měnové expozice státního dluhu denominovaného v měně euro vůči celkové měnové expozici. Euro se v roce 2009 stalo dominantní měnou v celkové měnové expozici. Tento trend je patrný také v roce 2011, kdy očekávaný

podíl měnové expozice denominované v měně euro vůči celkové měnové expozici dosáhne ke konci roku 86,7 %. V dlouhodobém horizontu nepředpokládá Ministerstvo výraznou změnu přeskupení poměrů měn v měnové expozici státního dluhu.

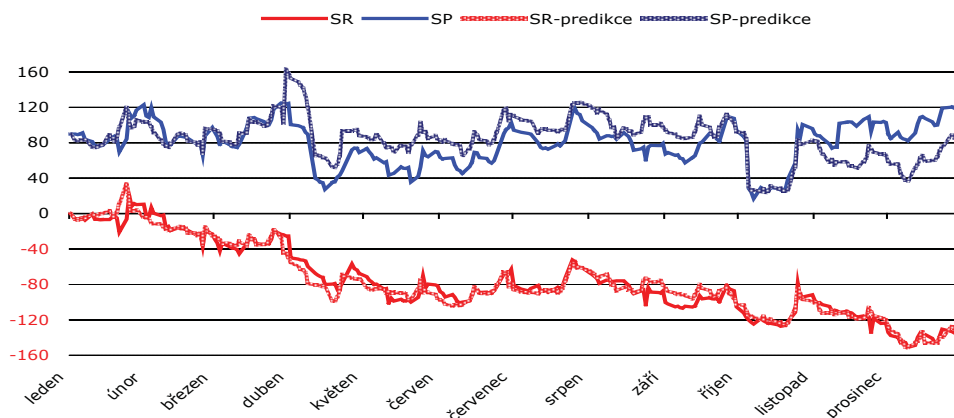
Riziko likvidity státní pokladny

Vývoj salda státní pokladny je ovlivněn všemi jejími složkami, největší nejistota je však spojena s vývojem salda státního rozpočtu a úspěšností realizace emisní činnosti pro krytí schodku státního rozpočtu a splátek státního dluhu. Podkladem pro efektivní řízení likvidity státní pokladny a základním nástrojem řízení rizika zablokování hladké realizace rozpočtové politiky vlády jsou predikce všech složek státní pokladny včetně salda státního rozpočtu a dluhové rezervy.

Srovnání predikce vývoje salda státní pokladny a salda státního rozpočtu z listopadu minulého

roku se skutečností včetně predikce do konce letošního roku znázorňuje následující obrázek. Rozdíl predikce a skutečnosti ve vývoji salda státní pokladny začátkem dubna byl způsoben zejména neuskutečněním předpokládané zahraniční emise dluhopisů v dubnu letošního roku. Další rozdíl predikce a skutečnosti začátkem listopadu byl způsoben navýšením dluhové rezervy v průběhu roku oproti původně plánovanému poklesu z důvodů stabilizace a posílení likviditní pozice státu v období zvýšené nejistoty na finančních trzích ve druhé polovině roku.

Obrázek 32: Vývoj salda státního rozpočtu a státní pokladny v roce 2011 (mld. Kč)

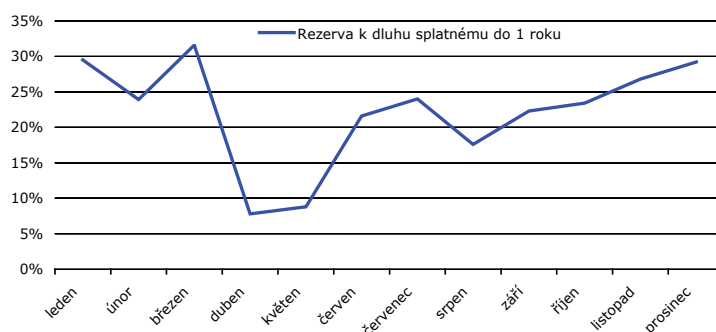


Zdroj: MF

Vývoj dluhové rezervy v jednotlivých měsících letošního roku a jejího poměru ke krátkodobému dluhu splatnému do 1 roku znázorňuje následující obrázek. Dluhová rezerva se pohybuje v pásmu 5 až 30 % krátkodobého dluhu, přičemž největší výkyv v dubnu byl způsoben především splátkou

benchmarkového domácího dluhopisu a odložením realizace původně plánované zahraniční emise. Ke konci roku dochází ke kumulaci dluhové rezervy, která bude využita k financování státního dluhu v prvních měsících roku 2012.

Obrázek 33: Vývoj dluhové rezervy v poměru ke krátkodobému dluhu v roce 2011 (mld. Kč)

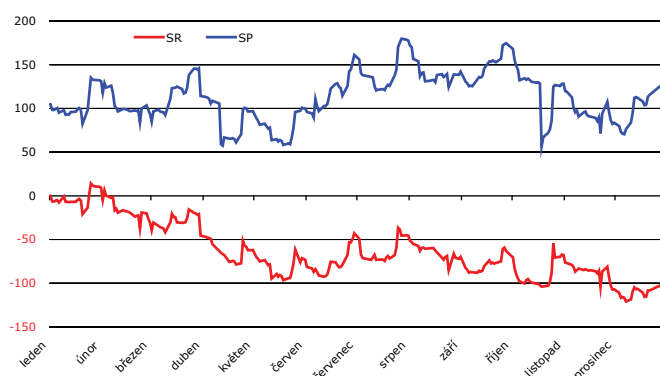


Zdroj: MF

Na základě současně dostupných dat byla vytvořena predikce vývoje salda státní pokladny a salda

státního rozpočtu 2012.

