



# Strategie financování a řízení státního dluhu České republiky

# 2011



Ministr financí rozhodl dne 30.11.2010 o struktuře a způsobech financování hrubé výpůjční potřeby centrální vlády v rozpočtovém roce 2011 a ve výhledu do roku 2013 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.: 20/118624/2010).

Takto vymezený operační rámec v podobě předkládané Strategie financování a řízení státního dluhu (dále Strategie) na rok 2011 umožňuje pružné působení Ministerstva financí (dále Ministerstvo) 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 a fiskální politiky vlády.

Strategie vychází a je v souladu s Návrhem zákona o státním rozpočtu České republiky na rok 2011, Střednědobým výhledem státního rozpočtu České republiky na roky 2012 a 2013, Střednědobými výdajovými rámci na roky 2012 a 2013 a s aktuálním Fiskálním výhledem České republiky z října 2010.

Strategie je předkládána prostřednictvím Odboru řízení státního dluhu a finančního majetku (dále Odbor), který je zodpovědný za operace spojené s financováním státu, řízením likvidity státní pokladny a krátkodobým a dlouhodobým investováním volných peněžních prostředků státních finančních aktiv.

## Obsah

Shrnutí	3
1 – Ekonomický a fiskální výhled	4
2 – Výpůjční potřeba a státní dluh do roku 2013	7
3 – Náklady na obsluhu státního dluhu	12
4 – Program financování v roce 2011	16
5 – Řízení likvidity státní pokladny	23
6 – Řízení rizik a strategie portfolia	24
7 – Technické a institucionální cíle řízení dluhu	31
A – Rozvoj trhu státních dluhopisů prostřednictvím MTS	31
B – Spořicí státní dluhopisy pro drobné investory	34
C – Nová organizační struktura Odboru řízení státního dluhu	37
D – Finanční výzkum: benchmarková výnosová křivka	39

## Shrnutí

Strategie financování centrální vlády ve střednědobém výhledu zaměřuje pozornost na ty segmenty vládní finanční bilance, 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 bilance je **státní dluh**, který představuje více než 90 % celkové hrubé zadluženosti sektoru vládních institucí národního hospodářství a v roce 2010 přesáhne 36 % hrubého domácího produktu (HDP). Ve střednědobém výhledu dojde ke snížení tempa růstu státního dluhu směrem k 39 % HDP v roce 2013.

Koncipování Strategie v horizontu let 2011 až 2013 vychází z výhledu postupného ekonomického oživení, které započalo ve 3. čtvrtletí 2009, 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 3 % HDP do roku 2013 a dosáhnout vyrovnaných veřejných rozpočtů nejpozději v roce 2016 za předpokladu ekonomického růstu v daném období.

Plán fiskální konsolidace výrazně zlepšil výhled hospodaření státního rozpočtu a trajektorii hrubé výpůjční potřeby vlády v letech 2011 až 2013. Emisní činnost České republiky má tedy oproti původním očekáváním sestupnou tendenci, což přispívá k posílení důvěryhodnosti země v mezinárodním kontextu s pozitivním dopadem na úrokové náklady státního dluhu. To se společně s poklesem tržních úrokových sazeb projevilo již v roce 2010 významnou úsporou oproti rozpočtovaným čistým výdajům dluhové služby. Pozitivní hodnocení vládního reformního úsilí vlády České republiky se projevilo při emisi eurobondu v září tohoto roku, která se setkala s historicky nejvyšší poptávkou od zahraničních investorů a s kreditní přírážkou pod úrovní řady zemí eurozóny a zemí s vyšším stupněm ratingového hodnocení.

Hrubá výpůjční potřeba se na rok 2010 očekává na úrovni 251,6 mld. Kč, což je o 28,4 mld. Kč méně, než bylo plánováno ve Strategii na rok 2010. Plánovaná **hrubá výpůjční potřeba v roce 2011** bude činit **219,5 mld. Kč**, tj. o 86,2 mld. Kč méně než byl plán z předchozího roku, a v roce 2012 dosáhne 218,8 mld. Kč, tj. o 94,1 mld. Kč méně než bylo plánováno v roce 2009. V roce 2013 se očekává další pokles hrubé výpůjční potřeby na 207 mld. Kč.

Hrubá emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím i zahraničním trhu je v roce 2011 plánována na úrovni 184 mld. Kč, což vzhledem ke splátkám státních dluhopisů, včetně zpětných odkupů, ve výši 112,1 mld. Kč znamená **čistou emisi střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v roce 2011** ve výši **71,9 mld. Kč**.

Na domácím trhu budou znovu obnoveny emise variabilně úročených dluhopisů, přičemž bude znovu otevřena 55. emise VAR/2016 a vydána nová 63. emise VAR/2023 s referenční sazbou PRIBOR 12 měsíců, o kterou je v současnosti na domácím trhu zvýšený zájem. Co se týká fixně úročených dluhopisů, bude vydána jediná nová tříletá 62. emise se splatností v březnu 2014 a dále budou znovu otevřeny stávající 51. emise 4,00/2017, 61. emise 3,85/2021 a 58. emise 5,70/2024 s cílem podpořit jejich tržní likviditu směrem k ekvivalentu € 3 mld. Emisemi na zahraničním trhu bude pokryto maximálně 40 % hrubé výpůjční potřeby roku 2011, přičemž je plánována alespoň jedna benchmarková emise denominovaná v měně euro.

**Čistý nárůst peněžních instrumentů se v roce 2011** plánuje ve výši **20 až 40 mld. Kč**, což odráží úsilí Ministerstva o další redukci úrokových nákladů při respektování dlouhodobého cíle pro podíl státního dluhu splatného do jednoho roku, který nepřekročí 20 % státního dluhu.

Cílem Ministerstva je také v průběhu roku 2011 implementovat **systém prodeje spořicíh státních dluhopisů** určených domácnostem a neziskovým institucím a počínaje 1.7.2011 zahájit v České republice provoz panevropské **elektronické platformy MTS** pro obchodování na domácím sekundárním dluhopisovém trhu a nastavit novou efektivnější obchodní strukturu mezi Ministerstvem a primárními dealery českých státních dluhopisů.

# 1 – Ekonomický a fiskální výhled

Rok 2009 se nesl ve znamení globální finanční a hospodářské krize, která naplno propukla v září roku 2008 ve Spojených státech amerických a rychle se rozšířila do dalších částí světa včetně Evropy. Důsledků hospodářského útlumu nebyla kvůli citelnému propadu celosvětové poptávky ušetřena ani silně exportně orientovaná česká ekonomika. Navzdory robustnímu ekonomickému růstu po vstupu země do Evropské unie došlo v roce 2009 k propadu reálného růstu HDP ve stejném rozsahu jako v zemích eurozóny.

Počínaje 3. čtvrtletím 2009 dochází již k oživování ekonomické aktivity a v roce 2010 se očekává mírné zvýšení reálného HDP o 2,2 % a postupné zvyšování tempa jeho růstu k 3,8 % v roce 2013. Fiskální konsolidační program se odráží v reálném poklesu výdajů na konečnou spotřebu vlády, který je způsobem razantním poklesem výdajů na kolektivní spotřebu zejména v souvislosti s redukcí provozních výdajů rozpočtových kapitol. Reálný ekonomický růst tak bude generován růstem ostatních složek agregátní poptávky.

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

	2009	2010	2011	2012	2013
Reálný růst HDP (%)	-4,1	2,2	2,0	3,2	3,8
Reálný růst spotřeby vlády (%)	4,2	0,2	- 4,5	- 0,8	- 1,1
Průměrná míra inflace (%)	1,0	1,5	2,2	2,3	2,0
Míra nezaměstnanosti (%)	6,6	7,4	7,2	7,0	6,5
Podíl běžného účtu na HDP (%)	- 1,0	- 1,4	- 1,1	- 1,5	- 2,0
Směnný kurz CZK/EUR	26,4	25,3	24,2	23,5	22,8
Reálný růst HDP eurozóny EA12 (%)	- 4,1	1,6	1,5	2,0	2,3

Zdroj: MF ČR

Pokles HDP v roce 2009 se výrazně projevil ve zhoršeném hospodaření vládního sektoru, který zaznamenal schodek ve výši 210,3 mld. Kč, tj. 5,8 % HDP. Ve srovnání s předchozím rokem došlo k poklesu příjmů vládního sektoru o cca 1,8 % a k nárůstu výdajů o cca 5,2 %.

Pro rok 2010 se očekává schodkové hospodaření vládního sektoru ve výši 189,9 mld. Kč, tj. cca 5,1 % HDP, což je významný pokles o 28,1 mld. Kč oproti původně notifikovanému schodku 5,9 % HDP z dubna letošního roku a také nižší hodnota než stanovený cíl 5,3 %, ke kterému se zavázala ještě úřednická vláda. Nárůst příjmů vládního sektoru se v letošním roce oproti roku 2009 očekává o 2,9 % a nárůst výdajů pouze o 1,3 %.

K příznivějšímu než očekávanému a plánovanému hospodaření vládního sektoru v roce 2010 přispěla zejména aktivní úsporná opatření vlády, vyšší než původně očekávaný ekonomický růst a také významnou měrou pokles úrokových nákladů na obsluhu dluhu vládního sektoru o více než 6 % oproti roku 2009.

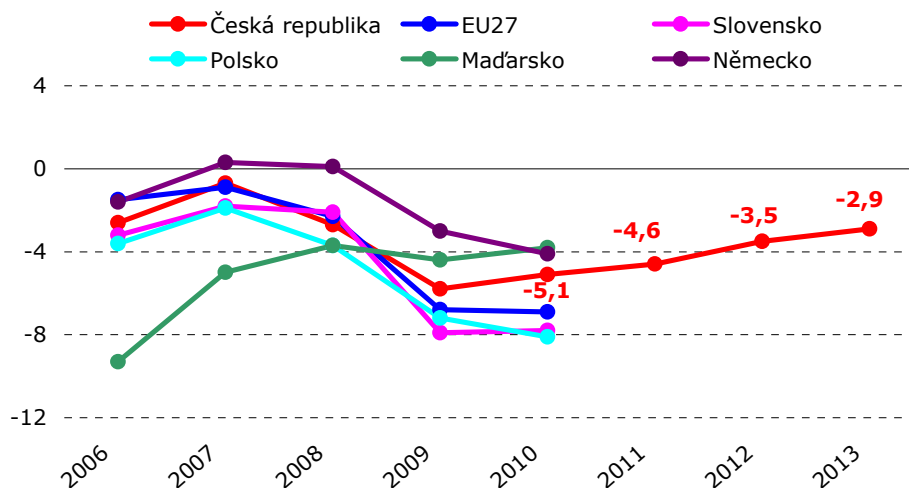
V červenci 2010 ustavená nová koaliční vláda přistoupila neprodleně k dalšímu programu úsporných opatření na straně příjmů i výdajů a připravila návrh státního rozpočtu na rok 2011 a střednědobý výhled státního rozpočtu pro roky 2012 a 2013 s cílem postupného snižování schodku hospodaření vládního sektoru na 4,6 % HDP v roce 2011, na 3,5 % v roce 2012 a na 2,9 % v roce 2013. Takto stanovená trajektorie znamená zpřísnění fiskálních cílů oproti Konvergenčnímu programu České republiky z ledna letošního roku. Dlouhodobým cílem vlády je dosažení vyrovnaného hospodaření sektoru vládních institucí v roce 2016.

**Konsolidační strategie vlády se zaměřuje na výdajovou stranu veřejných rozpočtů**, což se projevilo také snížením výdajového rámce pro státní rozpočet a státní mimorozpočtové fondy v metodice sestavování státního rozpočtu pro rok 2011 na 1 288,4 mld. Kč. Schválené výdajové rámce na roky 2012 a 2013 počítají s dalším poklesem výdajů státního rozpočtu a státních mimorozpočtových fondů na 1 146,9 mld. Kč, resp. na 1 171,0 mld. Kč. Tato redukce

výdajů již předpokládá koncepčnější strukturální reformy, které budou rozpracovány a představeny v průběhu roku 2011 a implementovány v letech 2012 a 2013.

Konsolidační opatření vlády pro rok 2011 by měla přispět ke snížení schodku hospodaření vládního sektoru v metodice ESA95 o 78,4 mld. Kč, přičemž 75 % opatření je realizováno na straně výdajů.

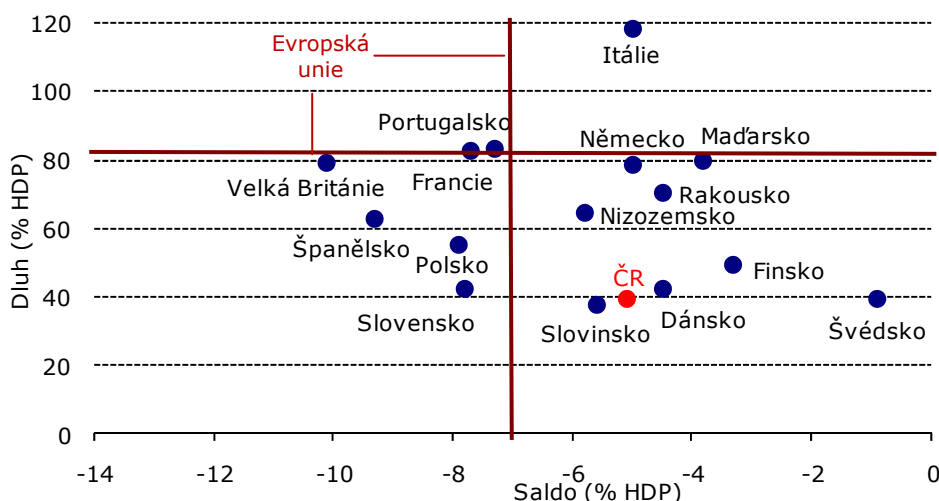
**Obrázek 1: Saldo hospodaření vládního sektoru ve vybraných zemích (% HDP, ESA95)**



Zdroj: Eurostat a MF ČR

Stav veřejných rozpočtů a dynamika zadluženosti by 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.

**Obrázek 2: Dluh a saldo hospodaření vládního sektoru v roce 2010 (% HDP, ESA95)**



Zdroj: Eurostat a MF ČR

Česká republika se tak nachází v mezinárodním srovnání v relativně příznivé pozici pro zahájení a implementaci úsporných vládních opatření a strukturálních reforem, což je oceňováno investory při hodnocení důvěryhodnosti české ekonomiky a pozitivně se odráží na udržitelném zajištění financování výpůjční potřeby vlády ve střednědobém výhledu při relativně únosných nákladových podmínkách.

V roce 2010 se v metodice ESA95 odhaduje dluh vládního sektoru České republiky na 39,1 % HDP, což je **41,5** procentního bodu pod průměrem Evropské unie a schodek hospodaření vládního sektoru ve výši 5,1 % HDP se nachází **1,8** procentního bodu pod průměrem Evropské unie.

Subsektor ústředních vládních institucí se podílí na celkovém výsledném saldu hospodaření vládního sektoru více jak z 80 %, 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.

Takto koncipovaný státní rozpočet je předkládán každoročně vládou ke schválení ve formě zákona do Poslanecké sněmovny, který určuje také financující položky schodku státního rozpočtu. V návaznosti na výsledky hospodaření vládního sektoru byl vykázan 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 se očekává konečný schodek mírně nižší zejména díky úspoře úrokových nákladů státního dluhu. Fiskální cíle stanovené současnou vládou pro hospodaření vládního sektoru se odráží v nezbytném snižování schodků státního rozpočtu v metodice peněžních toků v letech 2011 až 2013.

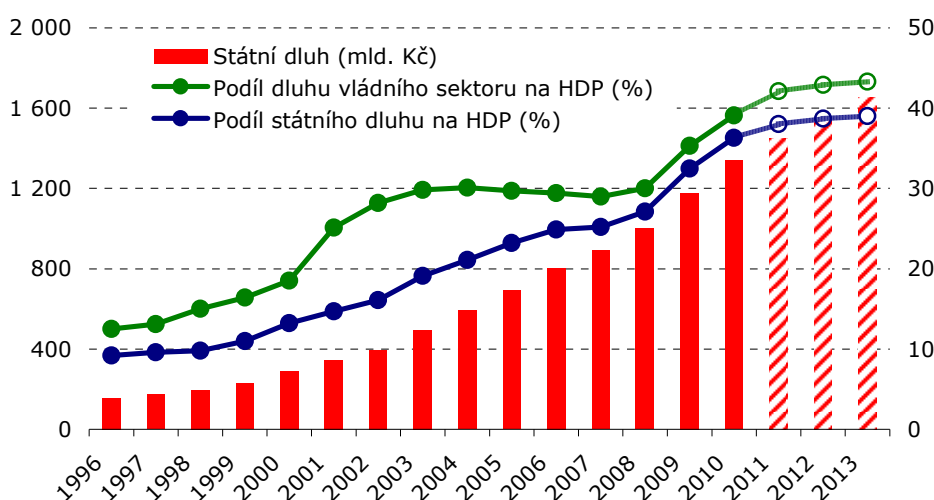
**Tabulka 2: Saldo hospodaření státního rozpočtu České republiky 2006 až 2013**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>mld. Kč</b>	- 97,6	- 66,4	- 20,0	-192,4	-155,6	- 135,0	-110,0	-100,0
<b>% HDP</b>	- 3,0	- 1,9	- 0,5	- 5,3	- 4,2	- 3,5	- 2,7	- 2,4

Zdroj: MF ČR

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 2013 dochází ke zmírnění absolutního nárůstu státního dluhu i dluhu vládního sektoru jako odraz konsolidačních opatření vlády a oživení ekonomické aktivity.

