



**Ministerstvo
financí**

**odbor Řízení státního dluhu
a finančního majetku**

STRATEGIE

financování a řízení státního dluhu České republiky 2015



17. prosinec 2014

Ministerstvo financí

**Strategie financování a řízení státního
dluhu České republiky na rok 2015**

**Strategie financování a řízení státního
dluhu České republiky 2015**

17. prosinec 2014

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

ISSN 1805-7136 (Print)
ISSN 1805-7144 (On-line)

ISBN 978-80-85045-67-3 (Print)
ISBN 978-80-85045-68-0 (On-line)

Vychází 1x ročně, zdarma

Elektronický archiv:
www.mfcz.cz/statnidluh

Ministr financí rozhodl dne 15. prosince 2014 o struktuře a způsobech krytí potřeby financování centrální vlády v rozpočtovém roce 2015 a schválil základní absolutní a relativní limity pro emisní činnost na domácím a zahraničních finančních trzích a pro aktivní řízení čistého dluhového portfolia a likvidity souhrnných účtů státní pokladny v jednotlivých měnách (č.j.: MF-77951/2014/2002-1).

Takto vymezený operační rámec v podobě předkládané Strategie financování a řízení státního dluhu na rok 2015 (dále Strategie nebo Strategie 2015) umožňuje pružné působení Ministerstva financí (dále Ministerstvo) na domácím a zahraničních finančních trzích při aktivním zajišťování zdrojů peněžních prostředků sloužících ke krytí potřeby financování centrální vlády a zajišťování denní solventní pozice státu, tedy

vytvoření výchozích podmínek pro hladkou realizaci rozpočtové a fiskální politiky.

Strategie vychází a je v souladu se zákonem o státním rozpočtu České republiky na rok 2015, včetně střednědobého výhledu do roku 2017, Fiskálním výhledem České republiky z listopadu 2014 a Makroekonomickou predikcí České republiky z října 2014.

Strategie je předkládána prostřednictvím odboru 20 – Řízení státního dluhu a finančního majetku, který je zodpovědný za operace spojené s financováním státu, aktivním řízením čistého dluhového portfolia, řízením likvidity souhrnných účtů státní pokladny a krátkodobým a dlouhodobým investováním volných peněžních prostředků státních finančních aktiv a souhrnných účtů státní pokladny na finančních trzích.

Obsah

Úvod	9
Klíčové události v roce 2015	9
Ratingové hodnocení České republiky	10
Potřeba financování centrální vlády a vývoj státního dluhu	10
Emisní činnost a operace na sekundárním trhu v roce 2014	12
Emise státních pokladničních poukázek a operace na peněžním trhu.....	12
Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů.....	12
Emise spořicíh státních dluhopisů	12
Úvěry od Evropské investiční banky.....	12
Zpětné odkupy státních dluhopisů	12
Program financování a emisní činnost v roce 2015	13
Instrumenty peněžního trhu	13
Střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy	13
Ostatní dluhové instrumenty.....	14
Program zpětných odkupů a výměnných aukcí na sekundárním trhu	14
Program financování a emisní činnost v prvním pololetí 2015	15
Instrumenty peněžního trhu	15
Střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy	15
Cíle, limity a rizikové parametry dluhového portfolia v roce 2015	16
Refinanční riziko	16
Úrokové riziko	16
Měnové riziko	16
Výdaje na obsluhu státního dluhu	17
Hotovostní a akruální vyjádření	17
Cost-at-Risk státního dluhu	18
Primární dealeři státních dluhopisů České republiky	21
Kalendář uveřejňovaných informací v prvním pololetí roku 2015	22

Seznam tabulek

Tabulka 1: Ratingové hodnocení České republiky v roce 2014	10
Tabulka 2: Potřeba financování	10
Tabulka 3: Rámcový emisní plán SDD na domácím trhu v roce 2015.....	13
Tabulka 4: Potenciální aukční dny SPP v prvním pololetí roku 2015.....	15
Tabulka 5: Potenciální aukční dny SDD v prvním pololetí roku 2015.....	15
Tabulka 6: Čisté úrokové výdaje a Cost-at-Risk	19
Tabulka 7: Seznam primárních dealerů státních dluhopisů České republiky pro rok 2015	21

Seznam obrázků

Obrázek 1: Vývoj státního dluhu České republiky	11
Obrázek 2: Průměrná doba do splatnosti a refixace státního dluhu a refixace státního dluhu do 1 roku..	16
Obrázek 3: Čisté výdaje na obsluhu státního dluhu	17
Obrázek 4: Čisté hotovostní výdaje a akruální náklady na obsluhu státního dluhu.....	18
Obrázek 5: Čisté úrokové výdaje a Cost-at-Risk.....	19