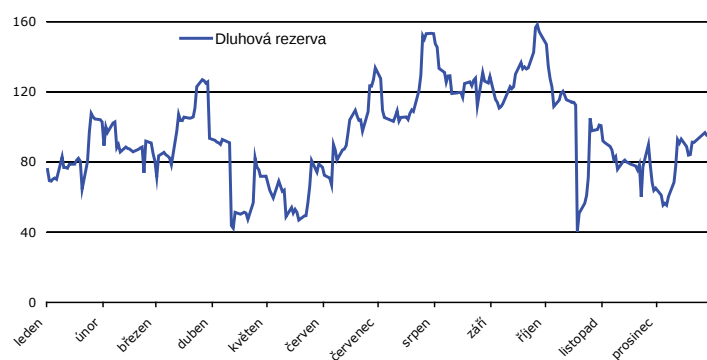
Obrázek 34: Denní predikce salda státní pokladny a státního rozpočtu pro rok 2012 (mld. Kč)



Zdroj: MF

Objem finančních prostředků pro denní financování vývoje dluhové rezervy v pro rok 2012.
schodku státního rozpočtu znázorňuje predikce

Obrázek 35: Denní predikce vývoje dluhové rezervy pro rok 2012 (mld. Kč)



Zdroj: MF

5 - Primární a sekundární trh státních dluhopisů

Primární trh a systém primárních dealerů

Dne 1. října 2011 vstoupila v platnost Dohoda o plnění funkce primárního dealera státních cenných papírů České republiky (dále Dohoda), která mění formálně status přímých účastníků aukcí státních dluhopisů na primární dealery, jejichž práva a povinnosti pak dále specifikuje. V souladu s nejlepší mezinárodní praxí tak došlo k implementaci standardizovaného institucionálního a organizačního rámce pro spolupráci Ministerstva s finančními institucemi při financování státu a řízení státního dluhu. Pouze primární dealer, jenž uzavřel tuto Dohodu s Ministerstvem, má právo se od 1. ledna 2012 účastnit aukcí v souladu s Pravidly pro primární prodej státních dluhopisů organizovaný Českou národní bankou.

Povinností primárního dealera je nakoupit během jednoho roku nejméně 3 % z celkové jmenovité hodnoty státních dluhopisů prodaných v aukcích středně- a dlouhodobých státních dluhopisů (včetně nekonkurenčních částí aukcí). Další významnou povinností je rovněž být tvůrcem sekundárního trhu prostřednictvím určené elektronické obchodní platformy (DETS – Designated Electronic Trading System) s cílem dosáhnout vysoce likvidního sekundárního trhu státních dluhopisů. Pro rok 2012 a 2013 je touto platformou na základě rozhodnutí Výboru primárních dealerů MTS Czech Republic.

Primárnímu dealerovi náleží právo exklusivního přístupu do primárních aukcí státních dluhopisů a operací Ministerstva na sekundárním trhu jako jsou zpětné odkupy, výměny dluhopisů, přímé

sekundární prodeje, zápůjční facility nebo repo operace. Primární dealeři jsou také protistranami Ministerstva při realizaci zahraničních emisí, privátních umístění a jiných finančních operací. Primární dealeři mají také exklusivní právo účastnit se pravidelných setkání se zástupci Ministerstva, minimálně jednou za čtvrtletí, a podílet se mimo jiné na přípravě emisních kalendářů státních dluhopisů a navrhnout alternativní instrumenty financování výpůjční potřeby státu.

V návaznosti na implementaci obchodní platformy MTS Czech Republic a uzavření výše zmíněné Dohody byla vytvořena nová metodika hodnocení výkonnosti primárních dealerů a nahradila tak dřívější hodnocení přímých účastníků na primárním a sekundárním trhu státních dluhopisů, jež vyhlásilo Ministerstvo dne 1. prosince 2005 v rámci Strategie na rok 2006 a dále formalizovalo prostřednictvím dokumentu Zásady spolupráce a hodnocení aktivity primárních dealerů českých státních dluhopisů. Vzhledem k neexistenci elektronické platformy pro sekundární trh záviselo hodnocení ve skupině B. na pravidelných hlášeních primárních dealerů o své aktivitě na sekundárním trhu. Ministerstvo přitom do letošního roku nedisponovalo žádnými nástroji, které by umožnily spolehlivé ověření zasílaných informací a například povinnosti tvůrce trhu, ukotvené v § 6, odst. (3), písm. d) pravidel pro primární prodej střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů, nebylo možné v praxi monitorovat a hodnotit vůbec.

Tabulka 22: Kritéria hodnocení primárních dealerů platná k 1.říjnu 2011

A. Primární trh	45 b	B. Sekundární trh	40 b	C. Kvalitativní kritéria	15b
A.1. Podíl na primárním trhu státních dluhopisů	25 b	B.1. Kotační činnost (plnění povinností tvůrce trhu) na DETS	10 b	C.1. Derivátové operace	5 b
A.2. Spolehlivost aukční poptávky	5 b	B.2. Kvalita kotační činnosti na DETS	10 b	C.2. Marketing a poradenství	10 b
A.3. Aukční cenová strategie	5 b	B.3. Objemy obchodované na DETS	10 b		
A.4. Pravidelnost účasti v aukcích	2,5 b	B.4. Operace Ministerstva financí na sekundárním trhu	10 b		
A.5. Podíl na primárním trhu státních pokladničních poukázek	7,5 b				

Zdroj: MF

Nová metodika hodnocení vychází za účelem dosažení celkového a objektivního vyhodnocení ze třech kategorií. Přiblížením vah pro skupinu A a B

zohledňuje posílení významu sekundárního trhu, které umožní ocenění aktivních tvůrců trhu v relaci k výkonnosti v primárních aukcích státních dluhopisů.

Maximální hodnocení každého primárního dealera může dosáhnout 100 bodů, přičemž toto skóre je počítáno na relativní bázi. Činnost primárních dealerů je takto hodnocena čtvrtletně vždy za uplynulá čtyři čtvrtletí. Aktuální hodnocení bude zveřejňováno poslední pracovní den v měsíci následujícím po konci daného čtvrtletí.

V rámci hodnocení aktivity na primárním trhu je sledován podíl daného primárního dealera na primárním trhu státních dluhopisů, tedy podíl akceptovaných nabídek v aukcích státních dluhopisů za hodnocené období. Poměrem akceptovaných nabídek k nákupu k celkovému objemu podaných nabídek k nákupu Ministerstvo sleduje ochotu investorů držet české 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 objemem v aukci státních dluhopisů. V další subkategorii je primární dealer hodnocen lépe, pokud je pravidelným účastníkem aukcí bez ohledu na hodnocené období. Maximální počet bodů v subkategorii A.5 obdrží primární dealer, který upíše nejvyšší podíl pokladničních poukázek prodaných Ministerstvem v daném období.