**Obrázek 3: Vývoj státního dluhu a dluhu vládního sektoru České republiky 1996 až 2013**



Zdroj: Český statistický úřad a MF ČR

Další části Strategie na rok 2011 již pracují výhradně s kategoriemi nekonsolidovaného státního dluhu a státního rozpočtu na principu peněžních toků, které jsou určující pro stanovení čisté a hrubé výpůjční potřeby vlády a pro následné koncipování finančního programu a emisní činnosti na domácím a zahraničním finančním trhu a pro měření a řízení finančních rizik.

## 2 – Výpůjční potřeba a státní dluh do roku 2013

### 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 3: Čistá výpůjční potřeba centrální vlády a změna státního dluhu**

mld. Kč (% HDP)	2009	2010		2011	2012	2013
	Skutečnost	Plán	Predikce		Plán	
<b>Hrubý státní dluh k 1. 1.</b>	<b>999,8</b>	<b>1 178,2</b>		<b>1 342,5</b>	<b>1 448,8</b>	<b>1 556,2</b>
Primární saldo státního rozpočtu, bez pře-půjčování	147,9	105,9	119,7	66,5	34,5	17,4
Čisté výdaje na obsluhu státního dluhu <sup>1</sup>	44,5	56,8	35,9	68,5	75,5	82,6
Mimorozpočtová výpůjční potřeba	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Čistá výpůjční potřeba bez vlivu operací aktiv</b>	<b>192,4</b>	<b>162,7</b>	<b>155,6</b>	<b>135,0</b>	<b>110,0</b>	<b>100,0</b>
Operace státních finančních aktiv <sup>2</sup>	5,4	3,2	2,8	2,1	2,4	2,3
Pře-půjčování (čistá změna) <sup>3</sup>	0,0	0,0	1,7	4,9	0,0	0,0
Rezerva financování (čistá změna) <sup>4</sup>	-19,6	20,0	7,4	-35,7	-5,0	-5,0
<b>Čistá výpůjční potřeba</b>	<b>178,2</b>	<b>185,9</b>	<b>167,5</b>	<b>106,3</b>	<b>107,4</b>	<b>97,3</b>
Přecenění státního dluhu <sup>5</sup>	0,2	0,0	-3,1	0,0	0,0	0,0
<b>Změna hrubého státního dluhu</b>	<b>178,4</b>	<b>185,9</b>	<b>164,4</b>	<b>106,3</b>	<b>107,4</b>	<b>97,3</b>
<b>Hrubý státní dluh k 31. 12.</b>	<b>1 178,2</b>	<b>1 364,1</b>	<b>1 342,5</b>	<b>1 448,8</b>	<b>1 556,2</b>	<b>1 653,5</b>
<b>Podíl na HDP (%)</b>	<b>(32,5)</b>	<b>(37,7)</b>	<b>(36,4)</b>	<b>(38,0)</b>	<b>(38,7)</b>	<b>(39,0)</b>

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

<sup>2</sup> saldo rozpočtové kapitoly 397 – Operace státních finančních aktiv.

<sup>3</sup> půjčování ostatním státům a subjektům se státní zárukou na jejich hlavní činnost.

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

<sup>5</sup> kursově rozdíly z přecenění dluhu denominovaného v cizích měnách a úmor státního dluhu z rozpočtové kapitoly 396.

Zdroj: MF ČR

V roce 2010 se očekává čistá výpůjční potřeba nižší o cca 18,4 mld. Kč, což je dáno zejména nižší než plánovou tvorbou rezervy financování o 12,6 mld. Kč a nižším než rozpočtovaným schodkem o cca 7,1 mld. Kč. K mírnému nárůstu výpůjční potřeby oproti plánu o 1,3 mld. Kč naopak dojde v důsledku operací na straně finančních aktiv, především poskytnutím mimorozpočtových půjček České exportní bance ve výši 1,7 mld. Kč.

Plán čisté výpůjční potřeby v horizontu let 2011 až 2013 je oproti původnímu plánu z 3.12.2009 významně nižší, což je dáno zejména nižšími rozpočtovanými schodky jako odraz procesu fiskální konsolidace v rámci vládního reformního programu a také plánovaným čerpáním kumulované rezervy peněžních prostředků z emisní činnosti z minulých let.

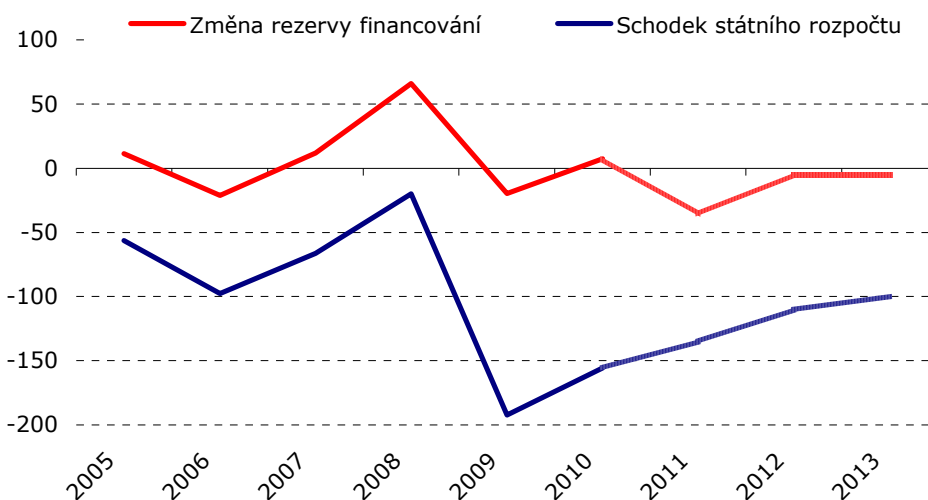
Pro rok 2011 je ve výpůjčním plánu zahrnuto také případné poskytnutí úvěrové linky v rámci bilaterální mezinárodní pomoci Lotyšsku do výše € 200 mil., tedy cca 4,9 mld. Kč. Ačkoliv není mechanismus této linky v současnosti technicky nastaven, jeho případná aktivace by vedla k nárůstu čisté výpůjční potřeby státu oproti nárůstu poskytnutých půjček na straně státních finančních aktiv. Vzhledem ke skutečnosti, že stále formálně trvá český vládní závazek vůči lotyšské vládě o poskytnutí této finanční pomoci, je tato půjčka ve výhledu uvedena.



Co se týká 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.

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.

**Obrázek 4: Tvorba a čerpání rezervy financování v letech 2005 až 2013 (mld. Kč)**



Zdroj: MF ČR

Úzce provázaný vývoj změny rezervy s hospodařením státního rozpočtu je logický, neboť při nižším než rozpočtovaném schodku je možné emisní činností vytvořit dodatečnou rezervu bez dopadů na plánovanou čistou výpůjční potřebu a naopak rezervu v případě vyšších schodků zapojit do financování. K historicky nejvyšší tvorbě rezervy tak došlo v roce 2008, kdy zapojením rezervních fondů do příjmů státního rozpočtu došlo k významnému snížení rozpočtového schodku. Zapojením kumulované rezervy bylo následně možné zajistit hladké financování státu v krizovém roce 2009.

Plán na postupné snižování kumulované rezervy do konce roku 2013 je v souladu s plánovanou realizací fiskálních reforem, které snižují nejistotu financování a řízení státního dluhu plynoucí z obtížné predikovatelnosti vývoje hospodaření státního rozpočtu. V letech 2011 až 2013 tak bude rozhodování o výši a čerpání rezervy záviset primárně na nejistotě plynoucí z vývoje na domácím a zahraničním finančním trhu a na důvěryhodnosti České republiky jako emitenta.

## 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.

Velikost ročních splátek státního dluhu (bez revolvingu peněžních instrumentů během roku) je plánována při emisní činnosti jako relativně vyrovnaná a vychází tak z obezřetného přístupu Ministerstva při řízení refinančního a likviditního rizika státu. V období 2011 až 2013 se výše této složky pohybuje na úrovni cca 110 mld. Kč ročně. Pokles hrubé výpůjční potřeby je tak ve střednědobém výhledu jednoznačně určen klesajícím trendem čisté výpůjční potřeby, který je odrazem plánovaných strukturálních reforem a stabilizace veřejné rozpočtové soustavy.

**Tabulka 4: Hrubá výpůjční potřeba a nástroje financování centrální vlády**

mld. Kč (% HDP)	2009	2010		2011	2012	2013
	Skutečnost	Plán	Predikce	Plán		
<b>Čistá výpůjční potřeba</b>	<b>178,2</b>	<b>185,9</b>	<b>167,5</b>	<b>106,3</b>	<b>107,4</b>	<b>97,3</b>
Splátky a odkupy státních dluhopisů splatných v daném roce	98,0	83,0	83,0	102,1	98,3	98,6
Splátky půjček Evropské investiční banky	0,8	1,1	1,1	1,1	3,1	1,1
Zpětné odkupy a výměny státních dluhopisů splatných v dalších letech <sup>1</sup>	2,0	10,0	0,0	10,0	10,0	10,0
<b>Hrubá výpůjční potřeba</b>	<b>279,0</b> <b>(7,7)</b>	<b>280,0</b> <b>(7,7)</b>	<b>251,6</b> <b>(6,8)</b>	<b>219,5</b> <b>(5,8)</b>	<b>218,8</b> <b>(5,4)</b>	<b>207,0</b> <b>(4,9)</b>
Čistá emise peněžních instrumentů <sup>2</sup>	9,4	0,0	25,0	30,0	25,0	20,0
Hrubá emise státních dluhopisů <sup>3</sup>	257,7	267,3	216,2	184,0	190,3	185,8
Půjčky od Evropské investiční banky	11,9	12,7	10,4	5,5	3,5	1,2
Čisté výpůjčky ze státní pokladny	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Financování hrubé výpůjční potřeby</b>	<b>279,0</b>	<b>280,0</b>	<b>251,6</b>	<b>219,5</b>	<b>218,8</b>	<b>207,0</b>

<sup>1</sup> bez operací se státními dluhopisy splatnými v běžném rozpočtovém roce.

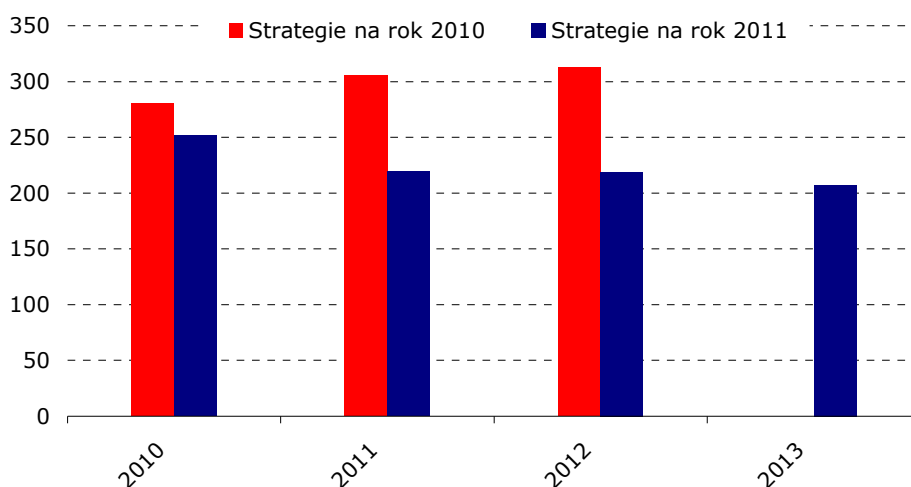
<sup>2</sup> bez refinancování splatných instrumentů v rámci běžného roku.

<sup>3</sup> nominální hodnota, tj. prémie a diskonty jsou zahrnuty v čistých nákladech na obsluhu státního dluhu, tj. vstupují do čisté výpůjční potřeby.

Zdroj: MF ČR

V roce 2010 se očekává hrubá výpůjční potřeba nižší oproti původnímu plánu o cca 28,4 mld. Kč. Na tomto poklesu se podílí o cca 18,4 mld. Kč nižší čistá výpůjční potřeba a rozhodnutí Ministerstva nerealizovat původně plánované zpětné odkupy státních dluhopisů ve výši 10 mld. Kč. Toto rozhodnutí souvisí s pozastavením veškerých dluhopisových operací Ministerstva na sekundárním trhu před jasným definováním pravidel pro tyto operace a před implementací elektronické obchodní platformy MTS pro domácí trh státních dluhopisů.

Při porovnání výše hrubé výpůjční potřeby na roky 2010 až 2012 plánované ve Strategii na rok 2010 s aktuální Strategii na rok 2011 je zřejmé, že byl tento plán výrazně revidován směrem dolů, což vytváří příznivou pozici pro financování státu ve střednědobém výhledu.

**Obrázek 5: Změna ve výhledu hrubé výpůjční potřeby pro roky 2010 až 2012 (mld. Kč)**

Zdroj: MF ČR

Financování hrubé výpůjční potřeby je realizováno třemi základními nástroji. Čerpání půjček od Evropské investiční banky je jako první z nich úzce navázáno na realizaci příslušných investičních výdajů státního rozpočtu a v období 2011 až 2013 je plánován postupný pokles

využívání tohoto nástroje, což je dáno jednak úspornými opatřeními vlády a jednak preferencí státních dluhopisů před přímými úvěry.

V daném období plánuje Ministerstvo při financování hrubé výpůjční potřeby také mírný nárůst emise 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 ve výši 20 %. Podíl peněžních instrumentů na státním dluhu tak vzroste z cca 8,4 % na konci roku 2010 na cca 11,3 % na konci roku 2013.

Čisté výpůjčky ze státní pokladny jsou prozatím konzervativně plánovány v nulové výši. Nicméně tato položka financování bude pravděpodobně nabývat v daném období na významu v souvislosti s rozvojem technického mechanismu krátkodobého zapojení klientských prostředků státní pokladny. V první fázi se bude jednat zejména o prostředky na účtech Národního fondu. Zapojení těchto zdrojů umožní ve střednědobém horizontu minimalizaci rezervy financování a bude jedním ze zdrojů úspor úrokových nákladů na obsluhu státního dluhu.

Hrubá emise státních dluhopisů na domácím a zahraničním trhu se v daném období pohybuje na roční úrovni cca 190 mld. Kč ročně a čistá emise státních dluhopisů na úrovni cca 80 mld. Kč. Tyto emisní objemy zahrnují také plánované prodeje spořicíh státních dluhopisů pro domácnosti a neziskové instituce, jejichž výše bude záviset na poptávce domácností a neziskových institucí, kterou je v současnosti velice obtížné predikovat. Výše prodaných spořicíh státních dluhopisů tak bude snižovat nabídku státních dluhopisů institucionálním investorům a bankovnímu sektoru.

## 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 portfolia.

Kalkulace čistého dluhového portfolia pro potřeby této Strategie je založena na mezinárodní praxi ve vyspělých zemích a proti hrubému dluhovému portfoliu 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 portfolia 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 nového systému řízení rizik.

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

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 portfolií v budoucnu budou krýt část účelových výdajů státního rozpočtu na nákládání s radioaktivními odpady a na důchodovou reformu.

**Tabulka 5: Stav a struktura čistého dluhového portfolia a finanční zdroje státní pokladny**

mld. Kč	2009	2010		2011	2012	2013
	Skutečnost	Plán	Predikce	Plán		
<b>Hrubý státní dluh k 31. 12.</b>	<b>1 178,2</b>	<b>1 364,1</b>	<b>1 342,5</b>	<b>1 448,8</b>	<b>1 556,2</b>	<b>1 653,5</b>
Peněžní instrumenty	88,2	88,2	113,2	143,2	168,2	188,2
Střednědobé a dlouhodobé dluhopisy	1 031,6	1 205,8	1 161,5	1 233,4	1 315,4	1 392,6
Půjčky od Evropské investiční banky	57,9	69,5	67,2	71,6	72,0	72,1
Směnky <sup>1</sup>	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Krátkodobé závazky vůči státní pokladně	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Státní finanční aktiva k 31. 12.</b>	<b>102,2</b>	<b>125,3</b>	<b>114,0</b>	<b>85,3</b>	<b>82,7</b>	<b>80,0</b>
Investiční jaderné portfolio	13,5	15,0	15,0	16,5	18,0	19,5
Investiční důchodové portfolio	21,2	21,6	21,6	22,0	22,5	23,0
Účelové účty státních finančních aktiv	9,2	10,4	10,0	10,2	10,6	10,9
Půjčky a pře-půjčování <sup>2</sup>	0,0	0,0	1,7	6,6	6,6	6,6
Rezerva financování <sup>3</sup>	58,3	78,3	65,7	30,0	25,0	20,0
<b>Čisté dluhové portfolio k 31. 12.</b>	<b>1 076,0</b>	<b>1 238,8</b>	<b>1 228,5</b>	<b>1 363,5</b>	<b>1 473,5</b>	<b>1 573,5</b>
Klientské účty státní pokladny	19,2	20,0	17,9	17,1	16,8	15,0
Účty Národního fondu	58,3	45,0	42,7	32,2	25,9	16,0
<b>Krátkodobé finanční zdroje státní pokladny k 31. 12.</b>	<b>77,5</b>	<b>65,0</b>	<b>60,6</b>	<b>49,3</b>	<b>42,7</b>	<b>31,0</b>

<sup>1</sup> směnky na krytí části majetkové účasti České republiky u mezinárodních finančních institucí.

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

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

Zdroj: MF ČR

Zůstatky na **úcelových 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. Proto je ekonomicky opodstatněné rovněž 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.

Likviditní pozice státu je dále dokumentována tzv. **krátkodobými finančními zdroji státní pokladny**, které mohou být v případě potřeby krátkodobě zapojeny do financování čisté a hrubé výpůjční potřeby v daném roce. Pokud by toto zapojení časově přesáhlo konec kalendářního roku, jednalo by se o čistou výpůjčku ze státní pokladny. Tyto zdroje financování jsou vždy spojeny s nižšími úrokovými náklady než přímé výpůjční operace Ministerstva na finančním trhu.