Seznam použitých zkratk

CaR	náklady v riziku
ČNB	Česká národní banka
ČSÚ	Český statistický úřad
EIB	Evropská investiční banka
ESA 2010	Evropský systém národních a regionálních účtů z roku 2010
EUR	kódové označení eura
HDP	hrubý domácí produkt
JCR	Ratingová agentura Japan Credit Rating Agency
MF	Ministerstvo financí
MTS	Mercato Telematico Secondario
p. b.	procentní bod
PRIBOR	pražská mezibankovní nabídková sazba
R&I	Ratingová agentura Rating and Investment Information, Inc.
SDD	střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy
SPP	státní pokladniční poukázky
SSD	spořicí státní dluhopisy

Úvod

Počínaje rokem 2015 dochází ke změně a zjednodušení formátu komunikace Ministerstva s veřejností a Ministerstvo představuje nový, kompaktnější formát Strategie financování a řízení státního dluhu, jejíž dosavadní obsah bude rozdělen do dvou publikací: Strategie financování a řízení státního dluhu České republiky na rok 2015 a Zprávy o řízení státního dluhu v roce 2014 (dále Zpráva).

Zpráva bude v souladu s běžnou mezinárodní praxí uveřejněna vždy v průběhu prvního čtvrtletí následujícího po konci příslušného roku (v roce 2015 se uveřejnění plánuje na konec ledna) a bude obsahovat podrobné shrnutí a popis událostí z oblasti řízení státního dluhu v příslušném roce, vyhodnocení emisní činnosti státu, vývoje zadluženosti České republiky a souvisejících úrokových výdajů státního rozpočtu, analýzu situace na primárním a sekundárním trhu státních dluhopisů a plnění stanovených strategických cílů v oblasti řízení rizik dluhového portfolia. V této Zprávě budou nově zahrnuty také veškeré informace doposud obsažené ve Čtvrtletní informaci o řízení

dluhového portfolia za prosinec, která tímto zanikne a bude spojena se Zprávou, jejíž součástí se stane také Hodnocení primárních dealerů českých státních dluhopisů za předchozí rok. Dosavadní Čtvrtletní informace o řízení dluhového portfolia a Hodnocení primárních dealerů českých státních dluhopisů za březen, červen a září příslušného roku budou zachovány v dosavadní podobě s tím, že budou spojeny do jednoho dokumentu a publikovány do konce dubna, července a října (v roce 2015 se uveřejnění plánuje vždy třetí pátek v měsíci následujícím po konci čtvrtletí).

V předkládané Strategii 2015 je uveden základní rámec realizace financování státu a jsou stanoveny limity a cíle pro jednotlivé sledované rizikové ukazatele portfolia státního dluhu pro rok 2015 včetně podrobnějšího popisu financování v prvním pololetí roku 2015 s tím, že na základě aktuálního vývoje potřeby financování a vývoje situace na finančních trzích se plánuje uveřejnit poslední pátek prvního pololetí roku 2015 aktualizaci Strategie pro druhé pololetí.

Klíčové události v roce 2015

Potřeba financování v roce 2015 ve výši 367,2 mld. Kč a stabilizovaný státní dluh.

- rozpočtovaný deficit schodku státního rozpočtu ve výši 100,0 mld. Kč
- splátky dvou emisí korunových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů (Dluhopis České republiky, 2005–2015, 3,80 % a Dluhopis České republiky, 2010–2015, 3,40 %) v celkové jmenovité hodnotě 113,0 mld. Kč
- splátka emise variabilně úročených státních dluhopisů denominovaných v euro vydaných v roce 2009 v celkové jmenovité hodnotě 300 mil. EUR
- splátka emise spořicíh státních dluhopisů v celkové jmenovité hodnotě 11,5 mld. Kč
- refinancování emisí státních pokladničních poukázek v celkové jmenovité hodnotě 107,6 mld. Kč
- zapojování disponibilních peněžních prostředků souhrnných účtů státní pokladny do krytí části potřeby financování za účelem stabilizace státního dluhu

Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů ve výši 130,0 až 180,0 mld. Kč.

- vydání tří nových benchmarkových emisí fixně úročených korunových státních dluhopisů se splatností v roce 2023, 2026 nebo 2027 a 2030
- znovuotevírání již vydaných emisí fixně a variabilně úročených korunových státních dluhopisů se splatností od roku 2018
- zahraniční emise státních dluhopisů v případě nákladově výhodných podmínek
- přímé prodeje korunových státních dluhopisů na sekundárním trhu do výše 20 mld. Kč

Primární a sekundární trh státních dluhopisů.