Kvantitativní kritéria skupiny B, která vychází

zejména z dostupných statistických a monitorovacích nástrojů platformy MTS Czech Republic, která byla vybrána jako DETS, se soustředí na kotační činnost, její kvalitu, zobchodované objemy a obchody s Ministerstvem. Hodnocení plnění povinností tvůrce trhu je dále předmětem subkapitoly sekundární trh. Kvalitou kotační činnosti se rozumí hodnocení průměrného kotovaného spreadu váženého časem a objemem, jež je dále zohledněno dobou do splatnosti daného dluhopisu. Obdobně se i u dalšího kritéria zobchodované objemy váží dobou do splatnosti dluhopisu. U kritéria B.4 je primární dealer hodnocen na základě podílu objemu jím uskutečněných obchodů (typu repo operace, buy/sell back operace, depo, přímé prodeje státních dluhopisů na sekundárním trhu nebo zpětné odkupy) k celkovému objemu uskutečněných obchodů za hodnocené období.

Kvalitativní kritéria se zaměřují na derivátové operace, marketing a poradenství. Primární dealeri jsou hodnoceni vzestupně v závislosti na jimi poskytnutých cenách různých derivátových instrumentů. Ministerstvo financí dále hodnotí kvalitu činnosti v oblasti poradenství, schopnosti spolupráce a sdílení informací, lidských a technických zdrojů vztahujících se k řízení rizik a optimalizaci dluhového portfolia.

Tabulka 23: Primární dealeři českých státních cenných papírů

Přímí účastníci aukcí státních dluhopisů k 31. 12. 2010	Primární dealeři státních cenných papírů k 1. 10. 2011
Barclays Bank Plc	Barclays Bank Plc
Citibank Europe Plc	Citibank Europe Plc
Česká spořitelna, a.s. / ERSTE Bank	Česká spořitelna, a.s. / ERSTE Bank
ČSOB	ČSOB
Deutsche Bank AG	Deutsche Bank AG
HSBC Bank Plc	Goldman Sachs International
ING Bank N. V.	HSBC Bank Plc
Komerční banka, a.s.	ING Bank N. V.
PPF banka, a.s.	J. P. Morgan Securities Ltd.
The Royal Bank of Scotland N. V.	Komerční banka, a.s.
UniCredit Bank Czech Republic, a.s.	PPF banka, a.s.
	The Royal Bank of Scotland N. V.
	UniCredit Bank Czech Republic, a.s.

Zdroj: MF

Na formalizaci systému primárních dealerů navazuje nezbytná úprava pravidel pro primární prodej střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů (SDD) a státních pokladničních poukázek organizovaný Českou národní bankou s účinností od 1. ledna 2012, kterou lze shrnout v následujících okruzích:

- (1) Možnost organizace až dvou aukcí dvou SDD v jeden aukční den
- (2) Změna podmínek konkurenční části aukce SDD
 - a. Změna nastavení maximálního objemu poptávaných SDD jedním primárním dealerem, kdy aukční limit 50 % bude použit pouze pro první tři tranše dané emise SDD
 - b. Možnost stanovení nabízeného objemu pásmem
- (3) Změna podmínek přístupu do nekonkurenční

části aukce SDD

a. Zohlednění účasti v konkurenčních částech předchozích aukcí

b. Zohlednění aktivity na sekundárním trhu DETS

c. Prodloužení období pro podávání objednávek až do 12:00 hodin následujícího dne.

Pravidla pro primární prodej střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů organizovaný

Českou národní bankou a Pravidla pro primární prodej státních pokladničních poukázek organizovaný Českou národní bankou budou sjednocena do jednoho souboru **Pravidel pro primární prodej státních dluhopisů organizovaný Českou národní bankou** (dále Pravidla). Rovněž dojde ke sjednocení používaných pojmů a jak Dohoda, tak Pravidla budou používat jednotný pojem „primární dealer“.

Sekundární trh a MTS

Efektivní a transparentní domácí trh státních dluhopisů je nutnou podmínkou pro realizaci emisní činnosti státu a pro zajištění hladkého a nákladově efektivního financování v dlouhodobém horizontu. Vzhledem ke skutečnosti, že nejméně 80 % státního dluhu je obvykle financováno na domácím trhu, je transparentní tvorba cen dluhopisů na sekundárním trhu korunových státních dluhopisů zároveň významným faktorem, který určuje výši úrokových nákladů na dluhovou službu.

Ve shodě se strategickým cílem pro rok 2011 byla ke dni 1. července 2011 technicky zprovozněna a vstoupila v platnost tržní pravidla národní elektronické platformy **MTS Czech Republic** pro sekundární trh korunových státních dluhopisů. Splnění tohoto cíle umožnilo také rozšířit okruh primárních dealerů o nové zahraniční tvůrce domácího trhu. Pilotní provoz této platformy byl zahájen dne 11. července 2011 na období do 30. září 2011 a počínaje čtvrtým čtvrtletím 2011 byl zahájen ostrý provoz spočívající v plnění kotečních povinností v souvislosti s podpisem Dohody.

Nejefektivnější variantou z hlediska nákladů a doby implementace se ukázalo založení samostatné české tržní dluhopisové divize v rámci centrální londýnské EuroMTS Ltd., která poskytuje potřebnou infrastrukturu. Česká republika se tak stala 14. zemí Evropské unie, která pod patronací národních dluhových manažerů implementovala technologickou platformu MTS, již se účastní všechny významné globální a evropské finanční instituce. Technické a organizační řešení implementace MTS v České republice je výsledkem dohody mezi Ministerstvem, Českou národní bankou a dřívějšími

přímými účastníky primárních aukcí státních dluhopisů, resp. současnými primárními dealery – tvůrci trhu. Platforma MTS zároveň umožňuje nezpochybnitelné monitorování chování tržních účastníků a dodržování stanovených pravidel v reálném čase jako podklad pro následné hodnocení jejich výkonnosti a bonifikaci.

Účast v systému MTS Czech Republic a aktivní tvorba sekundárního trhu dle definovaných pravidel je nyní jednou z hlavních podmínek pro zařazení do skupiny primárních dealerů, kteří vykonávají roli **tvůrců trhu**. V roce 2011 byla zaměřena pozornost na implementaci systému a plné zapojení primárních dealerů – tvůrců trhu. Do budoucna nelze vyloučit účast **uživatelů trhu**, tj. účast na obchodování na sekundárním trhu MTS v roli příjemce cen dluhopisů, pro subjekty mimo skupinu primárních dealerů.