V průběhu roku 2011 se plánuje aktivní zapojení zejména krátkodobě volných prostředků na účtech Národního fondu, které jsou dlouhodobě určeny na financování projektů strukturálních fondů Evropské unie. Legislativní rámec pro tyto operace bude nastaven dnem účinnosti probíhající novelizace zákona č. 218/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech, v příslušných ustanoveních § 33 a 34.

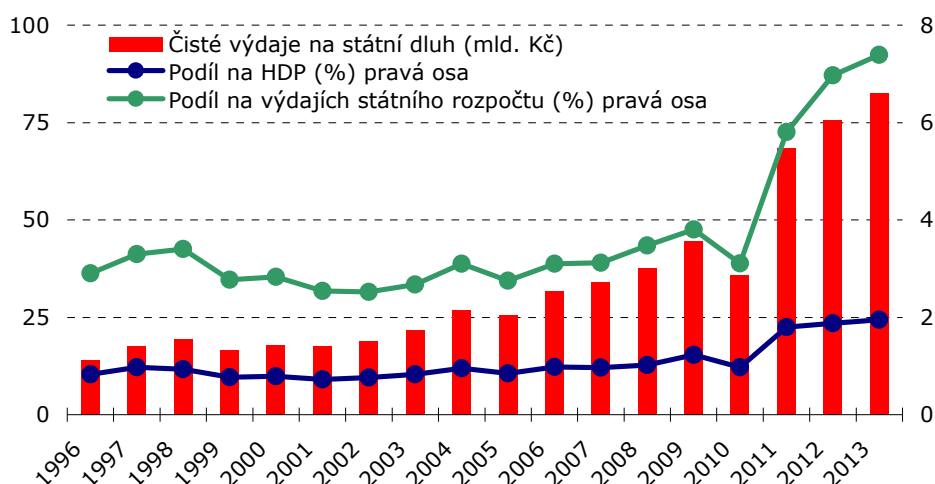
### 3 – Náklady na obsluhu státního dluhu

Náklady na obsluhu státního dluhu jsou počínaje rokem 2001 rozpočtovány a realizovány v rámci samostatné rozpočtové kapitoly 396 – Státní dluh. Do roku 2007 měla tato kapitola pouze výdaje, které tak představovaly zároveň celkové 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 straně příjmů této rozpočtové kapitoly. Náklady na obsluhu státního dluhu jsou proto od roku 2008 představovány rozdílem specifického ukazatele výdaje na obsluhu státního dluhu a celkových příjmů kapitoly. Tento rozdíl lze charakterizovat jako **čisté výdaje na obsluhu státního dluhu**.

Součástí nákladů nejsou výdaje na transfery na projekty financované z úvěrů od Evropské investiční banky, které jsou sice od roku 2008 rozpočtovány v kapitole Státní dluh, ale prostřednictvím rozpočtových opatření tyto výdaje realizují věcně příslušné kapitoly zodpovědné za infrastrukturní projekty, které jsou těmito úvěry financovány. Saldo kapitoly Státní dluh je proto nutné při každé analýze nákladů vždy o tyto výdaje očistit.

V období 1993 až 2009 došlo téměř ke ztrojnásobení celkových čistých výdajů na obsluhu státního dluhu z 15,1 mld. Kč na 44,5 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 výdajům státního rozpočtu se pak pohybovaly v pásmu 2 a 4 %, přičemž v roce 2009 dosáhly dosavadního maxima 3,8 % celkových realizovaných rozpočtových výdajů.

**Obrázek 6: Čisté výdaje na obsluhu státního dluhu v letech 1996 až 2013**



Zdroj: MF ČR

V roce 2010 se očekává výrazná **úspora čistých výdajů na obsluhu státního dluhu** ve výši téměř **21 mld. Kč** oproti rozpočtované částce 56,8 mld. Kč. Tyto výdaje dosáhnou očekávané výše 35,9 mld. Kč, tj. necelé 1 % HDP a 3,1 % očekávaných celkových výdajů státního rozpočtu. Tato úspora přispěla k lepšímu než očekávanému hospodaření vládního sektoru. Oproti roku 2009 tak dojde k poklesu nákladů o cca 19,3 %.

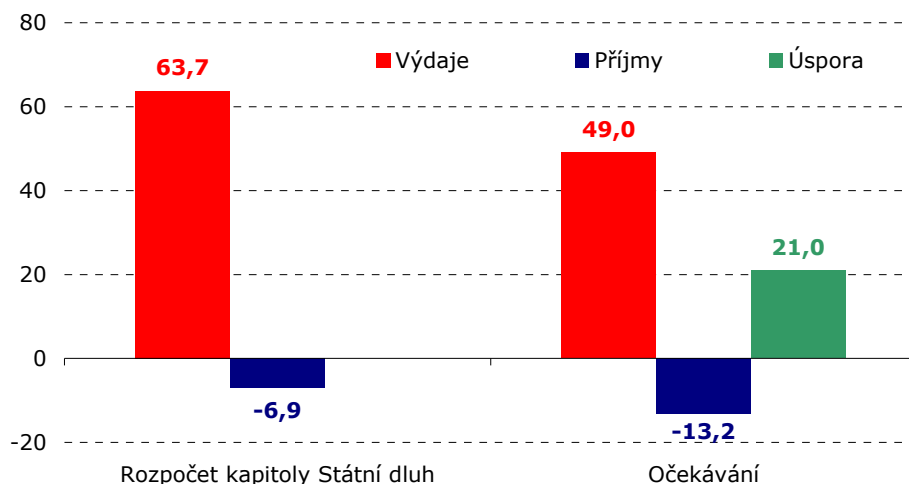
Mimořádně vysoká úspora je dána jednak absolutním poklesem úrokových sazeb podél celé výnosové křivky státních dluhopisů a jednak relativním poklesem a stabilizací rizikové prémie českých státních dluhopisů ve srovnání s většinou zemí Evropské unie oproti roku 2009.

Ve střednědobém výhledu jsou přes mimořádně pozitivní vývoj v letošním roce rozpočtovány čisté úrokové výdaje velice konzervativně na základě předpokládaného postupného růstu úrokových sazeb ve všech splatnostech. Pravděpodobnost růstu sazeb je vyšší vzhledem k současným historicky nízkým úrovním a vzhledem k současné zvýšené nejistotě ohledně dluhového financování zemí eurozóny. Státní rozpočet a výdajové rámce jsou tak nastaveny

v souladu s výhledem růstu čistých výdajů na obsluhu státního dluhu směrem ke 2 % HDP a v roce 2013 přesahují 7 % celkových výdajů státního rozpočtu.

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 2010 oproti rozpočtovaným příjmům a výdajům spočívá ve zvýšení příjmů 6,3 mld. Kč a ve snížení výdajů o 14,6 mld. Kč.

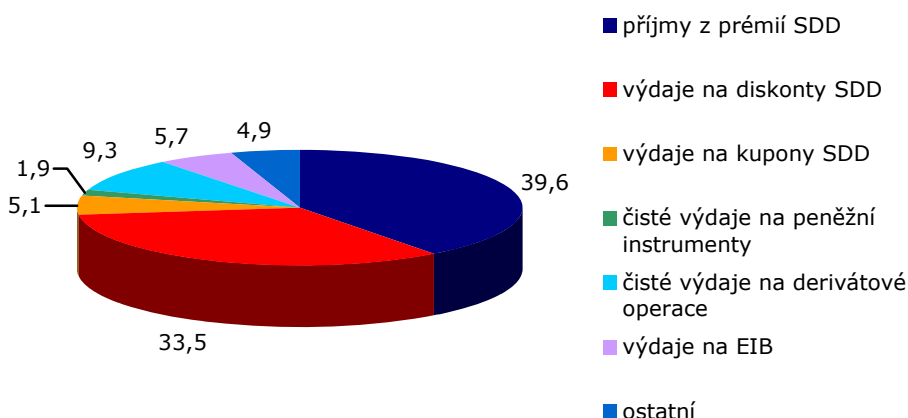
**Obrázek 7: Očekávaná úspora čistých výdajů na obsluhu státního dluhu v roce 2010 (mld. Kč)**



Zdroj: MF ČR

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 premii a nižších výdajů na diskonty střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů, které činí dohromady téměř tři čtvrtiny z očekávaných úspor úrokových nákladů. Tento zdroj úspory je logický, jelikož aukce těchto dluhopisů probíhají prostřednictvím znovu otevírání stávajících emisí a dopad poklesu úrokových sazeb se tak realizuje prostřednictvím ceny dluhopisů, nikoliv prostřednictvím kupónů, které jsou z více jak 90 % fixní.

**Obrázek 8: Zdroje úspory čistých výdajů na obsluhu státního dluhu v roce 2010 (v %)**



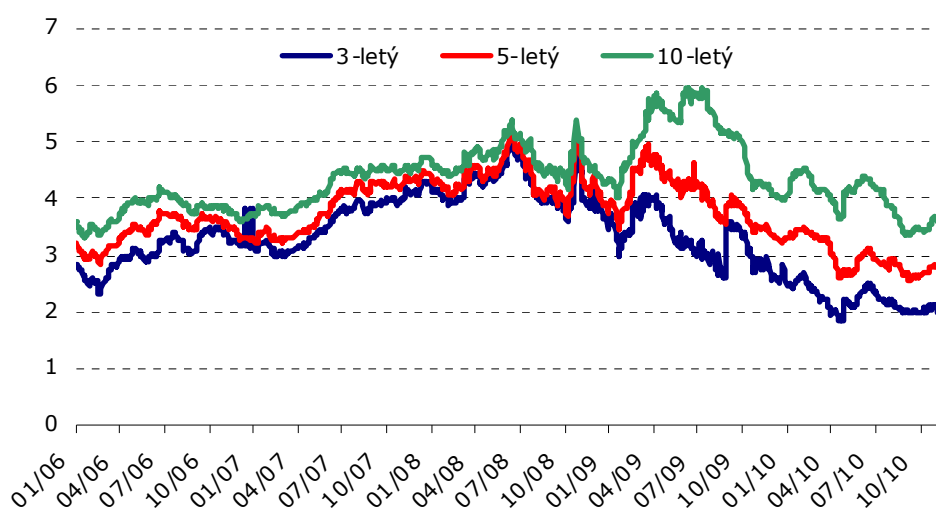
Zdroj: MF ČR

Úspory byly dále dosaženy u všech variabilně úročených instrumentů státního dluhu, zejména u floatových noh měnových swapů, kterými byly zajištěny zahraniční emise proti měnovému riziku a byly tak synteticky transformovány na variabilně úročené korunové instrumenty. Významné úspory zaznamenaly také výdaje na půjčky od Evropské investiční banky, které jsou

většinou variabilně úročené. K mírné úspoře došlo také 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 je naplánován čistý přírůstek peněžních instrumentů o 25 mld. Kč jako zdroj financování výpůjční potřeby vlády v letošním roce.

Snížení nákladů na obsluhu státního dluhu v roce 2010 je způsobeno především poklesem výnosové křivky českých státních dluhopisů souvisejícím s reformním úsilím vlády České republiky v oblasti konsolidace veřejných rozpočtů a všeobecným poklesem výnosů na kapitálovém trhu. Díky poklesu výnosů českých státních dluhopisů dosáhlo Ministerstvo v roce 2010 průměrného výnosu korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů v domácích aukcích ve výši **3,3 %**, což je o 1,2 procentního bodu méně než v roce 2009.

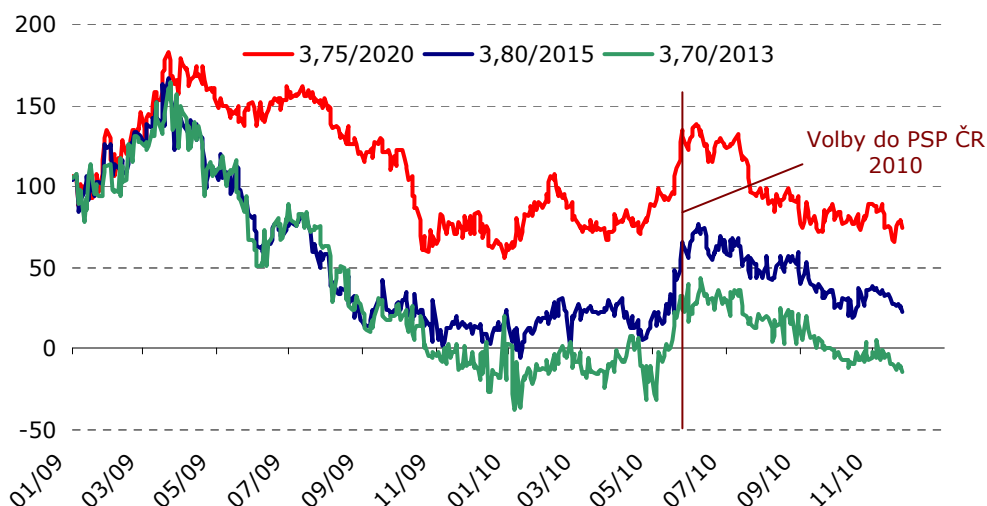
**Obrázek 9: Vývoj výnosu českých státních dluhopisů v letech 2006 až 2010 (%)**



Zdroj: Reuters

Pokles výnosů českých státních dluhopisů v roce 2010 byl zčásti způsoben všeobecným poklesem výnosů na kapitálovém trhu vč. swapové křivky, nicméně významnou roli sehrál program fiskální konsolidace nově utvořené vlády, který trhy ocenily v období po volbách do Poslanecké sněmovny Parlamentu České republiky (PSP ČR) průběžným poklesem rizikové prémie českých státních dluhopisů, kterou lze aproximovat pomocí tzv. „asset swap spread“ (ASW).

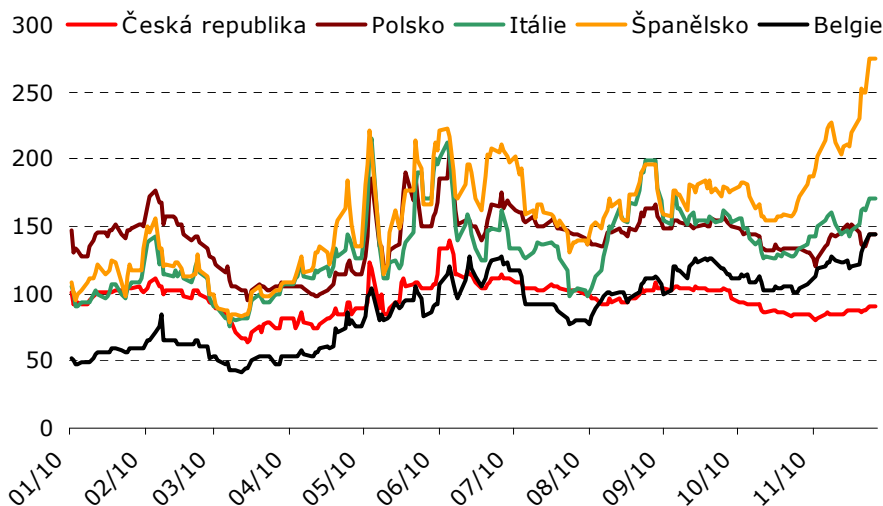
**Obrázek 10: Riziková prémie českých státních dluhopisů v letech 2009 až 2010 (bazické body)**



Zdroj: Reuters

Vnímání České republiky na mezinárodním trhu jako důvěryhodného emitenta státních dluhopisů dokresluje situace na trzích swapů úvěrového selhání, tzv. „*credit default swaps*“ (CDS), kde za pojištění proti úvěrovému selhání České republiky jsou ochotni investoři hradit nižší rizikovou prémii než je tomu v případě řady zemí eurozóny s vyšším stupněm ratingového hodnocení.

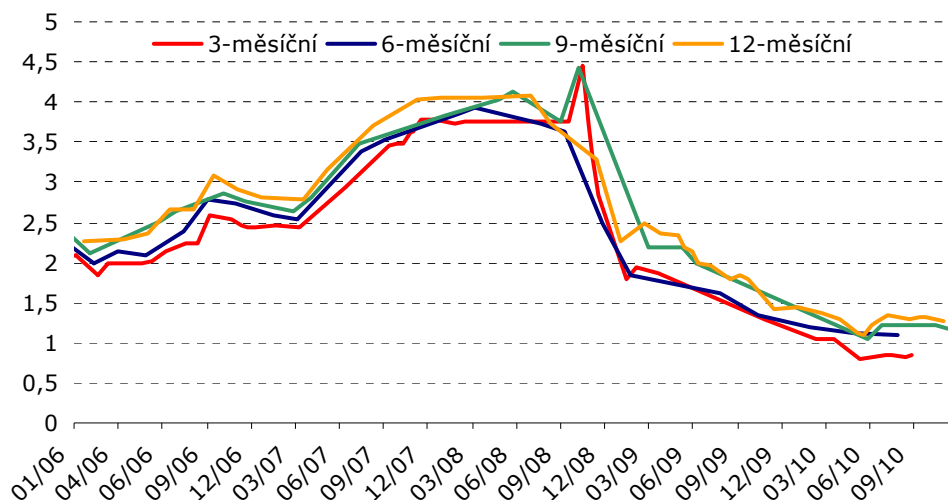
**Obrázek 11: Vývoj desetileté prémie u swapů úvěrového selhání v roce 2010 (bazické body)**



Zdroj: Reuters

K významnému poklesu výnosů došlo rovněž při aukcích státních pokladničních poukázek, což dále přispělo k poklesu nákladů obsluhy státního dluhu v roce 2010. Průměrný aukční výnos státních pokladničních poukázek v roce 2010 činil **1,14 %**, což je o 0,8 procentního bodu méně než v roce 2009.