Česká divize MTS je řízena zástupci Ministerstva a České národní banky společně se zástupci primárních dealerů prostřednictvím **řídícího výboru MTS Czech Republic** v souladu s platnými tržními pravidly. Hlavním úkolem tohoto výboru je implementovat a nadále aktualizovat tržní pravidla a monitorovat jejich dodržování ze strany tržních účastníků. Implementace vyžadovala významnou redefinici podmínek účasti v obchodním systému, stanovení práv a povinností primárních dealerů a Ministerstva, nastavení kotečních povinností tvůrců trhu, následný monitoring tržní aktivity a jeho hodnocení. S tím také souvisí obnovení statusu tzv. benchmarkových emisí českých státních dluhopisů, které jsou nově od 1. října 2011 předmětem většinového hlasování v rámci Výboru MTS Czech Republic.

Tabulka 24: Benchmarkové dluhopisy povinně kotované na trhu MTS Czech Republic

Číslo emise	Název emise	ISIN	kupon	Datum splatnosti
59. emise	ČR, 2,80 %,13	CZ0001002729	2,80 %	16.09.2013
62. emise	ČR, 2,75 %,14	CZ0001002869	2,75 %	31.03.2014
60. emise	ČR, 3,40 %,15	CZ0001002737	3,40 %	01.09.2015
55. emise	ČR, VAR %,16	CZ0001002331	PRIBOR 6m	27.10.2016
51. emise	ČR, 4,00 %,17	CZ0001001903	4,00 %	11.04.2017
56. emise	ČR, 5,00 %,19	CZ0001002471	5,00 %	04.11.2019
61. emise	ČR, 3,85 %,21	CZ0001002851	3,75 %	29.09.2021
58. emise	ČR, 5,70 %,24	CZ0001002547	5,70 %	25.05.2024

Zdroj: MF

Primární dealer, který splňuje povinnosti tvůrce sekundárního trhu, kotuje bid a offer ceny u všech povinně kotovaných dluhopisů v **minimálním kotovaném objemu**, jež se různí dle doby do splatnosti a **minimálně 5 hodin** během jednoho obchodního dne. Kotované ceny se však musí nacházet v rámci **konkurenčního spreadu**, který se stanovuje na denní bázi u každého povinně

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

Tabulka 25: Splatnostní koše dle minimálního kotovaného objemu na trhu MTS CR

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

Zdroj: MF

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

$$MAS = \frac{\sum_{i=1}^B (S \times t)}{\sum_{i=1}^B t} \quad \left[t \leq \frac{5}{24} \right]$$

Tržní konkurenční spread (Market Competitive Spread – MCS) daného povinně kotovaného dluhopisu se počítá jako násobek průměrného tržního spreadu. Stanovení koeficientu k probíhá průběžně ve spolupráci s primárními dealery. Vzhledem k počáteční fázi provozu elektronické obchodní platformy hodnota koeficientu k v současné době činí 1,5 a skýtá tak jistý potenciál pro regulaci obchodovaných spreadů v budoucnu.

$$MCS = k \times MAS$$

Pro daný povinně kotovaný dluhopis se plnění kótační povinnosti (Compliance Ratio – CR) pohybuje v intervalu mezi 0 a 1 (resp. 0 až 100

%) v závislosti na počtu kotovaných hodin během daného obchodního dne, kdy daný primární dealer kotuje ceny daného povinně kotovaného dluhopisu v rámci tržního konkurenčního spreadu u daného povinně kotovaného dluhopisu a v minimálním kotovaném objemu:

$$CR = \sum \left[IF \left(S \leq MCS ; \frac{t}{\frac{5}{24}} ; 0 \right) \right] \quad \left[t \leq \frac{5}{24} \right]$$

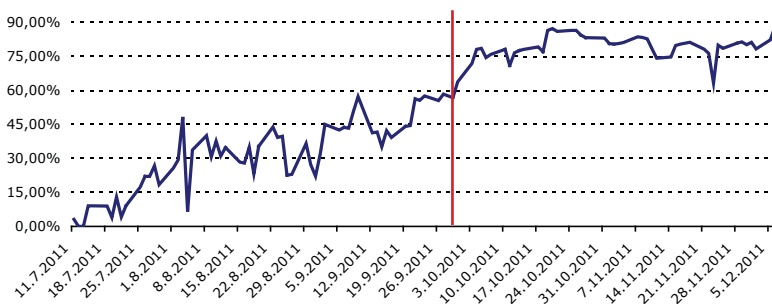
Denní plnění kótační povinnosti (Daily Compliance Ratio – DCR) se stanoví na základě plnění kótační povinnosti všech povinně kotovaných dluhopisů za daného primárního dealera a pro daný obchodní den. Obdobně měsíční plnění kótační povinnosti (Monthly Compliance Ratio – MCR) za daný měsíc se počítá jako průměr DCR za daného primárního dealera. Přičemž primární dealer splňuje kotovací povinnost pokud **MCR $\geq$ 0,9**. Tento klíčový parametr pro vyhodnocování povinností primárních dealerů dle Dohody byl odhlasován na prvním zasedání Výboru MTS Czech Republic dne 20. září 2011.

$$DCR = \frac{\sum_{o=1}^{BOND} CR}{BOND} \quad MCR = \frac{\sum_{d=1}^D DCR}{D}$$

Vzhledem k silné volatilitě dluhopisových trhů během druhé poloviny roku 2011 primární dealeri při plnění povinností tvůrců sekundárního trhu nedosahovali výsledků, které Ministerstvo očekávalo. Avšak za zmíněných nestabilních podmínek a vzhledem k pilotnímu provozu během třetího čtvrtletí se podařilo dosáhnout uspokojivého trendu ve vývoji kótačních povinností primárních dealerů. Počínaje 1. říjnem

2011, kdy začalo Ministerstvo plně monitorovat plnění kótačních povinností na základě Dohody, se ustálilo její plnění na úrovni kolem 80 %. Značná volatilita globálního finančního trhu v důsledku prohlubující se dluhové krize eurozóny přispěla k horším výsledkům během listopadu 2011, ale pozitivní trend nárůstu plnění kótačních povinností se počátkem prosince 2011 podařilo opět obnovit.

Obrázek 36: Průměrné denní plnění kótačních povinností (Daily Compliance Ratio)

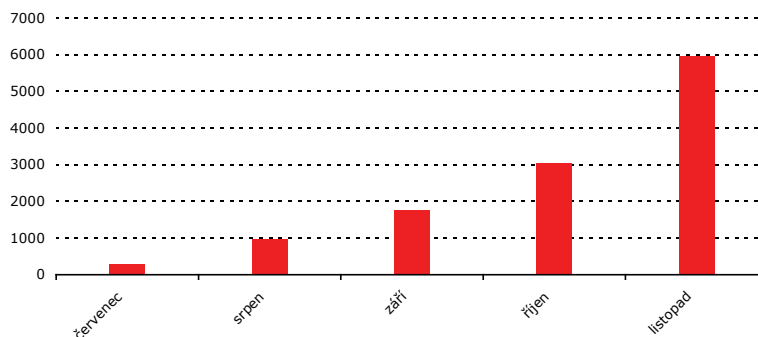


Zdroj: EuroMTS a MF

Rovněž, co se týče zobchodovaných objemů, je patrný růstový trend uzavřených obchodů, zvláště

po uplynutí pilotního provozu platformy MTS.

Obrázek 37: Objem obchodů primárních dealerů na MTS (mil. Kč)

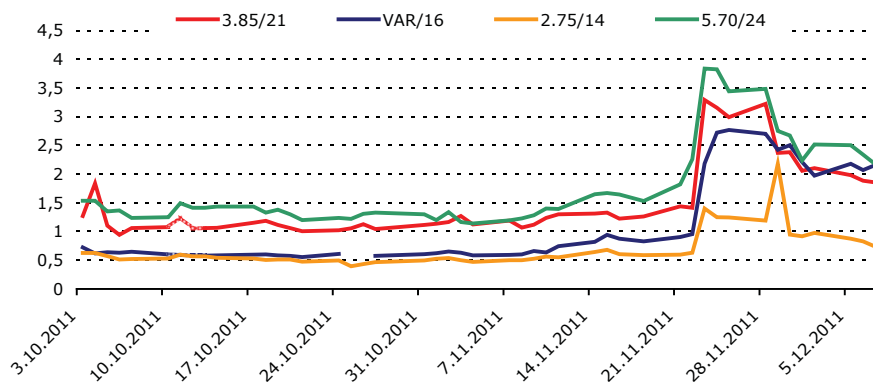


Zdroj: EuroMTS a MF

Rozpětí bid-offer spreadů ukazuje na poměrně stabilní úroveň, nicméně ve druhé polovině listopadu se situace dramaticky zhoršovala. Na vině byla především vzrůstající nejistota na evropském dluhopisovém trhu, která působí na rozkolísanost trhu a investoři tak intenzivně reagují na sebemenší impulsy na trhu. Měsíc prosinec však přinesl určité

zklidnění situace a bid-offer spready se začaly opět znatelně utahovat. Stabilizaci trhu prospěla i skutečnost, že povinně kotované bid-offer spready jsou postavené na relativní bázi vůči průměru na trhu. To umožnilo oproti pevně daným spreadům značnou míru flexibility a adaptace na měnící se tržní prostředí.

Obrázek 38: Rozpětí nákupní a prodejní ceny vybraných kotovaných dluhopisů na MTS CR



Zdroj: EuroMTS a MF

Strategie v ohledu k rozvoji sekundárního trhu prostřednictvím MTS se zejména soustředí na plnou funkčnost a ustálení běhu systému. Slibně vnímá Ministerstvo vývoj v plnění kotečních povinností ze strany primárních dealerů, kde se

bude snažit intervencemi napomoci vyšší likviditě. Zápůjční facility, zpětné odkupy a přímé prodeje budou v průběhu roku 2012 aktivně využívány nástroji Ministerstva při jeho přímém působení na sekundárním trhu.

Operace Ministerstva na sekundárním trhu

Plánem Ministerstva je po dokončení testovacích transakcí v prosinci 2011 v průběhu roku 2012 aktivně využívat dostupnou funkcionalitu „Treasury Operations“ platformy MTS Czech Republic k provádění zpětných odkupů státních dluhopisů a přímých prodejů státních dluhopisů z portfolia Ministerstva.

Tyto transakce mohou významně napomoci při řízení refinančního rizika a podpořit likviditu a efektivnost fungování sekundárního trhu. Například při vzniku značného převisu poptávky nad nabídkou u daného státního dluhopisu, je znovuvotevření dané emise prostřednictvím přímého prodeje na sekundárním mimořádně účinným nástrojem, který může vést k obnovení normálních tržních podmínek.

Provádění operací Ministerstva na sekundárním trhu je rovněž v souladu s Dohodou. Záměr Ministerstva byl oznámen na prvním jednání Výboru primárních dealerů konaném dne 29. listopadu 2011 a žádný účastník jednání proti záměru nevznnesl námitky.

Ministerstvo může tyto transakce provádět každou středu mezi 11 a 12 hodinou a 14 a 15 hodinou SEČ. Ministerstvo je rovněž oprávněno tyto transakce provádět v jiný pracovní den, pokud o takovém záměru informuje primární dealery nejpozději do 16 hodin SEČ v pracovní den předcházející dnu transakce. Ministerstvo nebude také provádět přímé prodeje konkrétního státního dluhopisu v týdnu, kdy se daný státní dluhopis prodává v aukci ani v týdnu předcházejícím či následujícím.

Zpětné odkupy i přímé prodeje na sekundárním trhu budou probíhat transparentním způsobem. Ministerstvo informuje všechny primární dealery o záměru uskutečnění transakce zpravidla jeden pracovní den před dnem, ve kterém má transakce proběhnout. Primárním dealerům bude oznámen:

- (1) typ transakce (zpětný odkup či přímý prodej),
- (2) státní dluhopis (poptávaný v rámci zpětného odkupu či nabízený k přímému prodeji),
- (3) maximální celkový objem transakce s jednotlivými státními dluhopisy,
- (4) čas, kdy budou přijímány nabídky primárních dealerů v systému,
- (5) datum vypořádání,
- (6) kontaktní osoba Ministerstva.