**Obrázek 12: Vývoj výnosu státních pokladničních poukázek v letech 2006 až 2010 (%)**



Zdroj: MF ČR



## 4 – Program financování pro rok 2011

### Plnění programu financování v roce 2010

Východiskem pro definování finančního programu pro rok 2010 byl plánovaný program financování z roku 2009. Oproti plánu došlo ke snížení hrubé výpůjční potřeby o 28,4 mld. Kč na 251,6 mld. Kč. Tato změna souvisí zejména se snížením čisté výpůjční potřeby vlády a s rozhodnutím Ministerstva o neuskutečnění plánovaných zpětných odkupů v roce 2010.

**Tabulka 6: Program financování v roce 2010**

mld. Kč	Plán k 3. 12. 2009	Predikce k 2. 12. 2010
<b>Hrubá výpůjční potřeba vlády</b>	<b>280,0</b>	<b>251,6</b>
<b>Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů<sup>1</sup></b>	<b>242,3 až 292,3</b>	<b>216,2</b>
Emise střednědobých a dlouhodobých dluhopisů na domácím trhu	102,3 až 292,3	167,0
Emise střednědobých a dlouhodobých dluhopisů na zahraničním trhu	0,0 až 140,0	49,2
<b>Půjčky od Evropské investiční banky</b>	<b>12,7</b>	<b>10,4</b>
<b>Čistá emise peněžních instrumentů</b>	<b>-25,0 až 25,0</b>	<b>25,0</b>
<b>Čisté výpůjčky ze státní pokladny</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>

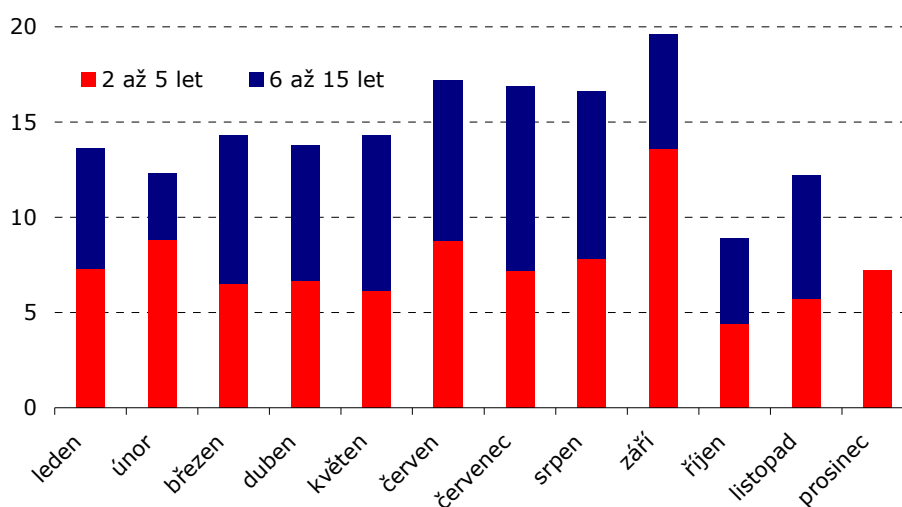
<sup>1</sup>včetně přímých prodejů z vlastního portfolia na sekundárním trhu a Evropské investiční bance.

Zdroj: MF ČR

Hrubá výpůjční potřeba vlády byla z téměř 20 % zajištěna pátou zářijovou emisí eurobondů ve výši € 2 mld., která tak umožnila ve 4. čtvrtletí 2010 roku snížit nabídku korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím trhu snížením emisní činnosti.

Na domácím trhu se od ledna do listopadu uskutečnilo 23 primárních aukcí a 1 aukce je plánována na prosinec. Odhadovaný objem dluhopisů prodaných prostřednictvím těchto aukcí činí za celý letošní rok **158,5 mld. Kč**. Přímé prodeje Evropské investiční bance činily 5 mld. Kč a 3,5 mld. Kč bylo prodáno na sekundárním trhu. Ministerstvo tak v průběhu letošního roku prakticky neprovádělo žádné obchodování na sekundárním dluhopisovém trhu.

**Obrázek 13: Prodej střednědobých a dlouhodobých dluhopisů v roce 2010 (mld. Kč)**



\* dle data uskutečnění primární aukce nebo prodeje na sekundárním trhu a Evropské investiční bance.

Zdroj: ČNB a MF ČR

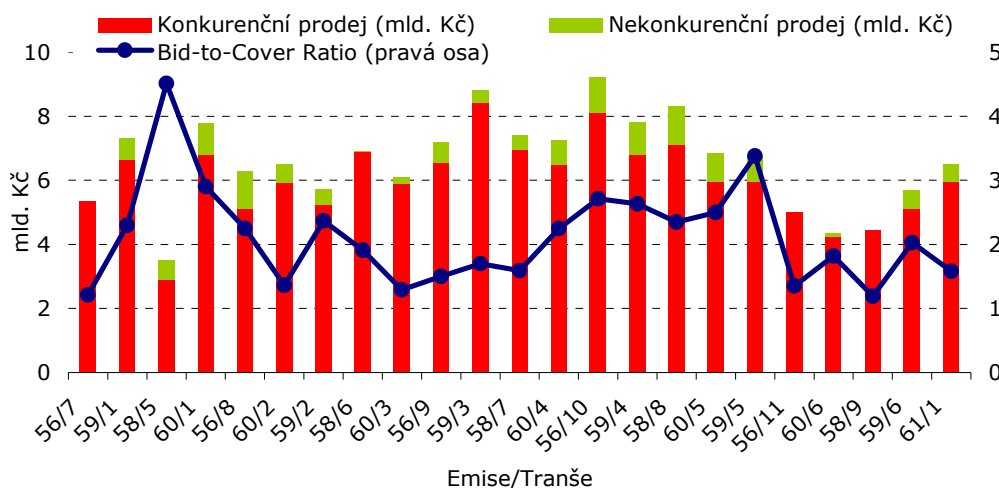
Celkový prodej střednědobých a dlouhodobých dluhopisů na domácím trhu tak dosáhne ke konci roku **167 mld. Kč**, tj. cca 57 % maximální hranice z programu financování na rok 2010. Tyto prodeje jsou představovány výhradně fixně úročenými instrumenty. Část těchto prodejů ve výši 2,1 mld. Kč byla zároveň nakoupena při investování jaderného portfolia.

Celková korunová hodnota prodejů střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím a zahraničním trhu se odhaduje na **216,2 mld. Kč** a nedosáhne tak v roce 2010 ani spodní hranice plánované v programu financování na letošní rok.

Počínaje 4. čtvrtletím 2010 se Ministerstvo navrátilo k běžné praxi upisování domácích aukcí v indikovaných objemech. Tento transparentní způsob chování na primárním trhu bude Ministerstvo dodržovat i do budoucna, avšak nadále si ponechává možnost se od indikovaných objemů odchýlit v případě vzniku nestandardních podmínek na kapitálových trzích či jiných mimořádných okolností. Možnosti pružnější reakce Ministerstva na výši poptávky nebo aukční ceny budou definovány v souvislosti s novými plánovanými pravidly ve vazbě na implementaci elektronické platformy obchodování na sekundárním trhu ve druhé polovině roku 2011.

Během roku 2010 bylo možné pozorovat relativně stabilní uspokojenou poptávku po korunových střednědobých a dlouhodobých dluhopisech v konkurenčních částech domácích aukcí stejně jako ukazatel poměru poptávky k uspokojené poptávce (tzv. Bid-to-Cover Ratio).

**Obrázek 14: Aukce střednědobých a dlouhodobých dluhopisů v roce 2010**



Zdroj: ČNB a MF ČR

Čistá emise instrumentů peněžního trhu v podobě státních pokladničních poukázek bude realizována na horní hranici **25 mld. Kč** za celý rok 2010, tj. těmito instrumenty bude pokryto cca 10 % roční hrubé výpůjční potřeby vlády.

Půjčky od Evropské investiční banky budou realizovány v mírně nižším než předpokládaném objemu **10,4 mld. Kč**, tj. cca 4 % roční hrubé výpůjční potřeby vlády.

## Finanční program na rok 2011

Finanční program na rok 2011 vychází z plánované hrubé výpůjční potřeby vlády ve výši **219,5 mld. Kč** a je přizpůsoben situaci snižující se hrubé výpůjční potřeby v letech 2011 až 2013 v prostředí relativně nízkých výnosů zejména na krátkém konci výnosové křivky.

**Podíl financování na zahraničním trhu bude činit maximálně 40 % plánované roční hrubé výpůjční potřeby vlády.**

Ministerstvo bude v roce 2011 analyzovat aktuální vývoj podmínek financování na domácím a zahraničním trhu a operovat v rámci daného plánu s ohledem na tržní vývoj. Cílem Ministerstva je emitovat v průběhu roku alespoň jednu veřejnou benchmarkovou emisi eurobondů. Při obezřetném přístupu k řízení měnového rizika a dodržení globálního limitu pro měnovou expozici nejsou zahraniční operace z hlediska měnové struktury omezeny žádnými explicitními limity. Preferovanou měnou zahraničních emisí zůstává nadále euro.

**Výpůjční potřeba v hodnotě 5,5 mld. Kč bude zajištěna korunovými dlouhodobými úvěry čerpanými 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 2011. 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 2012 a 2013 se předpokládá pokles čerpání úvěrů od Evropské investiční banky na 3,5 mld. Kč, resp. na 1,2 mld. Kč.

**Hodnota emitovaných korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím trhu nepřekročí nominální hodnotu 194 mld. Kč.**

Uvedená maximální hodnota bude dosažena v případě, že v průběhu roku 2011 nebude realizována žádná veřejná či neveřejná zahraniční emise. Při dané plánované hrubé výpůjční potřebě bude tedy v příštím roce nabídka střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů ze strany Ministerstva v každém případě nižší než v roce 2010, 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 3 až 6 let a 10 až 13 let, přičemž **minimálně 30 % emitovaného objemu na domácím trhu bude tvořeno variabilně úročenými dluhopisy.**

Instrumenty a indikované objemy jednotlivých aukcí budou zveřejněny čtvrtletně vždy na počátku měsíce předcházejícímu danému čtvrtletí.

**Tabulka 7: Indikativní plán aukcí střednědobých a dlouhodobých dluhopisů v roce 2011**

2011	Datum aukce	Datum emise	Dodatečné aukce <sup>1</sup>	Datum emise
<b>1. čtvrtletí</b>	12.01.2011	17.01.2011	16.02.2011	21.02.2011
	26.01.2011	31.01.2011	16.03.2011	21.03.2011
	09.02.2011	14.02.2011		
	23.02.2011	28.02.2011		
	09.03.2011	14.03.2011		
	23.03.2011	28.03.2011		
<b>2. čtvrtletí</b>	06.04.2011	11.04.2011	30.03.2011	04.04.2011
	13.04.2011	18.04.2011	04.05.2011	09.05.2011
	27.04.2011	02.05.2011	18.05.2011	23.05.2011
	11.05.2011	16.05.2011		
	25.05.2011	30.05.2011		
	08.06.2011	13.06.2011		
<b>3. čtvrtletí</b>	20.07.2011	25.07.2011	14.09.2011	19.09.2011
	10.08.2011	15.08.2011		
	07.09.2011	12.09.2011		
	21.09.2011	26.09.2011		
<b>4. čtvrtletí</b>	19.10.2011	24.10.2011	05.10.2011	10.10.2011
	02.11.2011	07.11.2011	26.10.2011	31.10.2011
	16.11.2011	21.11.2011	14.12.2011	19.12.2011
	30.11.2011	05.12.2011		
	07.12.2011	12.12.2011		

<sup>1</sup> možné rozšíření emisního kalendáře korunových střednědobých a dlouhodobých dluhopisů, pokud se neuskuteční zahraniční emise v předpokládaném objemu nebo dojde k jiným neočekávaným událostem.

Zdroj: MF ČR

#### **Ministerstvo bude v roce 2011 nabízet k prodeji fixně i variabilně úročené dluhopisy.**

V případě fixně úročených dluhopisů bude Ministerstvo pokračovat v prodeji státního dluhopisu 5,70/2024 až do výše zbytkového emisního limitu 32 mld. Kč a státního dluhopisu 3,85/2021 v objemu 25 až 40 mld. Kč. Ministerstvo rovněž plánuje otevření nové emise tříletého fixně úročeného dluhopisu v celkovém objemu 30 až 40 mld. Kč. Zároveň bude znovu otevřena emise státního dluhopisu 4,00/2017 v maximálním dodatečném objemu 30 mld. Kč.

V případě variabilně úročených dluhopisů plánuje Ministerstvo otevřít novou emisi variabilně úročeného dluhopisu VAR/2023 s ročním kupónem navázaným na 12 měsíční mezibankovní úrokovou sazbu PRIBOR a zároveň bude znovu otevřena emise variabilně úročeného státního dluhopisu VAR/2016 v maximálním objemu do 30 mld. Kč.

**Tabulka 8: Emisní strategie střednědobých a dlouhodobých dluhopisů na rok 2011 (mld. Kč)**

Domácí emise	Prodáno k 31.12.2010	Emisní limit	Plánovaný prodej 2011
62. emise, x,xx/2014	0,0	50	30 až 40
55. emise, VAR/2016	50,1	80	10 až 30
51. emise, 4,00/2017	59,2	95	10 až 30
63. emise, VAR/2023	0,0	100	15 až 30
61. emise, 3,85/2021	6,5	120	25 až 40
58. emise, 5,70/2024	58,2	90	15 až 30
Spořicí státní dluhopisy, 1 až 6 let	0,0	-	0 až 10
<b>Zahraníční emise</b>			<b>Plánovaný prodej 2011</b>
€ Eurobond, 11 až 20 let	-	-	Benchmarkový objem
Ostatní měny, 6 až 30 let	-	-	0 až 30

Zdroj: MF ČR

Část emitovaného objemu střednědobých a dlouhodobých dluhopisů prostřednictvím domácích aukcí bude zajištěna doprodejem dluhopisů z vlastního portfolia Ministerstva. K tomuto účelu plánuje Ministerstvo použít v roce 2011 dluhopisy **VAR/2016, 4,00/2017** a **5,70/2024**. Zásobu vlastních dluhopisů může Ministerstvo využít také při provádění repo operací a při přímých prodejkách dluhopisů Evropské investiční bance.

**Tabulka 9: Vlastní portfolio státních dluhopisů Ministerstva (mld. Kč)**

Emise	ISIN	Očekávaný stav portfolia k 31.12.2010
54. emise, 4,10/2011	CZ0001002158	4,202
50. emise, 3,55/2012	CZ0001001887	4,335
57. emise, VAR/2012	CZ0001002505	3,000
<b>55. emise, VAR/2016</b>	<b>CZ0001002331</b>	<b>11,893</b>
<b>51. emise, 4,00/2017</b>	<b>CZ0001001903</b>	<b>10,135</b>
52. emise, 4,70/2022	CZ0001001945	3,374
<b>58. emise, 5,70/2024</b>	<b>CZ0001002547</b>	<b>3,000</b>
53. emise, 4,85/2057	CZ0001002059	13,240
EUR VAR/2015	XS0453511577	€ 37,510 mil.

Zdroj: MF ČR

Přímé sekundární prodeje korunových dluhopisů z vlastního portfolia Ministerstvo až do implementace elektronického sekundárního trhu MTS a s tím souvisejícím definováním nových pravidel provádět nebude.

Ministerstvo nebude v roce 2011 emitovat cizoměnové dluhopisy na domácím trhu a neotevře znovu již ani speciální emisi variabilně úročeného eurodluhopisu vydanou v roce 2009. **Doprodej zbytku emise EUR VAR/2015 z vlastního portfolia Ministerstva ve výši 37,51 mil. EUR bude proveden dne 5.1.2011.** Vzhledem k nízkému objemu nebude za tímto účelem pořádána aukce v České národní bance, ale prodej bude uskutečněn prostřednictvím terminálu Reuters Dealing <MFCR>. Zbytek emise bude nabídnut v jedné celkové částce, přičemž Ministerstvo požádá o cenu stávající primární dealery státních dluhopisů.

**Prodeje korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů Evropské investiční bance budou realizovány maximálně v nominální hodnotě do 16 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 2010 dosažena přibližná úspora ve výši 227 mil. Kč, a to z prodeje dluhopisů v celkové nominální hodnotě 5,0 mld. Kč. Každý prodej byl a nadále bude zveřejňován do pěti pracovních dní po vypořádání na internetových stránkách Ministerstva.

V roce 2011 plánuje Ministerstvo v návaznosti na realizované výdaje státního rozpočtu na dané programy prodat Evropské investiční bance dluhopisy v nominální hodnotě do 16 mld. Kč. Tento objem je zahrnut v položce hrubá emise státních dluhopisů. Ministerstvo v současné době nejedná o uzavření dalších úvěrových smluv a další případná spolupráce s Evropskou investiční bankou v oblasti financování dopravní infrastruktury či vodohospodářských programů bude realizována prostřednictvím přímých prodejů dluhopisů.

**V roce 2011 bude Ministerstvo řídit objem peněžních instrumentů při financování dlouhodobých závazků vlády tak, aby byl i v průběhu roku 2011 udržen krátkodobý státní dluh pod limitní hranicí 20 %.**

Projekce struktury dluhového portfolia ke konci roku 2011 ukazuje, že k udržení limitu ukazatele krátkodobého státního dluhu splatného do 1 roku se musí podíl peněžních instrumentů pohybovat na hranici cca 10 % dluhového portfolia. Finanční program počítá pro rok 2011 s nárůstem peněžních instrumentů v oběhu až do výše 40 mld. Kč s cílem využití relativně nízkých výnosů na krátkém konci výnosové křivky. I při realizaci tohoto maximálního nárůstu bude při dané plánované výpůjční potřebě dodržen uvedený limit refinančního rizika.

Indikativní plná aukcí je stanoven s ohledem na plánované čisté navýšení peněžních instrumentů ve výši 30 mld. Kč v roce 2011. V případě potřeby navýšení čisté změny peněžních instrumentů na maximální objem 40 mld. Kč je možné tohoto nárůstu dosáhnout průběžným navyšováním objemů emisí v aukcích či přidáním jedné či dvou dodatečných aukcí do emisního plánu.

**Tabulka 10: Indikativní plán aukcí státních pokladničních poukázek v roce 2011**

<b>2011</b>	<b>Datum aukce</b>	<b>Datum emise</b>
<b>1. čtvrtletí</b>	13.01.2011	14.01.2011
	27.01.2011	28.01.2011
	03.02.2011	04.02.2011
	10.02.2011	11.02.2011
	24.02.2011	25.02.2011
	03.03.2011	04.03.2011
	10.03.2011	11.03.2011
	17.03.2011	18.03.2011
<b>2. čtvrtletí</b>	31.03.2011	01.04.2011
	07.04.2011	08.04.2011
	28.04.2011	29.04.2011
	05.05.2011	06.05.2011
	12.05.2011	13.05.2011
	26.05.2011	27.05.2011
	02.06.2011	03.06.2011
	09.06.2011	10.06.2011
23.06.2011	24.06.2011	
<b>3. čtvrtletí</b>	30.06.2011	01.07.2011
	14.07.2011	15.07.2011
	04.08.2011	05.08.2011
	25.08.2011	26.08.2011
	01.09.2011	02.09.2011
	15.09.2011	16.09.2011
	29.09.2011	30.09.2011
<b>4. čtvrtletí</b>	06.10.2011	07.10.2011
	13.10.2011	14.10.2011
	03.11.2011	04.11.2011
	10.11.2011	11.11.2011
	24.11.2011	25.11.2011
	01.12.2011	02.12.2011
	15.12.2011	16.12.2011

Zdroj: MF ČR

Také v roce 2011 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 11: Plánované objemy emisí státních pokladničních poukázek v roce 2011 (mld. Kč)**

Emise	3-měsíční	6-měsíční	9-měsíční	12-měsíční	Celkem
<b>Splatnost v 2011</b>	39	11	-	-	<b>50</b>
<b>Splatnost v 2012</b>	19	19	43	62	<b>143</b>
<b>Hrubé emise</b>	58	30	43	62	<b>193</b>
<b>Splátky emisí z 2010</b>	0	8	27	78	<b>113</b>
<b>Čisté emise</b>	19	11	16	-16	<b>30</b>

Zdroj: MF ČR

Na základě struktury a rozsahu uvedených limitů je vymezen následující program financování hrubé výpůjční potřeby vlády v roce 2011. Ten určuje plánovanou strukturu dluhového portfolia a tím jednoznačně stanovuje meze řízení státního dluhu.

**Tabulka 12: Finanční program na rok 2011 (mld. Kč)**

<b>Hrubá výpůjční potřeba centrální vlády</b>	<b>219,5</b>
<b>Přímé půjčky od mezinárodních finančních institucí</b>	<b>5,5</b>
Půjčky od Evropské investiční banky	5,5
Ostatní	0,0
<b>Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů<sup>1</sup></b>	<b>174,0 až 194,0</b>
Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na domácím trhu	86,0 až 194,0
Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na zahraničním trhu	0,0 až 88,0
<b>Čistá změna peněžních instrumentů v oběhu</b>	<b>20,0 až 40,0</b>

<sup>1</sup>včetně přímých prodejů na sekundárním trhu a prodejů Evropské investiční bance.

Zdroj: MF ČR

## 5 – Řízení likvidity státní pokladny

Zákonem č. 218/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech, byl vytvořen Souhrnný účet běžného hospodaření státní pokladny ke správě určených peněžních prostředků státní pokladny. Tomuto účtu jsou podřízeny příjmové a výdajové účty státního rozpočtu, účty státních finančních aktiv, účet řízení likvidity státní pokladny, účty finančních a celních úřadů, účty rezervních fondů organizačních složek státu a účty fondů kulturních a sociálních potřeb organizačních složek státu.

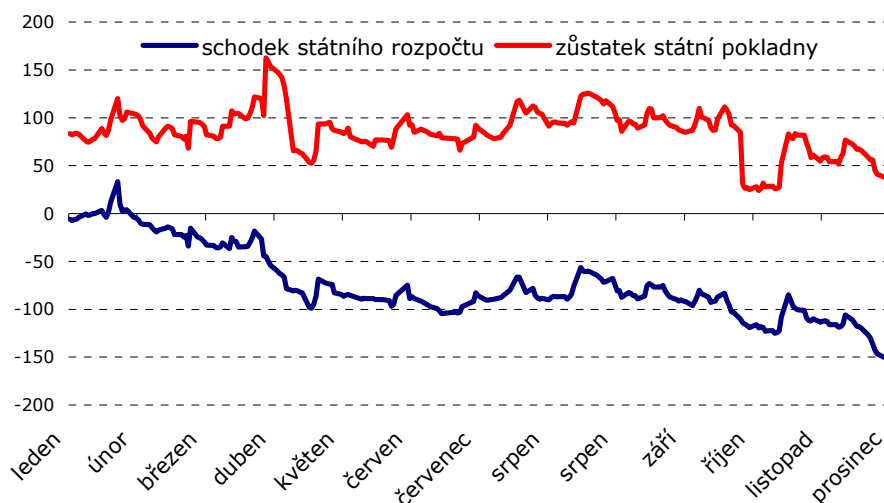
Zavedení souhrnného účtu běžného hospodaření státní pokladny umožnilo zapojení zůstatků na účtech státních finančních aktiv, účtech finančních a celních úřadů, účtech rezervních fondů organizačních složek státu a účtech fondů kulturních a sociálních potřeb organizačních složek státu do financování státního rozpočtu v průběhu běžného roku.

Řízení likvidity Souhrnného účtu státní pokladny je realizováno většinou formou repo operací. Jedná se o krátkodobé investice splatné do 14 dnů s použitím zástavy ve formě poukázek České národní banky a státních pokladničních poukázek. Dále jsou též realizovány krátkodobé investice formou depo operací splatné následující pracovní den. V případě krátkodobého nedostatku prostředků jsou realizovány půjčky formou repo či depo operací.

Pro případ neočekávaného negativního vývoje salda státního rozpočtu či negativního vývoje na finančních trzích nakupuje Ministerstvo státní pokladniční poukázky také do vlastního portfolia, které lze následně použít jako zástavu pro půjčky formou repo operací. V průběhu roku 2011 bude v případě potřeby umožněno čerpání půjček z volných peněžních zůstatků na účtech Národního fondu, což přispěje ke snížení likviditního rizika státu a také k efektivnějšímu plánování výpůjčních operací v průběhu roku s pozitivním dopadem na úrokové náklady.

Vývoj salda státní pokladny je ovlivněn všemi jejími složkami, nejvíce však vývojem salda státního rozpočtu, realizací emisní činností pro krytí schodku státního rozpočtu a splátkami státního dluhu. Podkladem pro efektivní řízení likvidity státní pokladny jsou predikce všech složek státní pokladny včetně salda státního rozpočtu. Na základě nejnovějších dostupných dat byla vytvořena predikce vývoje salda státní pokladny a salda státního rozpočtu pro rok 2011.

**Obrázek 15: Denní predikce salda státního rozpočtu a státní pokladny v roce 2011 (mld. Kč)**



Zdroj: MF ČR



## 6 – Řízení rizik a strategie portfolia

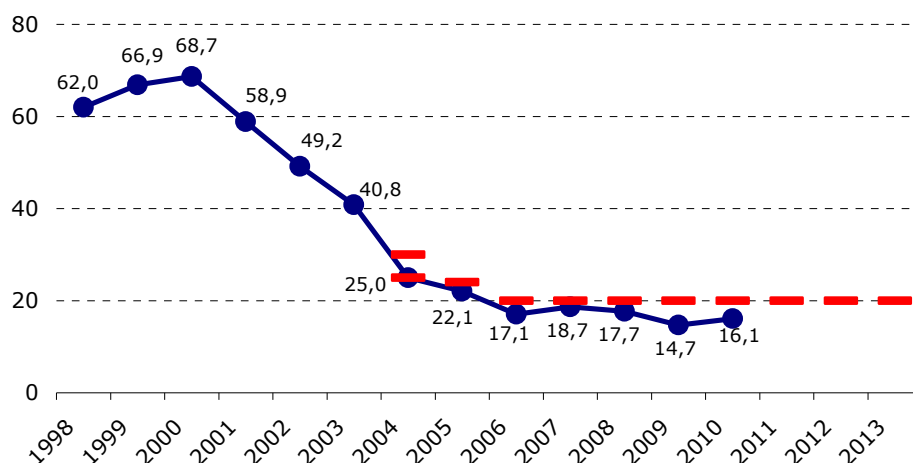
Veřejné definování strategického benchmarkového dluhového portfolia prostřednictvím vyhlášení strategických cílů je hlavním nástrojem ke zvyšování transparentnosti dluhové politiky Ministerstva v souladu s nejlepší mezinárodní praxí. Cíle jsou nastavovány na základě požadavků plynoucích z obezřetného přístupu k řízení finančních a kreditních rizik při minimalizaci ekonomických nákladů v dlouhodobém horizontu. Hlavními riziky, kterým je dluhové portfolio dlouhodobě vystaveno, jsou rizika refinanční, úrokové a měnové. **Všechny níže stanovené cíle a limitní hranice jsou uplatňovány na portfolio státního dluhu jako celku, včetně derivátových operací.** Počínaje rokem 2011 bude Ministerstvo sledovat a z hlediska tržních rizik také řídit 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). Tohoto cíle bylo dosaženo ve všech letech počínaje rokem 2004. Od roku 2006 Ministerstvo uplatňuje dlouhodobou cílovou limitní hranici 20 %, která je v souladu s mezinárodní praxí a respektuje odhadovanou absorpční kapacitu domácího peněžního trhu.

Limitní hranice **20 % celkového státního dluhu** zůstává v souladu s dlouhodobou strategií také v roce 2011 fundamentálním limitem emisní činnosti Ministerstva a řízení finančních rizik čistého dluhového portfolia. Ke konci roku 2010 se očekávaná hodnota tohoto ukazatele bude pohybovat kolem podílu 16,1 %. V dlouhodobějším horizontu plánuje Ministerstvo postupné navyšování podílu krátkodobého státního dluhu až k hranici 20 %. S tímto postupným navyšováním podílu krátkodobého státního dluhu souvisí také postupný nárůst peněžních instrumentů v oběhu. V roce 2011 je čistý nárůst peněžních instrumentů v oběhu plánován maximálně do 40 mld. Kč. Nárůst peněžních instrumentů v oběhu bude pokračovat i v následujících letech tak, aby se ukazatel v těchto letech přibližoval ke své limitní hranici.

**Obrázek 16: Krátkodobý státní dluh v letech 1998 až 2013 (% celkového dluhu)**



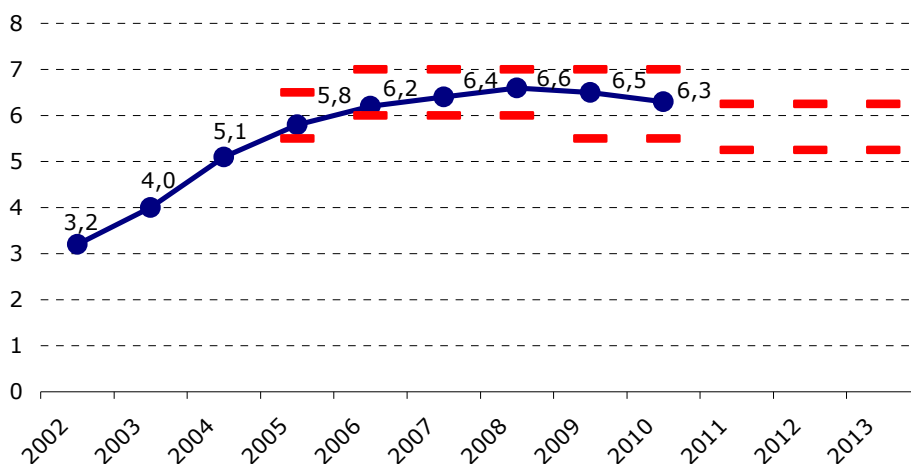
Zdroj: MF ČR

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 směrem dolů na 5,5 až 7,0 let. Toto rozšíření směrem dolů

souviselo jednak se značnou nejistotou na kapitálových trzích, která byla důsledkem světové finanční krize, a dále také s domácí politickou nejistotou.

Pro rok 2011 Ministerstvo cílové pásmo pro průměrnou splatnost státního dluhu zužuje a posunuje směrem dolů na **5,25 až 6,25 let**. Zúžení i posunutí cílového pásma směrem dolů pramení ze zvýšené důvěryhodnosti České republiky získané stabilní reformní vládou a tedy i z nižšího refinančního rizika. Dosažení tohoto cíle určuje časovou a objemovou strukturu emisí státních dluhopisů na domácím a zahraničním trhu a nastavení splátkových kalendářů čerpaných půjček od Evropské investiční banky.

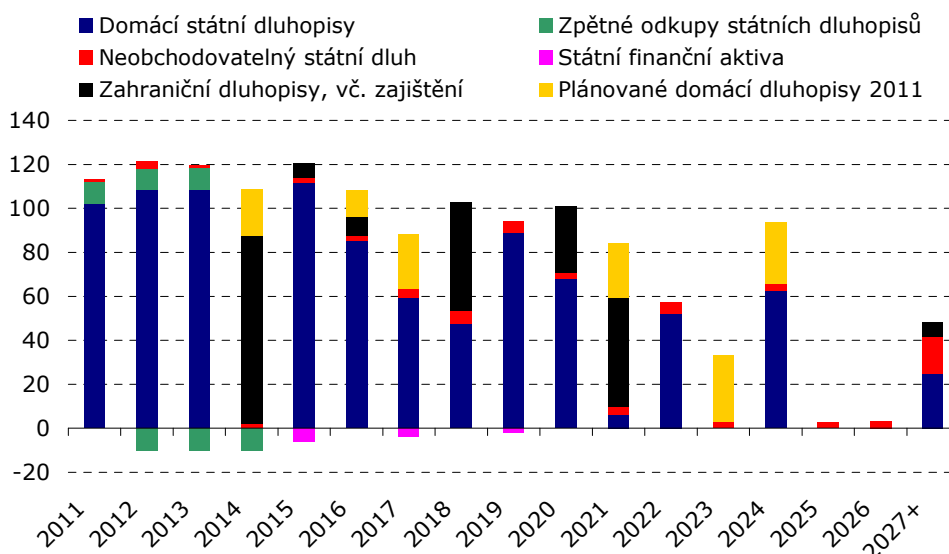
**Obrázek 17: Průměrná splatnost státního dluhu a vyhlášené cíle v letech 2002 až 2013**



Zdroj: MF ČR

Nové emise státních dluhopisů stejně jako čerpání dlouhodobých úvěrů od Evropské investiční banky budou i nadále řízeny v souladu s plněním klíčového cíle v podobě **stabilizace a vyhlazování splatnostního profilu státního dluhu v čase**. Ve střednědobém výhledu se roční splátky státního dluhu po zohlednění vlivu zpětných odkupů pohybují na úrovni 110 mld. Kč.

**Obrázek 18: Očekávaný splatnostní profil státního dluhu a finančních aktiv ke konci roku 2010**



*Poznámka: Bez zahrnutí peněžních instrumentů v oběhu na straně dluhu i aktiv. Na kladné vswlé ose jsou zobrazena pasiva, na záporné vswlé ose státní finanční aktiva a zpětné odkupy plánované na roky 2011 až 2013. Profil také nezahrnuje dopad případných prodejů spořicíh státních dluhopisů domácnostem ve splatnostech 2012 až 2017.*

Zdroj: MF ČR

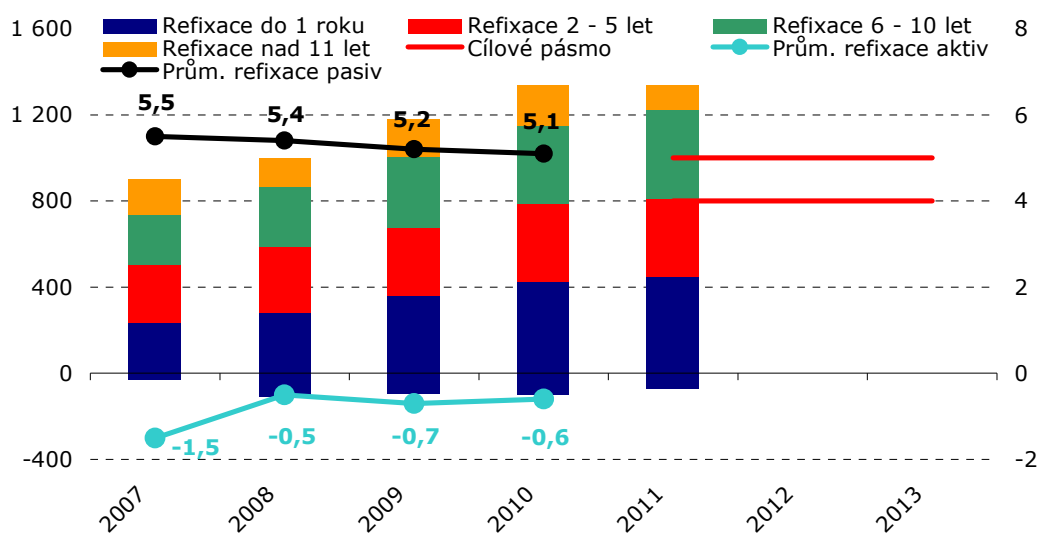
## Úrokové riziko

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

Primárním nástrojem pro splnění tohoto limitu bude emisní činnost formou variabilně úročených dluhopisů. Ministerstvo je však připraveno aktivně zajistit splnění tohoto cíle také pomocí derivátových operací. V porovnání s předchozími lety dochází zavedením cíle průměrné doby do refixace státního dluhu v intervalu 4 až 5 let ke snížení průměrné doby do refixace státního dluhu. V důsledku zavedení tohoto cíle budou náklady na obsluhu státního dluhu v průměru generovány na kratším konci výnosové křivky, než tomu bylo doposud, a proto Ministerstvo očekává v dlouhodobém horizontu relativní úsporu úrokových nákladů.