V čas, kdy budou přijímány nabídky primárních dealerů, mohou primární dealeri vkládat do systému cenu a objem zpětného odkupu či přímého prodeje. Ministerstvo poté v závislosti na ceně a objemu nabídku přijme či odmítne. Ministerstvo může přijmout nabídky více než jednoho, ale také žádného primárního dealera. Podávání nabídek přes systém je anonymní a Ministerstvo nebude před uskutečněním transakce disponovat informací, který primární dealer se podávání nabídek účastní stejně jako informací, jakou cenu a jaký objem

konkrétní primární dealer nabízí. Ministerstvo zveřejní výsledek transakcí (souhrnný objem uskutečněných transakcí v rámci jednoho zpětného odkupu či přímého prodeje a průměrnou cenu) na svých internetových stránkách ke dni vypořádání transakcí. Proces provádění transakcí tak bude zcela transparentní.

V závislosti na vybudování dostatečné zásoby státních dluhopisů ve vlastním portfoliu plánuje Ministerstvo v průběhu roku 2012 rovněž zahájení funkčnosti krátkodobé zápůjční facility státních dluhopisů pro primární dealery.

6 - Spořicí dluhopisový program

Pilotní emise spořicích státních dluhopisů v roce 2011

Ministerstvo vydalo dne 11. listopadu 2011 pilotní emisi spořicích státních dluhopisů určených tuzemským i zahraničním fyzickým osobám a neziskovým institucím. Primárním cílem Ministerstva bylo zmapovat zájem tohoto segmentu drobných investorů o uvedený instrument a otestovat možnosti technického a institucionálního nastavení distribučního kanálu prostřednictvím domácích bankovních institucí. Ministerstvo zahájilo v této souvislosti vedení samostatné evidence těchto státních dluhopisů prostřednictvím Centrálního depozitáře cenných papírů (dále CDCP) ke dni 1. 9. 2011, ke kterému nabyla účinnosti také první verze provozního řádu této evidence.

Podmínky prodeje a detaily nabízených spořicích státních dluhopisů byly zveřejněny dne 15. 9. 2011 s tím, že upisovací období bylo emisními podmínkami stanoveno na 3. 10. až 1. 11. 2011. Z důvodu velkého zájmu upisovatelů o dluhopisy byly však žádosti o úpis přijímány pouze v termínu do 7. 10. 2011. I přes výrazné zkrácení upisovacího období byly prodány dluhopisy v celkové jmenovité hodnotě 20,4 mld. Kč, tj. došlo k významnému překonání původního předpokladu ve Strategii na rok 2011, který pracoval s hodnotou do 10 mld. Kč.

Mimořádný zájem veřejnosti lze přičíst vysoké atraktivitě tohoto instrumentu, který představuje bezpečný a konzervativní způsob spoření, založený na garantovaném úrokovém výnosu a garanci splacení dlužné částky přímo ze strany České republiky.

Struktura státního dluhu České republiky je z hlediska držitelů charakteristická dlouhodobě relativně nízkým podílem domácností a neziskových institucí. Pilotní emise v roce 2011 přispěla k historickému překonání podílu 2 % těchto sektorů národního hospodářství na vlastnictví korunových státních dluhopisů.

Konečné parametry tří pilotních emisí spořicích státních dluhopisů korespondovaly s indikativními podmínkami, které Ministerstvo představilo veřejnosti dne 2. 12. 2010 ve Strategii na rok 2011, včetně nominální hodnoty 1 kusu, jehož výše byla stanovena na 1 Kč a umožnila tak nabídnout reinvestiční spořicí dluhopis, o který také v souladu s očekáváními Ministerstva projevil zájem největší počet investorů.

Tabulka 26: Pilotní emise spořicích státních dluhopisů v roce 2011

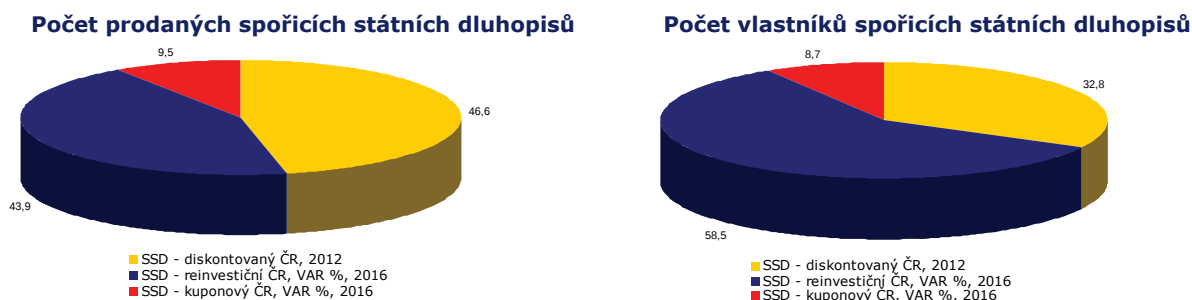
	Diskontovaný	Kuponový	Reinvestiční
Číslo emise	64.	65.	66.
Prodaný objem	9 519 641 831 Kč	1 942 090 085 Kč	8 966 798 933 Kč
Počet vlastníků	11 775	3 125	20 962
Datum splatnosti	12. 11. 2012	11. 11. 2016	11. 11. 2016
Emisní kurz	98 %	100 %	100 %
Typ úročení	diskont	rostoucí pevná sazba	rostoucí pevná sazba
Výplata úrokového výnosu	při splatnosti	1x ročně	při splatnosti
Možnost před-splacení	ANO bez nároku na výnos	ANO po 1 roce	ANO po 1 roce

Zdroj: MF

Ministerstvo zaznamenalo největší zájem ze strany upisovatelů o 1letý diskontovaný a 5letý reinvestiční dluhopis. Z hlediska počtu prodaných spořicích dluhopisů byl upsán největší objem 1letého diskontovaného dluhopisu ve výši 46,6 % následovaný 5letým reinvestičním dluhopisem ve výši 43,9 %. Nejnižší upsaný objem připadá na

5letý kuponový dluhopis ve výši 9,5 %. Největší počet osob investoval prostředky do 5letého reinvestičního dluhopisu, který se podílí z 58,5 % na celkovém počtu vlastníků následovaný 1letým diskontovaným dluhopisem s podílem 32,8 % a 5letým kuponovým dluhopisem s podílem 8,7 %.

Obrázek 39: Struktura spořicíh státních dluhopisů podle jednotlivých emisí (%)



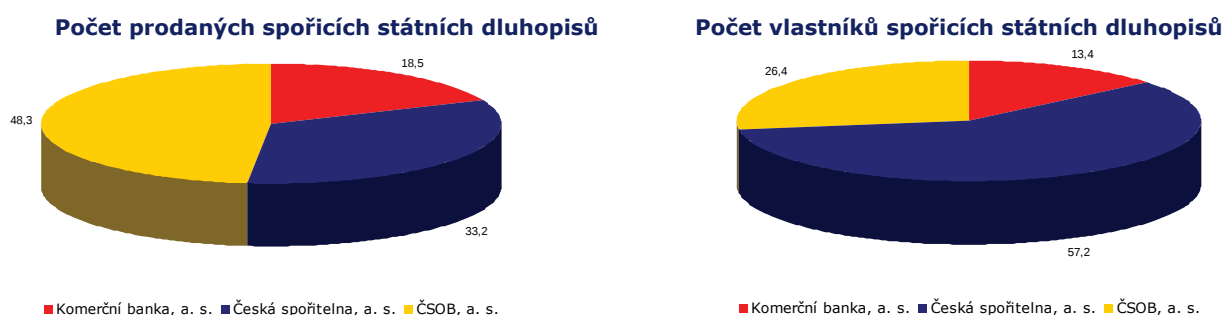
Zdroj: CDCP a MF

Úpis spořicíh státních dluhopisů byl investorům v pilotní emisi nabídnut na základě smlouvy o poskytování služeb distributora prostřednictvím tří nejvýznamnějších českých obchodních bank České spořitelny, a.s. (dále ČS), Československé obchodní banky, a.s. (dále ČSOB) a Komerční banky, a.s. (dále KB).

Největší počet upsaných dluhopisů připadá na

ČSOB, která zajistila distribuci 48,3 % počtu dluhopisů. Prostřednictvím ČS se prodalo 33,3 % a prostřednictvím KB 18,5 % celkového počtu upsaných dluhopisů. Nejvíce upisovatelů podalo a uhradilo objednávky prostřednictvím sítě poboček ČS, která tak prodala spořicí dluhopisy 57,3 % všech vlastníků. ČSOB zajistila distribuci 26,4 % a KB 16,4 % z celkového počtu vlastníků.

Obrázek 40: Struktura spořicíh státních dluhopisů podle jednotlivých distributorů (%)



Zdroj: CDCP a MF

Spořicí státní dluhopisy upsal 32 977 tuzemských fyzických osob v celkovém počtu 20,1 mld. ks, 68 zahraničních fyzických osob v celkovém počtu 0,04 mld. ks a 57 neziskových organizací v celkovém počtu 0,3 mld. ks. Cílem Ministerstva bylo nabídnout spořicí státní dluhopisy drobným investorům, kteří upřednostňují konzervativní způsoby investování. Minimální objednávka dluhopisů byla proto stanovena na 1 000 Kč. Uvedený záměr koresponduje také se skutečností, že věk více než poloviny vlastníků

dluhopisů se pohybuje v pásmu 51 až 70 let, což je skupina konzervativních investorů s negativním vztahem k riziku. Skutečnost, že pilotní emise oslovila primárně drobné investory, je potvrzena také závěry popisné statistiky, ze kterých plyne, že téměř 40 % vlastníků upsal dluhopisy v počtu od 1 000 do 100 000 kusů. Mediánový vlastník potom drží 200 000 kusů spořicíh státních dluhopisů České republiky.

Střednědobý spořicí dluhopisový program

Výsledkem pilotní emise spořicíh státních dluhopisů je vlastnictví více než 1 % českého státního dluhu českými občany ke konci roku 2011. Jedná se tedy jednoznačně o zdroj financování státu, jehož rozvoj a systematický provoz může přinést ve střednědobém výhledu významný stabilizující prvek řízení refinančního rizika státu, zmírnit nejistoty ohledně funkčnosti evropských finančních trhů a přinést žádoucí institucionální diverzifikaci

držitelů státního dluhu směrem k posílení domácího konzervativního investorského segmentu.

Cílem střednědobého spořicího dluhopisového programu je vymezit základní rámec pro emisní činnost Ministerstva v oblasti neobchodovatelných domácích státních dluhopisů ve výhledu do roku 2014 z hlediska typů nabízených dluhopisů, zajištění technického provozu a distribuční

infrastruktury. Vzhledem k nezbytnosti reagovat na poptávku a preference domácností a na rozkolísaný vývoj na dluhopisových trzích si Ministerstvo zároveň ponechává dostatečný prostor pro pružné přizpůsobování v této oblasti financování státu.

Kvantitativní rámec pro roční hrubou emisi spořicíh dluhopisů činí 20 až 40 mld. Kč.

Ministerstvo plánuje nabízet spořicí státní dluhopisy ve **dvou veřejných sériích** v průběhu kalendářního roku, tzv. jarní série a podzimní (vánoční) série.

Tabulka 27: Emisní strategie spořicíh státních dluhopisů na rok 2012

	Jarní série	Podzimní série
Zahájení upisovacího období	Květen	Listopad
Indikativní datum emise	Červen	Prosinec
Nabízená jmenovitá hodnota (mld. Kč)	10 až 20	10 až 20

Zdroj: MF

Dvě série ročně se předpokládají také v následujících letech za předpokladu zachování stávající distribuční infrastruktury. Zpružnění emisní činnosti spořicíh státních dluhopisů by bylo podmíněno významnějšími investicemi do informačních systémů na straně Ministerstva, což není v současnosti vzhledem k předpokládané přidané hodnotě plánováno a bude předmětem analýzy v průběhu roku 2012, který je prvním rokem plnohodnotného provozu v této oblasti.

Naplnění uvedeného kvantitativního rámce by mělo přispět k pokrytí minimálně 10 % roční hrubé výpůjční potřeby prostřednictvím tohoto zdroje financování. V případě trvajících zájmu drobných investorů by tak mohl podíl domácností a neziskových institucí na držení českého státního dluhu dosáhnout v roce 2014 hranice 5 %.

Emisní kalendáře spořicíh státních dluhopisů budou počínaje čtvrtým čtvrtletím roku 2012 nastaveny tak, aby datum emise vždy korespondovalo či následovalo po datu splatnosti předcházejících emisí tak, aby byla umožněna **reinvestice splácené jmenovité hodnoty** drženíh spořicíh dluhopisů do nových emisí.

Produktový rámec spořicíh dluhopisů bude postupně rozšiřován podle poptávky.