Hodnocení úspěšnosti při dosažení této úspory bude prováděno na relativní bázi jednak ve vztahu k rozpočtovanému saldu kapitoly státní dluh a jednak ve vztahu k benchmarkovému portfoliu, které bude replikováno synteticky na bázi fixně úročených dluhopisů s cílovou průměrnou dobou do splatnosti.

**Obrázek 19: Refixace státního dluhu a státních finančních aktiv v letech 2007 až 2013**

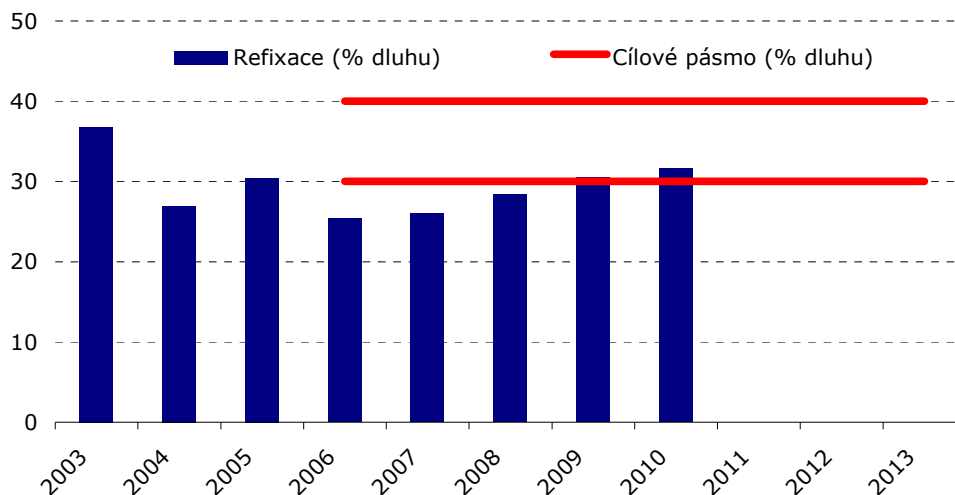


Poznámka: Na kladné svislé ose je zobrazeno dluhové portfolio, na záporné svislé ose jsou zobrazena státní finanční aktiva. Jednotkou hlavní svislé osy jsou mld. Kč a jednotkou vedlejší svislé osy jsou roky. Ke konci roku 2011 je zobrazen refixační profil vycházející z plánované emisní činnosti pro rok 2011.

Zdroj: MF ČR

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 povede ke shodným důsledkům pro portfolio státního dluhu. Tohoto cílového pásma bylo dosaženo až v roce 2009. V roce 2010 se ukazatel stále pohybuje nad svou spodní hranicí, přičemž očekávaná hodnota ke konci roku je 31,6 %.

**Obrázek 20: Úroková refixace státního dluhu do 1 roku v letech 2003 až 2013 (%)**



Zdroj: MF ČR

Ministerstvo sleduje v rámci čistého dluhového portfolia také vývoj základních rizikových parametrů státních investičních aktiv. Pokles ukazatelů je způsoben především navyšujícím se objemem prostředků spravovaných na důchodovém účtu, které jsou investovány, s ohledem na obtížnou predikovatelnost budoucích nákladů, pouze do instrumentů peněžního trhu se splatností do 1 roku.

**Tabulka 13: Rizikové parametry a výnosnost investičních portfolií a pře-půjček 2007 až 2010**

Parametr	2007	2008	2009	2010
Průměrná výnosnost (%)	3,8	2,9	2,1	1,9
Průměrná splatnost (roky)	5,1	2,0	1,9	1,7
Modifikovaná durace (roky)	4,2	1,8	1,7	1,6

Zdroj: MF ČR

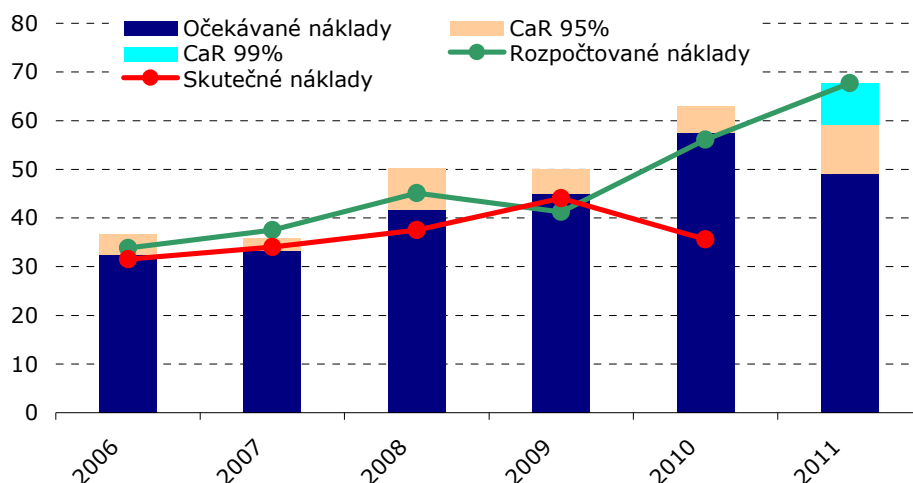
## Cost-at-Risk státního dluhu

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 vývoj výnosové křivky a měnového kurzu, deterministickým prvkem je pak dynamická struktura portfolia státního dluhu, která vychází z plánovaného způsobu financování hrubé výpůjční potřeby vlády při respektování stanovených strategické cíle řízení finančních rizik.

Primární cíl modelu spočívá ve stanovení maximálních nákladů státního dluhu, které nebudou s danou 95, resp. 99 % pravděpodobností překročeny. 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.

Obrázek 21 zobrazuje porovnání čistých úrokových nákladů státního dluhu v riziku, očekávaných a rozpočtovaných čistých úrokových nákladů s čistými úrokovými náklady skutečně realizovanými. V letech 2006 až 2010 model splnil primární cíl a maximální náklady tak nebyly překročeny v žádném z těchto roků. V letech 2006 až 2009 model splňoval i sekundární cíl a správně predikoval skutečné úrokové náklady, které byly s výjimkou roku 2009 nižší než rozpočtované náklady.

**Obrázek 21: Čisté úrokové náklady a náklady v riziku v letech 2006 až 2011 (mld. Kč)**



Zdroj: MF ČR

V roce 2010 se očekávají skutečné čisté úrokové náklady státního dluhu na úrovni 35,6 mld. Kč, přičemž modelem očekávané náklady byly na úrovni 57,5 mld. Kč a rozpočtované náklady činily 56,1 mld. Kč. Primární cíl modelu byl tedy pro rok 2010 splněn. Očekávaná hodnota úrokových nákladů se však významně liší od modelem očekávané hodnoty skutečných nákladů. Tento rozdíl je dán především výrazným poklesem české výnosové křivky (model očekával vzrůst), který snížil čisté úrokové náklady státního dluhu s pohyblivým úročením. Toto snížení úrokových nákladů bylo dále podpořeno zvýšením aukčních premií, resp. snížením diskontů, znovu otevřených fixně úročených dluhopisů. Důležitým faktorem poklesu skutečných nákladů je také ukončení politické nestability a pokles kreditní přírážky České republiky (model uvažoval kreditní přírážku na úrovních z roku 2009, tj. výrazně vyšší).

## Cost-at-Risk státního dluhu pro rok 2011

Pro rok 2011 nahradilo Ministerstvo stávající model používaný k simulacím výnosových křivek modelem výrazněji sofistikovanějším a více odpovídajícím realitě. Hlavní a zásadní změnou je to, že nyní je modelována celá pozorovatelná výnosová křivka, zatímco v minulosti byla modelována pouze nepozorovatelná okamžitá úroková míra a výnosová křivka byla poté zkonstruována z této jedné hodnoty. Další velkou výhodou nového modelu je zohledňování volatility na delším konci výnosové křivky. K simulaci výnosových křivek je použit model poprvé definovaný a popsáný 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 opět charakteristický vlastností "mean reversion", tj. konvergencí očekávaných sazeb ke své rovnovážné hodnotě. Model je Ministerstvem modifikován tak, aby vyhovoval specifikům méně likvidního českého trhu. Parametry modelu vychází 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 9.11.2010 až 31.12.2011.

Ministerstvo pro rok 2011 nově zavádí **CaR 99%**, tj. maximální hranici, kterou úrokové náklady státního dluhu nepřekročí s 99 % pravděpodobností. **CaR 95%** zůstává zachován. Ministerstvo k zavedení CaR 99% přistoupilo kvůli zvyšujícím se kreditním rizikům v eurozóně, které mohou v konečném důsledku znamenat zvýšenou volatilitu úrokových sazeb a konzervativně nastavený rozpočet kapitoly Státní dluhu je proto navázán na hranici CaR 99%.

Tabulka 14 zobrazuje očekávané čisté úrokové náklady státního dluhu v roce 2011 vždy ke konci měsíce. Dále obsahuje příslušné kritické hodnoty CaR 95% a CaR 99%. Očekávané úrokové náklady portfolia státního dluhu pro rok 2011 činí **49,1 mld. Kč**. Náklady v riziku, tj. absolutní CaR 95%, činí **59,2 mld. Kč** a CaR 99% **67,8 mld. Kč**. Skutečné úrokové náklady tak nebudou vyšší s 95 % pravděpodobností o více než 10,1 mld. Kč a s 99 % pravděpodobností o více než 18,7 mld. Kč oproti očekávaným nákladům.

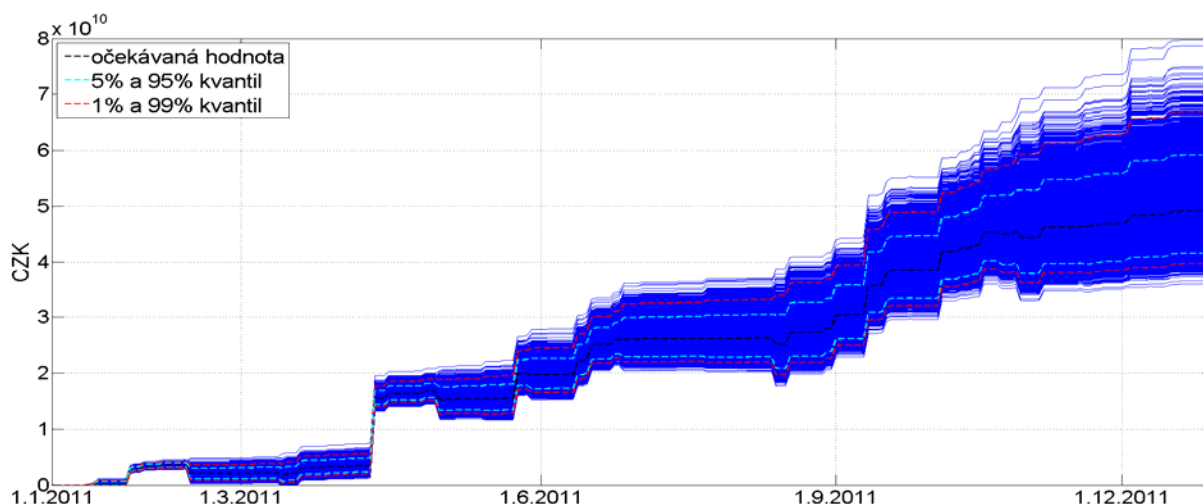
**Tabulka 14: Vývoj kumulovaných čistých úrokových nákladů v roce 2011 (mln. Kč)**

Měsíce roku 2011	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.
Očekávané náklady	3,3	2,0	3,3	16,8	19,7	26,0	26,2	28,1	38,4	44,4	46,9	49,1
Absolutní CaR 95%	3,7	3,1	4,6	18,2	22,6	29,9	30,4	33,4	44,6	52,9	55,9	59,2
Absolutní CaR 99%	3,9	3,6	5,4	19,0	24,5	32,3	33,1	36,9	48,9	59,3	62,6	67,8

Zdroj: MF ČR

Grafická prezentace simulací kumulovaných čistých úrokových nákladů státního dluhu v průběhu roku 2011 na denní bázi je zachycena na obrázku 22, který dále ukazuje očekávané hodnoty nákladů a příslušné 5 % a 95 %, resp. 1 % a 99 % kvantily simulovaných hodnot.

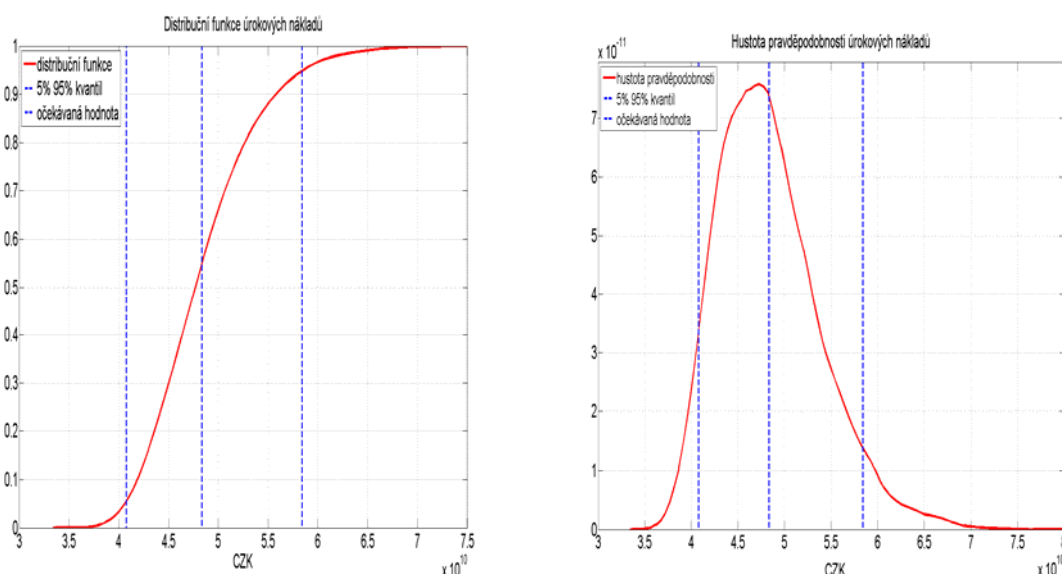
**Obrázek 22: Simulace čistých úrokových nákladů státního dluhu v průběhu roku 2011**



Zdroj: MF ČR

Pravděpodobnostní rozdělení čistých úrokových nákladů státního dluhu ke konci roku 2011 popsané pomocí hustoty pravděpodobnosti a distribuční funkce je zachyceno na obrázku 23.

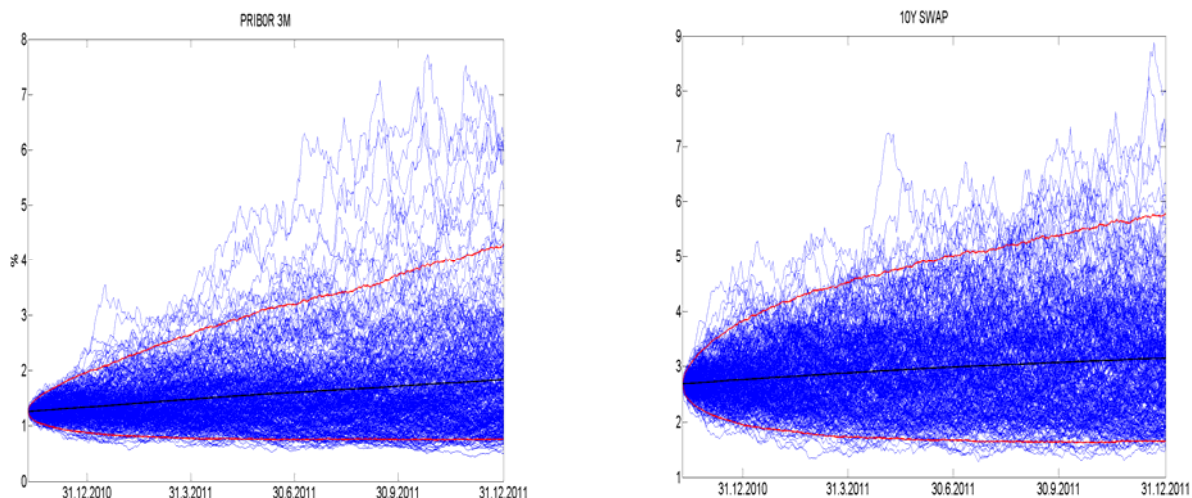
**Obrázek 23: Pravděpodobnostní rozdělení čistých úrokových nákladů ke konci roku 2011**



Zdroj: MF ČR

Vstupem pro výpočet úrokových nákladů jsou simulace výnosové křivky získané modelem. Obrázek 24 zachycuje simulace vybraných bodů na výnosové křivce, tj. sazby 3-měsíční PRIBOR a 10-letý SWAP, provedené ke dni 9.11.2010

**Obrázek 24: Denní simulace vývoje korunových úrokových sazeb v roce 2011 (%)**



Zdroj: MF ČR

## Měnové riziko

Měnové riziko je dalším tržním rizikem, kterému je vystaveno portfolio státního dluhu. Počínaje rokem 2011 začíná Ministerstvo toto riziko nejenom sledovat, ale také aktivně řídit. Klíčovým ukazatelem, kterým bude toto riziko řízeno, je **podíl cizoměnového dluhu na celkovém státním dluhu**. Jak pro rok 2011 tak pro dlouhodobější horizont vyhláší Ministerstvo strategickou limitní hranici ve výši **15 % + 2 procentní body**. Podíl cizoměnového dluhu na celkovém státním dluhu tedy může krátkodobě nabýt až úroveň 17 %. Tato hranice však slouží pouze ke krátkodobému překlenutí neočekávaného znehodnocení domácí měny.

Podíl cizoměnového státního dluhu vzrostl v minulých letech postupně směrem k podílu 10 %, což je očekávaný podíl měnově nezajištěného státního dluhu ke konci roku 2010.

**Tabulka 15: Měnová expozice státního dluhu v letech 2005 až 2010 (% celkového dluhu)**

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Cizoměnový dluh celkem</b>	0,1	0,7	0,6	4,6	8,6	9,7
<b>Podíl € na cizoměnovém dluhu</b>	79,5	5,9	6,2	85,5	85,0	83,0

Zdroj: MF ČR

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 2010, kdy očekávaný podíl měnové expozice denominované v měně euro vůči celkové měnové expozici dosáhne ke konci roku 83 %. V dlouhodobém horizontu nepředpokládá Ministerstvo výraznou změnu přeskupení poměrů měn v měnové expozici státního dluhu.

## 7 – Technické a institucionální cíle řízení dluhu

### A – Rozvoj trhu státních dluhopisů prostřednictvím MTS

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

**Podpora a rozvoj institucionálního rámce pro zajištění funkčního sekundárního trhu je tak jedním z implicitních klíčových cílů řízení státního dluhu ve všech vyspělých zemích.**

Transparentní a funkční sekundární trh je nutnou podmínkou pro podporu tržní likvidity a zvyšuje také pravděpodobnost rozšíření okruhu investorů do korunových státních dluhopisů z řad zahraničních institucí, pro které je při investičním rozhodování tržní likvidita aktiv jedním z významných faktorů.

Sekundární trh státních dluhopisů ve srovnání s vyspělými zeměmi Evropské unie v současnosti v České republice prakticky neexistuje. Jedná se jednak o důsledek finanční krize a jednak o důsledek nedůvěryhodného a netransparentního institucionálního rámce. Překonání tohoto nepříznivého stavu závisí na splnění následujících základních předpokladů, které spolu vzájemně úzce souvisí.

- (1) Implementace a provoz standardizované národní elektronické platformy pro obchodování se státními dluhopisy a jejich cenotvorbu na sekundárním trhu,
- (2) Pravidla chování účastníků primárního a sekundárního trhu,
- (3) Pravidla chování Ministerstva na primárním a sekundárním trhu,
- (4) Transparentní hodnocení výkonnosti účastníků primárního a sekundárního trhu a jednoznačně nastavené motivační schéma.

Neexistující národní unifikovaná elektronická platforma pro sekundární trh státních dluhopisů je hlavní překážkou pro naplnění uvedeného implicitního cíle řízení státního dluhu a komplikuje standardizaci obchodních vztahů mezi Ministerstvem v roli klíčového národního emitenta a jednotlivými tržními účastníky.

**Ministerstvo stanovuje jako zásadní technický strategický cíl pro rok 2011 implementovat MTS platformu pro obchodování se státními dluhopisy na domácím sekundárním trhu.**

Tento cíl je výsledkem provedených analýz, srovnání se současnou nejlepší zahraniční praxí a dohody se stávajícími klíčovými přímými účastníky primárních aukcí státních dluhopisů. Splnění tohoto cíle umožní také rozšířit okruh přímých účastníků o nové zahraniční tvůrce domácího trhu.

Toto řešení se ukazuje jako nejefektivnější varianta stabilizace a standardizace domácího tržního prostředí a jeho integrace do panevropského elektronického obchodního systému státních dluhopisů a ostatních navazujících instrumentů.

Tento systém zároveň umožňuje nezpochybnitelné monitorování chování tržních účastníků a dodržování stanovených pravidel v reálném čase jako podklad pro následné hodnocení jejich výkonnosti a bonifikaci. Technologická platforma **MTS (Mercato Telematico Secondario)** je v současnosti implementována pod patronací národních dluhových manažerů a ministerstev financí ve 13 zemích Evropské unie a v Izraeli a účastní se jí všechny významné globální a evropské finanční instituce, které jsou zároveň protistranami Ministerstva při realizaci finančních operací.



**Obrázek 25: MTS platforma v zemích Evropské unie v roce 2010**



Zdroj: MF ČR, MTS Group

Technické a organizační řešení implementace MTS v České republice bude výsledkem dohody mezi Ministerstvem, Českou národní bankou a stávajícími, případně dalšími potenciálními přímými účastníky primárních aukcí státních dluhopisů, resp. budoucími primárními dealery – tvůrci trhu.

Nejefektivnější variantou z hlediska nákladů a doby implementace se v současné době ukazuje založení samostatné české tržní dluhopisové divize v rámci centrální londýnské EuroMTS Ltd., která poskytne potřebnou infrastrukturu. Tato divize bude řízena zástupci Ministerstva společně se zástupci primárních dealerů prostřednictvím ustaveného **řídícího výboru MTS**, který zcela nahradí Český klub obchodníků s dluhopisy v roli garanta českého dluhopisového trhu. Hlavním úkolem tohoto výboru bude implementace, aktualizace a monitorování tržních pravidel. Ta budou odpovídat následujícím vymezeným okruhům.

- (1) Podmínky členství v obchodním systému a ve skupině primárních dealerů,
- (2) Kritéria zařazení benchmarkových dluhopisů,
- (3) Kótační povinnosti tvůrců trhu,
- (4) Nastavení vypořádání obchodů,
- (5) Kodex chování primárních dealerů a ostatních členů systému,
- (6) Monitoring tržního chování primárních dealerů, Ministerstva a ostatních členů.

V návaznosti na implementaci MTS bude nastavena standardizovaná struktura primárních dealerů, která povede k významným úpravám současných pravidel pro prodej státních dluhopisů. Členství v systému MTS a aktivní tvorba sekundárního trhu dle definovaných pravidel bude jednou z hlavních podmínek pro zařazení do skupiny primárních dealerů, kteří budou vystupovat jako **tvůrci trhu**, a budou mít exkluzivní přístup do primárních aukcí státních dluhopisů a operací Ministerstva na sekundárním trhu jako jsou zpětné odkupy, výměny dluhopisů, přímé sekundární prodeje, půjčování dluhopisů nebo repo operace. Aktivní tvorba sekundárního trhu bude bonifikována dle nově stanovené cenové motivační struktury při nákupech dluhopisů v primárních aukcích.

Tvůrci trhu budou také preferovanými protistranami Ministerstva při realizaci veřejných zahraničních emisí, privátních umístění a derivátových operací. Tvůrci trhu budou mít také exkluzivní právo účastnit se pravidelných setkání se zástupci Ministerstva, minimálně čtvrtletně, a podílet se mimo jiné na přípravě emisních kalendářů státních dluhopisů a navrhnout alternativní instrumenty financování výpůjční potřeby státu.

Vedle tvůrců trhu bude umožněna také role **uživatele trhu**, tj. zejména účast na obchodování na sekundárního trhu MTS v roli příjemce cen dluhopisů a nákup státních dluhopisů v primárních aukcích prostřednictvím tvůrců trhu.

Nová pravidla budou jednoznačně definovat také chování Ministerstva na sekundárním trhu státních dluhopisů tak, aby byla zajištěna naprostá transparentnost realizovaných operací ex ante i ex post. Pravidla nově upraví také chování Ministerstva při primárních aukcích tak, aby při stávající nejistotě na finančních trzích byla zvýšena flexibilita emitenta reagovat na výši poptávky a relativní vývoj cen na základě jasně definovaných kvantitativních kritérií a limitů.

V návaznosti na implementaci MTS a definování pravidel chování Ministerstva, tvůrců trhu a uživatelů trhu na primárním a sekundárním trhu státních dluhopisů dojde také k významné redefinici **metodiky pravidelného hodnocení výkonnosti a aktivity jednotlivých účastníků**. Tato metodika bude nastavena po vzájemné diskusi a kvantitativní kritéria a metodika kalkulace budou dostupné všem účastníkům systému. Hodnocení jejich výkonnosti a aktivity bude probíhat na měsíční bázi.

Hodnocení výkonnosti přímých účastníků na primárním a sekundárním trhu státních dluhopisů vyhlásilo Ministerstvo dne 1.12.2005 v rámci Strategie na rok 2006 a dále formalizovalo prostřednictvím dokumentu *Zásady spolupráce a hodnocení aktivity primárních dealerů českých státních dluhopisů*, který byl zveřejněn ve Finančním zpravodaji č. 11 – 12 dne 15.12.2006.

Na bázi indexu celkové výkonnosti je čtvrtletně zveřejňováno pořadí pěti nejlépe hodnocených institucí. Hodnocení je založeno na čtyřech základních skupinách *A. Primární trh domácích státních dluhopisů s vahou 50%, B. Sekundární trh domácích státních dluhopisů s vahou 15%, C. Sekundární trh eurobondů NewEuroMTS s vahou 15% a D. Operace Ministerstva na sekundárním trhu s vahou 20%*. Každá skupina obsahuje kvantitativní kritéria hodnocení.

Metodika výpočtu a matematická konstrukce jednotlivých kritérií nebyla Ministerstvem zveřejněna. Vzhledem k neexistenci elektronické platformy pro sekundární trh závisí hodnocení ve skupině B. na pravidelných hlášeních primárních dealerů o své aktivitě na sekundárním trhu. Ministerstvo přitom nedisponuje v současnosti 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, nelze v praxi monitorovat a hodnotit vůbec.

Nová metodika hodnocení bude založena na třech skupinách **A. Primární trh, B. Sekundární trh** a **C. Ostatní aktivity**. Posílení významu sekundárního trhu bude také podpořeno přiblížením vah pro skupinu A a B, které umožní ocenění aktivních tvůrců trhu v relaci k výkonnosti v primárních aukcích státních dluhopisů. Kvantitativní kritéria skupiny B budou vycházet zejména z dostupných statistických a monitorovacích nástrojů systému MTS.

**Cílovým datem zahájení provozu elektronického sekundárního trhu MTS a datem účinnosti nově definovaných pravidel primárního a sekundárního trhu státních dluhopisů je 1.7.2011.**

## B – Spořicí státní dluhopisy pro drobné investory

Struktura státního dluhu České republiky z hlediska držitelů je charakteristická relativně nízkým podílem domácností a neziskových institucí. Tato diskrepance vyplývá z dosavadní koncentrace domácí emisní činnosti státu na institucionální sektor finančních institucí a z absence dluhopisového nástroje s emisními podmínkami zaměřenými na drobné investory, jejichž motivací je dlouhodobé spoření prostřednictvím státních dluhopisů. Takovéto nástroje jsou přítomny v řadě vyspělých zemí zcela běžné, například v Kanadě, Německu, Rakousku, ve Spojených státech amerických a Švédsku nebo v Maďarsku a Polsku.

**Tabulka 16: Struktura držitelů korunových státních dluhopisů v letech 2001 až 2010 (%)**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Domácnosti a neziskové instituce</b>	1,3	0,2	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	1,4	1,4	1,2
<b>Domácí finanční instituce</b>	89,1	92,2	90,7	85,5	82,2	81,3	80,6	82,4	82,4	77,1
<b>Zahraníční instituce</b>	8,1	6,5	7,9	13,4	16,3	17,0	17,4	13,4	13,4	16,6
<b>Ostatní instituce</b>	1,5	1,2	1,3	0,9	1,2	1,5	1,7	2,7	2,7	5,2

Zdroj: Centrální depozitář cenných papírů, a.s., MF ČR a Středisko cenných papírů

Ministr financí proto rozhodl o obnovení přípravy systému přímých prodejů státních dluhopisů domácnostem a neziskovým institucím a o jeho implementaci v průběhu roku 2011 s tím, že plnohodnotný provoz se očekává v roce 2012. Cílem Ministerstva je nabídnout první sérii takových dluhopisů již ve druhé polovině roku 2011 a otestovat tak zájem drobných investorů o tyto dluhopisy a technickou funkčnost a efektivitu zvolených distribučních kanálů.

Dlouhodobý spořicí dluhopisový program tak bude až součástí Strategie na rok 2012. V průběhu roku 2011 se nepředpokládá, že prodeje těchto dluhopisů přesáhnou 10 mld. Kč a z tohoto pohledu nebudou mít také zásadní dopady na emisní a rizikové parametry předkládané Strategie na rok 2011.

Spořicí státní dluhopisy budou emitovány v souladu se zákonem č. 190/2004 Sb., o dluhopisech, a budou tak splňovat zákonem vymezené obecné charakteristiky pro tento investiční nástroj. Emisní podmínky budou formulovány tak, aby zohlednily specifika cílové skupiny držitelů v rámci zákonem daných platných ustanovení při současném důsledném zachování tržní konformity těchto dluhopisů.

### **Dlouhodobé cíle zařazení spořicích státních dluhopisů mezi stálé nástroje financování státu**

- (1) zpřístupnění možnosti bezpečné a výhodné investice do státního dluhu pro segment domácností a neziskových institucí a diverzifikace investorské báze,
- (2) posílení fiskální zodpovědnosti vlády prostřednictvím přímého finančního vztahu mezi majetkem občanů a závazky státu jako vyvážení stávajícího převažujícího daňového vztahu,
- (3) rozšíření dostupných produktů pro kapitálový spořicí penzijní pilíř návaznosti na přípravu důchodové reformy.

Klesající hrubá výpůjční potřeba ve střednědobém výhledu je pokryta prostřednictvím stávajících nástrojů emisní činnosti a záměr nabídnout spořicí státní dluhopisy tak není motivován nedostatkem jiných zdrojů financování.

Základní rámec implementačního projektu, který bude zahájen na počátku roku 2011, lze vymezit v následujících oblastech.

## **Technická a provozní oblast**

Ministerstvo otevře samostatnou evidenci zaknihovaných spořicíh státních dluhopisů na základě § 35 odst. (1) písm. d) zákona č. 218/2000 Sb., o rozpočtových pravidlech. Tato evidence bude otevřena a vedena v **Centrálním depozitáři cenných papírů, a.s.** (dále CDCP), který zajistí funkcionality a provoz pro Ministerstvo, které je standardním účastníkem CDCP, prostřednictvím rozšíření stávajících klientských služeb. Ministerstvo stanoví v souladu se zákonem **provozní řád** pro vedení samostatné evidence. Tato evidence bude důsledně oddělena od stávajících operací, které Ministerstvo provádí v CDCP při řízení státního dluhu, a od evidencí ostatních členů CDCP. Tím bude zajištěna naprostá transparentnost správy speciálních klientských účtů, na kterých budou vedeny pouze spořicí státní dluhopisy.

## **Distribuční infrastruktura a propagace**

Funkční distribuční kanály spořicíh státních dluhopisů jsou klíčovou součástí prodejního systému. Ministerstvo plánuje **využít maximální šíři dostupné distribuční infrastruktury tak, aby byla v dlouhodobém horizontu zajištěna maximální efektivnost celého systému.**

Do distribuce tak mohou být zapojeni současní účastníci CDCP, kteří disponují technickými prostředky pro komunikaci se systémy CDCP a budou tak mít přístup do samostatné evidence spořicíh státních dluhopisů. Jedná se jednak o současné přímé účastníky primárních aukcí státních dluhopisů, ale možnost zapojit se do distribuce bude nabídnuta také ostatním nebankovním finančním zprostředkovatelům, kteří vykonávají klientskou správu aktiv a mají tak potenciál rozšířit prodejní kapacitu. Dohody mezi Ministerstvem a jednotlivými účastníky CDCP o prodeji spořicíh státních dluhopisů budou uzavírány bilaterálně na základě nabídnutých nákladových podmínek. Účastníci CDCP, se kterými Ministerstvo uzavře tuto dohodu, budou moci pro kteréhokoliv klienta zajistit úplný servis spojený se založením účtu v samostatné evidenci, poskytnutím výpisu z tohoto účtu, vypořádáním nákupu a prodeje spořicího státního dluhopisu nebo vyřízením dědictví.

Současně bude Ministerstvo analyzovat také ostatní alternativy distribuce, zejména možnosti využití současné sítě kontaktních míst **Czech POINT** a možnosti **elektronické distribuce.**

## **Indikativní podmínky spořicíh státních dluhopisů**

Specifikace emisních podmínek a nastavení finančních detailů bude probíhat ve spolupráci s institucemi, se kterými se Ministerstvo dohodne na zajištění prodeje, a v úzké koordinaci s Českou národní bankou. Ministerstvo předpokládá, že bude nabízet dva základní druhy dluhopisů dle splatnosti, první se splatností 1 až 2 roky a druhý se splatností 5 až 6 let.

Rozvoj a případné rozšíření nabídky dalších typů spořicíh státních dluhopisů bude probíhat na základě reakce cílové skupiny držitelů, na základě analýzy jejich preferencí a v souladu s aktuálním tržním vývojem v budoucích letech.