Pozitivní zkušenosti z pilotní emise potvrzené vysokou poptávkou a zájmem cílové skupiny investorů

ukazují, že hlavní parametry spořicíh státních dluhopisů v podobě jejich neobchodovatelnosti a omezené převoditelnosti nebyly pro poptávku omezující, ale investoři naopak ocenili nulové tržní riziko a garanci investované částky při využití možnosti předčasného splacení upsaných spořicíh dluhopisů.

Základní parametry neobchodovatelnosti a omezené převoditelnosti, garance možnosti předčasného splacení, stejně jako jmenovitá hodnota 1 kusu ve výši 1 Kč, minimální počet upisovaných dluhopisů 1 000 kusů a omezení u předčasného splacení na maximálně 500 000 kusů a 50 % vlastněných dluhopisů nad tento počet k jednomu datu předčasného splacení zůstanou součástí emisních podmínek spořicíh státních dluhopisů také v roce 2012.

Ministerstvo nabídne v roce 2012 opět všechny tři typy spořicíh státních dluhopisů známé z pilotní emise, včetně kuponového dluhopisu, který sice zaznamenal nejvyšší poptávku ve srovnání s diskontovaným a reinvestičním dluhopisem, ale její absolutní výše je přesto důvodem pro jeho ponechání v nabídce alespoň pro jarní sérii veřejných emisí. Při rozšiřování produktové nabídky se bude proto Ministerstvo zaměřovat především na alternativní metody stanovení úrokového výnosu a na rozšíření dostupných dob splatnosti spořicíh státních dluhopisů.

Tabulka 28: Základní alternativy nabídky spořicíh státních dluhopisů v roce 2012

	Diskontovaný	Kuponový	Reinvestiční
Série	Jarní / Podzimní	Jarní / Podzimní	Jarní / Podzimní
Doba splatnosti	1 až 2 roky	5 let	5 let
Typ úročení	diskont	rostoucí pevná sazba	rostoucí pevná sazba
Výplata úrokového výnosu	při splatnosti	1x ročně	při splatnosti
Možnost před-splacení	ANO bez nároku na výnos	ANO po 1 roce	ANO po 1 roce
Možnost reinvestice výnosu / jistiny	NE / ANO	NE / ANO	ANO / ANO
Nominální hodnota 1 ks	1 Kč	1 Kč	1 Kč

Zdroj: MF

Technicko-provozní a distribuční rámec bude respektovat principy pilotní emise.

Distributory pilotních emisí byly tři výše uvedené bankovní subjekty. Činnost těchto bank v upisovacím období byla zhodnocena a v polovině roku 2012 bude provedeno také hodnocení poskytování kvality dalších navazujících služeb distributora (změny údajů na majetkových účtech vedených v samostatné evidenci Ministerstva, pořizování mimořádných výpisů z majetkového účtu, zajištění předčasného splacení, převodů, přechodů atd.).

Pro rok 2012 zůstává zachován základní princip, že s případnými novými zájemci o distribuci bude uzavřena rámcová smlouva, na jejímž základě bude pro každou jednotlivou emisi spořicíh dluhopisů uzavřena dílčí smlouva. Z této skutečnosti rovněž nevyplyvá, že se vybraný subjekt bude podílet na distribuci všech budoucích emisí spořicíh státních dluhopisů.

Možnosti uzavření rámcové smlouvy pro budoucí emise spořicíh státních dluhopisů jsou tak otevřeny všem subjektům, které budou splňovat technické a ostatní požadavky a přistoupí na nákladové podmínky Ministerstva. Do budoucna je tedy zachováno otevřené konkurenční prostředí a možnosti dále proces distribuce rozvíjet a zefektivňovat na základě zkušeností z pilotní emise v letošním roce a z plnohodnotného provozu systému v roce 2012.

Dalším základním principem distribučního schématu je také zachování naprosté pružnosti, tzn. že upsáním spořicíh státních dluhopisů prostřednictvím konkrétního distributora není na

tohoto distributora investor vázán pro poskytování dalších služeb či úpis dalších emisí spořicíh státních dluhopisů. Služby související se správou spořicíh státních dluhopisů a majetkových účtů tak mohou budoucí vlastníci poptávat u všech stávajících a potenciálních budoucích distributorů. Tím zůstává do budoucna otevřena také možnost rozvoje další distribuční infrastruktury, zejména ve formě elektronických kanálů nebo zapojení nebankovních subjektů do projektu.

Okruh subjektů, které budou poskytovat služby distributora pro budoucí emise spořicíh státních dluhopisů tak není pevně stanoven a jakýkoli subjekt, který splní podmínky pro tuto činnost, může vstoupit do jednání s Ministerstvem. Hlavní podmínkou při současném technickém nastavení distribuce spořicíh státních dluhopisů je splnění technických podmínek CDCP, který Ministerstvu poskytuje technické služby při vedení samostatné evidence státních dluhopisů. Druhou podmínkou je nabídka konkurenceschopných cenových podmínek, o kterých budou dále zájemce o distribuci a Ministerstvo jednat.

Ministerstvo také zvažuje zavedení přímého kanálu distribuce, ve kterém by mezi Ministerstvem jako emitentem a upisovatelem nefiguroval žádný distribuční subjekt. Vhodným způsobem pro přímou distribuci je prodej prostřednictvím internetového portálu, prostřednictvím kterého by mohl vlastník získat i přehled o svém majetkovém účtu a obstarat základní služby. Vzhledem k nutné technické přípravě tohoto kanálu, na které bude Ministerstvo spolupracovat primárně s CDCP, lze s jeho využitím počítat nejdříve pro vydání podzimní série spořicíh státních dluhopisů v roce 2012.

Tato publikace byla připravena na základě informací dostupných k 9. 12. 2011. Ministerstvo si vyhrazuje právo během roku 2012 pružně reagovat pomocí svých nástrojů na skutečný vývoj hrubé výpůjční potřeby vlády. Plnění plánovaného programu financování a vyhlášených strategických cílů bude záviset na vývoji situace na domácím a zahraničním finančním trhu z pohledu minimalizace nákladů na obsluhu státního dluhu a řízení finančních rizik.

Tato publikace je dostupná také prostřednictvím internetu na:

www.mfcr.cz/statnidluh

www.sporicidluhopisycr.cz

Další informace

Ing. Petr Pavelek, Ph.D., ředitel Odboru

Odbor Řízení státního dluhu a finančního majetku

Letenská 15, 118 10 Praha 1 – Malá Strana

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