**Tabulka 17: Indikativní podmínky pro první série spořicíh státních dluhopisů**

	<b>Typ A</b>	<b>Typ B</b>
<b>Splatnost</b>	1 až 2 roky	5 až 6 let
<b>Kotované na Burze cenných papírů</b>	NE	NE
<b>Převoditelnost na 3. osobu bez omezení</b>	NE	NE
<b>Nominální hodnota 1 kusu</b>	1 Kč	1 Kč
<b>Minimální objem jedné objednávky</b>	1 000 Kč	1 000 Kč
<b>Maximální objem jedné objednávky</b>	Bez omezení	Bez omezení
<b>Možnost před-splacení ze strany držitele</b>	NE	Po 1 roce držby
<b>Maximální objem před-splacení na osobu za dané období (měsíc/čtvrtletí)</b>	-	ANO (bude stanoveno)
<b>Typ úročení</b>	Diskont	Vyhlašovaná fixní nebo variabilní sazba
<b>Výplata výnosu</b>	Den splatnosti	a) Den výplaty kupónu nebo před-splacení b) reinvestice
<b>Možnost reinvestice výnosu</b>	NE	ANO
<b>Možnost reinvestice jistiny</b>	ANO	ANO
<b>Daňové zvýhodnění</b>	NE	NE
<b>Poplatky za založení a vedení majetkového účtu a za transakce</b>	NE	NE
<b>Příjem objednávek</b>	30 až 60 dní před datem emise	30 až 60 dní před datem emise nebo výplaty kupónu

Zdroj: MF ČR

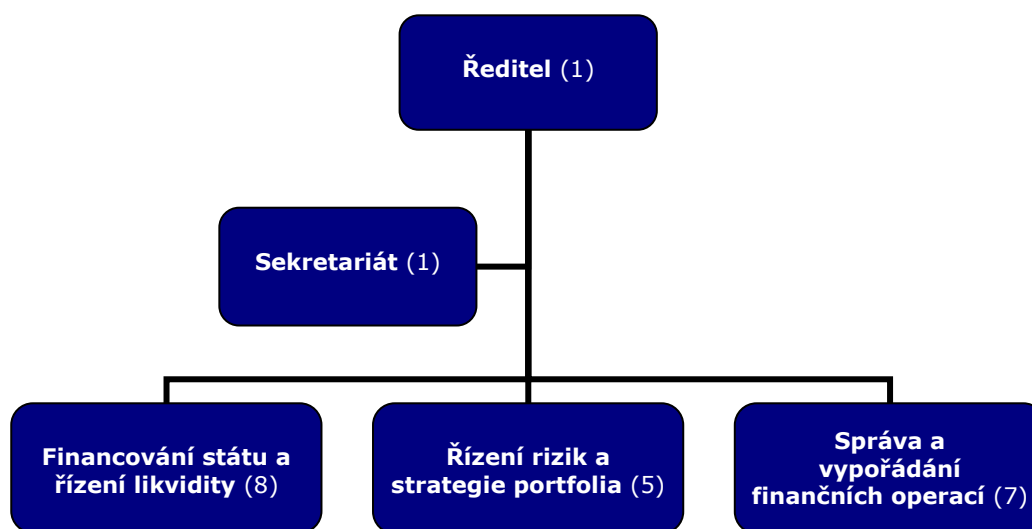
## C – Nové organizační uspořádání řízení státního dluhu

Odbor řízení státního dluhu a finančního majetku (Odbor) je integrální součástí organizační struktury ministerstva financí bez jakékoliv formálně definované autonomie. Podobné institucionální uspořádání lze nalézt například v Itálii, Japonsku, Kanadě, Polsku, Slovinsku nebo Španělsku. V Austrálii, Belgii, Nizozemsku či na Novém Zélandu je řízení státního dluhu a likvidity realizováno dluhovými agenturami, které nicméně zůstávají formálně také součástí organizační struktury ministerstva financí.

Odbor byl ve stávajícím uspořádání zřízen rozhodnutím ministra financí ke dni 1.10.2005 na základě doporučení externího organizačního, funkčního, personálního a informačního auditu v rámci Sekce veřejné rozpočty. V souvislosti s postupným rozvojem nových činností a finančních operací v souladu s mezinárodní nejlepší praxí a s dokončením implementace integrovaného informačního systému WallStreet Suite (dříve Trema Suite) se toto uspořádání ukázalo jako neefektivní a nevyhovující také dalším rozvojovým plánům v této oblasti.

Ministr financí proto rozhodl v rámci procesu zefektivňování řízení státního dluhu o nové organizační struktuře ke dni 1.1.2011. Nová organizační struktura odpovídá doporučením mezinárodních finančních institucí (Mezinárodní měnový fond, Světová banka nebo OECD) a je v současnosti aplikována nejen ve všech vyspělejších zemích, ale také v rozvojových zemích, které na základě projektového poradenství implementovaly standardní kapacity pro řízení státního dluhu, finančních aktiv a likvidity státní pokladny. Tato organizace je přitom typická bez ohledu na institucionální zařazení funkcí řízení státního dluhu jako integrální součásti ministerstva financí nebo jako samostatné agentury nebo úřadu.

**Obrázek 26: Nová organizační struktura Odboru řízení státního dluhu a finančního majetku**



Zdroj: MF ČR

Reorganizace je východiskem pro efektivnější rozložení stávajících činností a koncentraci agend, které spolu věcně souvisí při realizaci a následné administraci operací spojených s financováním státu a s řízením státních finančních aktiv. Hlavním cílem reorganizace je jasné oddělení funkcí a zodpovědností jednotlivých pracovníků v rámci tradičního „work-flow“ Front-Office (F/O) – Middle-Office (M/O) – Back-Office (B/O), které je charakteristické pro operace na finančním trhu bez ohledu na to zda se odehrávají v souvislosti s řízením finančních aktiv, likvidity státní pokladny nebo řízením státního dluhu, resp. ostatních závazků státu.

Změnou organizační struktury dochází také ke sjednocení výstupního místa (B/O) pro navazující proces zaúčtování operací, který je zajišťován jiným odborem Ministerstva. Jednoznačná delegace rolí jednotlivých pracovníků a vedoucích oddělení umožní také efektivnější řízení operačních rizik, pravidelnou procesní kontrolu a zjednoduší proces interního a externího auditu finančních operací.

Vzhledem ke skutečnosti, že Odbor zajišťuje klasické operace na finančním trhu a bankovní obchody, odpovídá tato struktura také praxi bankovních institucí a velkých korporací. Podobnou strukturu lze nalézt také u centrálních bank pro oblast zajištění řízení devizových rezerv státu a ostatních finančních operací centrálních banky, včetně České národní banky.

Nová organizační struktura také nastavuje transparentní uživatelskou strukturu používaného informačního finančního systému Wallstreet Suite, jehož modularita a přístupová práva přesně odpovídají mezinárodní praxi a charakteru realizovaných bankovních a finančních tržních operací státu a zpracování s nimi spojeného „work-flow“ (F/O – M/O – B/O). Vedoucí pracovníci jednotlivých oddělení po změně organizační struktury budou také jednoznačně a nezpochybnitelně zodpovědní za provoz a rozvoj těchto základních tří systémových modulů, což přispěje také k efektivnější správě informačního systému v jeho stávajícím stavu a také v návaznosti na plánovanou redefinici a rozvoj projektu integrovaného informačního systému státní pokladny.

**Oddělení financování státu a řízení likvidity** (F/O) bude zodpovědné za exekuci veškerých operací na primárním a sekundárním trhu, zajišťovat domácí emise a aukce státních dluhopisů, veřejné emise na zahraničním trhu, privátní umístění státních dluhopisů, derivátové operace, repo a depo operace při řízení likvidity státní pokladny, investiční operace při správě svěřených portfolií, bude sjednávat přímé úvěry od mezinárodních institucí a přímé prodeje dluhopisů Evropské investiční bance. Oddělení bude také zajišťovat primární komunikaci s účastníky finančního trhu a s institucionálními a drobnými investory a také s Českou národní bankou, se kterou bude spolupracovat zejména v oblasti organizace aukcí státních dluhopisů, řízení likvidity státní pokladny a rozvoje primárního a sekundárního trhu státních dluhopisů.

**Oddělení řízení rizik a strategie portfolia** (M/O) bude zodpovědné za tvorbu strategie financování státu a integrované řízení portfolia státního dluhu a státních finančních aktiv, za měření a řízení finančních a kreditních rizik spojených s integrovaným portfoliem a bude stanovovat limity rizik a sledovat jejich dodržování. Oddělení bude analyzovat alternativní strategie financování z pohledu vztahu očekávaných nákladů a rizik a zajišťovat optimalizaci financování státu s minimálními náklady při dané míře rizika, bude modelovat výnosové křivky a provádět kvantitativní finanční výzkum a zajišťovat komplexní analytickou a systémovou podporu realizace a následného vypořádání finančních operací realizovaných v rámci Odboru.

**Oddělení správa a vypořádání finančních operací** (B/O) bude zodpovědné za verifikaci, vypořádání a archivaci veškerých finančních operací realizovaných oddělením F/O, bude zajišťovat veškeré platební operace a správu bankovních účtů, včasné výplaty kupónů a splátek státního dluhu a ostatních hotovostních toků spojených s provozem Odboru, komplexní správu rozpočtových kapitol Státní dluh a Operace státních finančních aktiv, bude připravovat související rozpočtovou dokumentaci a podklady pro zaúčtování finančních operací a bude provádět statistickou a evidenční činnost a podílet se na správě pohledávek státu.

Počínaje dnem 1.1.2011 bude mít Odbor mezinárodně standardizovanou a uznávanou organizační strukturu, která je zároveň pružná z hlediska potenciální budoucí integrace řízení dalších finančních aktiv či pasiv státní finanční rozvahy do své kompetence, z hlediska rozvoje funkcí realizace platebního styku rozpočtové soustavy v rámci projektu státní pokladny a z hlediska implementace a provozu prodeje státních dluhopisů určených domácím a neziskovým institucím.

## D – Finanční výzkum: benchmarková výnosová křivka

Odbor v průběhu roku 2010 zahájil výzkum konstrukce interní benchmarkové výnosové křivky korunových státních dluhopisů. Východiskem konstrukce křivky byla aplikace, v souladu s praxí na vyspělých finančních trzích, **Svenssonova modelu**, který dle Ministerstva nejlépe vystihuje český trh státních dluhopisů. Křivka nalezne uplatnění všude tam, kde je potřeba stanovit teoretickou cenu dluhopisu, tj. například při stanovení kuponové sazby nové emise dluhopisu při primární aukci, získání ceny při zpětných odkupech a výměnách dluhopisů, při operacích Ministerstva na sekundárním trhu a při stanovení tržně konformních výnosů spořicíh státních dluhopisů prodávaných domácnostem a neziskovým institucím.

Výnosová křivka českých státních dluhopisů není na trhu přímo pozorovatelná. Jako model nejlépe vystihující český dluhopisový trh byl vybrán Svenssonův model (viz Lars E. O. Svensson: *Estimating and interpreting forward interest rates: Sweden 1992-1994*, Working paper No. 4871). Jedná se o parametrický model, který rozšiřuje model Nelsonův a Siegelův z roku 1987 o dva parametry. Díky těmto přidaným parametrům je model schopen lépe vystihnout tvar křivky, ale současně je ještě stále robustní vůči odlehlym pozorováním.

V uvažovaném modelu je bezkuponová neboli spotová sazba popsána parametrickou funkcí:

$$i(m;b) = \beta_0 + \beta_1 \frac{1 - \exp\left(-\frac{m}{\tau_1}\right)}{\frac{m}{\tau_1}} + \beta_2 \left[ \frac{1 - \exp\left(-\frac{m}{\tau_1}\right)}{\frac{m}{\tau_1}} - \exp\left(-\frac{m}{\tau_1}\right) \right] + \beta_3 \left[ \frac{1 - \exp\left(-\frac{m}{\tau_2}\right)}{\frac{m}{\tau_2}} - \exp\left(-\frac{m}{\tau_2}\right) \right],$$

kde  $m$  je doba do splatnosti a  $b=(\beta_0,\beta_1,\beta_2,\beta_3,\tau_1,\tau_2)$  je vektor parametrů. Parametry modelu byly odhadnuty minimalizací rozdílu mezi teoretickými (parametrickými) výnosy do splatnosti  $\hat{Y}_i(b)$  a pozorovanými výnosy do splatnosti  $Y_i$  kuponových dluhopisů:

$$b = \arg \min_b \sum_{i=1}^N \left[ \hat{Y}_i(b) - Y_i \right]^2.$$

Z takto odhadnuté spotové (bezkuponové) sazby lze dopočítat parové (kuponové) a forwardové sazby. Aplikací Svenssonova modelu se tedy nejprve získá bezkuponová výnosová křivka, na základě které se provádí kalkulace kuponové výnosové křivky a forwardové křivky s libovolnou dobou vypořádání.

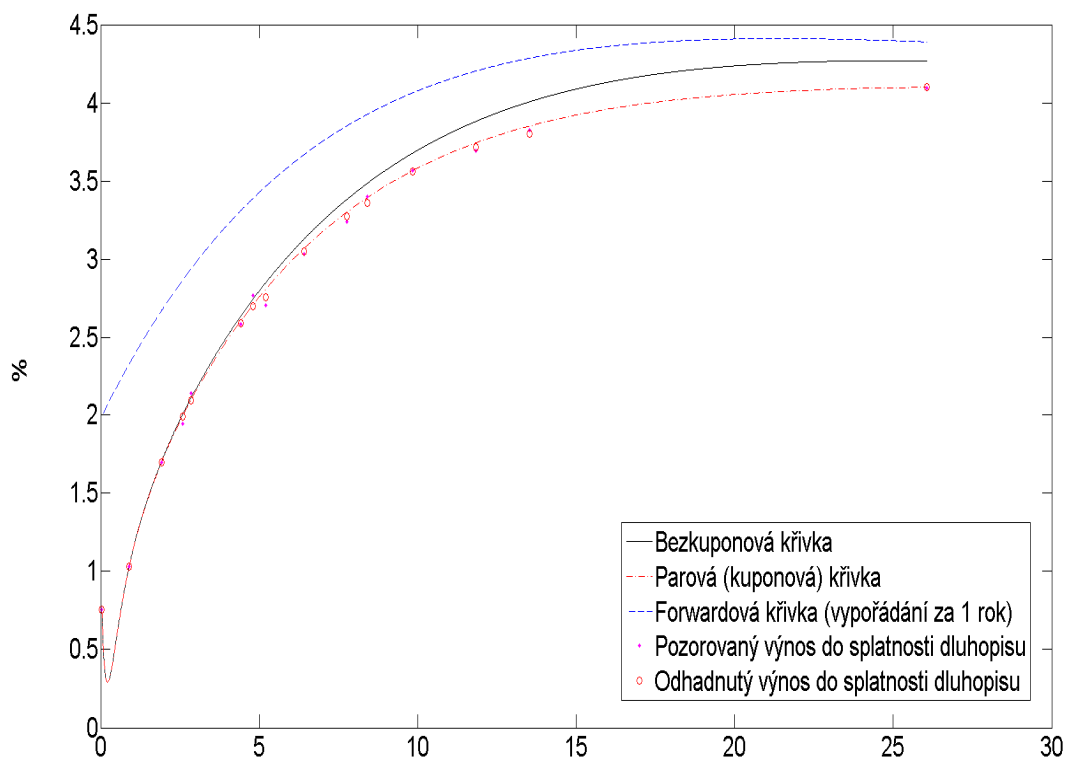
Míry oceňující kvalitu odhadu nabývají velmi nízkých hodnot. Odmocninová střední čtvercová chyba výnosu dosáhla hodnoty 0,0329, odmocninová střední čtvercová chyba ceny nabyla hodnoty 0,1905 a střední absolutní chyba výnosu se pohybuje na úrovni 0,0626. Výsledné chyby odhadu jsou v souladu s chybami, které při odhadu vykázal i Svensson. Vybraný model tedy dává velmi přesné výnosové křivky, které jsou zároveň dostatečně hladké.

Ukázka kuponové (parové) výnosové křivky českých státních dluhopisů stanovená ke dni 11.11.2010 je zobrazena na následujícím obrázku 27, který dále zobrazuje bezkuponovou (spotovou) výnosovou křivku a forwardovou výnosovou křivku s vypořádání za 1 rok.

Na obrázku jsou dále zobrazeny tržní a odhadnuté výnosy českých státních dluhopisů.



## Obrázek 27: Odhad bezkuponové, kuponové a forwardové výnosové křivky



Zdroj: MF ČR

Tabulka 18 zobrazuje české státní dluhopisy použité k odhadu výnosových křivek spolu s jejich nákupní cenou ke dni 11.11.2010 v cca 12:00 hodin.

**Tabulka 18: Použité ceny korunových státních dluhopisů pro odhad výnosových křivek (%)**

Státní dluhopis	Datum splatnosti	Kupon	Čistá cena
<b>4,10/2011</b>	11.04.2011	4,10	101,26
<b>6,55/2011</b>	05.10.2011	6,55	104,90
<b>3,55/2012</b>	18.10.2012	3,55	103,50
<b>3,70/2013</b>	16.06.2013	3,70	104,40
<b>2,80/2013</b>	16.09.2013	2,80	101,80
<b>3,80/2015</b>	11.04.2015	3,80	105,00
<b>3,40/2015</b>	01.09.2015	3,40	102,80
<b>6,95/2016</b>	26.01.2016	6,95	120,35
<b>4,00/2017</b>	11.04.2017	4,00	105,55
<b>4,60/2018</b>	18.08.2018	4,60	109,20
<b>5,00/2019</b>	11.04.2019	5,00	111,50
<b>3,75/2020</b>	12.09.2020	3,75	101,50
<b>4,70/2022</b>	12.09.2022	4,70	109,50
<b>5,70/2024</b>	25.05.2024	5,70	119,50
<b>4,20/2036</b>	04.12.2036	4,20	101,65

Zdroj: Bloomberg

\*\*\*

Tato publikace byla připravena na základě informací dostupných k 30. 11. 2010. Ministerstvo si vyhrazuje právo během roku 2011 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 dluhové služby a řízení finančních rizik.

Tato Strategie je dostupná také prostřednictvím internetu na:  
**[www.mfcr.cz/statnidluh](http://www.mfcr.cz/statnidluh)**

**Další informace:**

Ing. Petr Pavelek, Ph.D., ředitel Odboru  
**Odbor řízení státního dluhu a finančního majetku**  
Letenská 15, 118 10 Praha 1 – Malá Strana  
Tel.: 257 042 678, E-mail: petr.pavelek@mfcr.cz, Reuters <MFCR>