- počet a složení primárních dealerů zůstávají stejné jako v roce 2014
- harmonizace vypořádání aukcí státních dluhopisů v rámci Evropské unie na standard T+2
- plnění kotačních povinností primárních dealerů na sekundárním trhu bude také v roce 2015 probíhat prostřednictvím platformy MTS Czech Republic, která byla určena a potvrzena rozhodnutím Výboru primárních dealerů
- program zpětných odkupů a výměnných aukcí státních dluhopisů v rozsahu 10 až 30 mld. Kč

Ratingové hodnocení České republiky

Česká republika patří mezi mimořádně spolehlivé emitenty a těší se velkému zájmu domácích i zahraničních investorů, což potvrzují vysoká ratingová hodnocení se stabilním výhledem všech hlavních ratingových agentur s mezinárodní působností. V březnu roku 2014 navíc ratingová agentura Japan Credit Rating Agency vylepšila ratingové hodnocení závazků České republiky

na AA-, výhled stabilní, pro dlouhodobé závazky v cizí měně a na A+, výhled stabilní, pro dlouhodobé závazky v domácí měně. Česká republika má nejvyšší celkové ratingové hodnocení ze všech zemí střední a východní Evropy a několik let se již pohybuje také nad průměrným ratingovým hodnocením členských zemí eurozóny.

Tabulka 1: Ratingové hodnocení České republiky v roce 2014

Ratingová agentura	Domácí dlouhodobé závazky	Výhled	Zahraněční dlouhodobé závazky	Výhled	Udělen/potvrzen
Moody's	A1	Stabilní	A1	Stabilní	19. 7. 2013
Standard & Poor's	AA	Stabilní	AA-	Stabilní	25. 7. 2014
Fitch Ratings	AA-	Stabilní	A+	Stabilní	14. 11. 2014
JCR	AA-	Stabilní	A+	Stabilní	24. 3. 2014
R&I	AA-	Stabilní	A+	Stabilní	11. 9. 2013

Zdroj: Moody's, Standard & Poor's, Fitch Ratings, JCR, R&I

Potřeba financování centrální vlády a vývoj státního dluhu

Potřeba financování centrální vlády je určena standardními komponentami, které je v daném roce nezbytné pokrýt peněžními prostředky, tj. zejména hotovostní schodek státního rozpočtu a veškeré splátky, předčasné splátky a zpětné odkupy a výměny jmenovitých hodnot (jistin) státního dluhu, včetně souvisejících derivátů. Financující operace na straně státních finančních aktiv a v rámci souhrnných účtů státní pokladny potom probíhají na straně zdrojů peněžních prostředků, které mohou být zapojeny do krytí

potřeby financování paralelně s výpůjčními operacemi státu na finančních trzích.

Pro rok 2014 se předpokládá, že hotovostní schodek státního rozpočtu nepřekročí výši 80,0 mld. Kč, což je o 32,0 mld. Kč nižší očekávaná skutečnost, než činí schodek rozpočtovaný. Potřeba financování České republiky je v čase relativně stabilní, když se její podíl na HDP od roku 2012 pohybuje v rozmezí cca 8 až 10 % HDP, včetně aktuálního střednědobého výhledu do roku 2017.

Tabulka 2: Potřeba financování (mld. Kč)

Potřeba financování	2012	2013	2014P	2015P	2016P	2017P
Schodek státního rozpočtu ¹	101,0	81,3	80,0	100,0	100,0	95,0
Splátky SDD v daném roce ²	115,6	108,6	136,4	138,8	154,5	144,0
Zpětné odkupy a výměny SDD z předchozích let	-2,0	-8,1	-4,0	-15,3	-20,4	-20,0
Zpětné odkupy a výměny SDD splatných v dalších letech ³	8,1	7,5	11,3	20,0	20,0	20,0
Splátky a předčasné splátky SSD v daném roce	9,6	7,7	11,9	11,5	30,1	16,9
Splátky SPP bez revolvingu ⁴	162,6	189,1	120,9	107,6	110,0	110,0
Ostatní peněžní instrumenty	0,0	0,0	0,0	2,5	10,0	10,0
Splátky úvěrů EIB	5,3	2,8	11,1	2,1	1,7	3,9
Potřeba financování celkem	400,2	388,8	367,5	367,2	405,9	379,8
Potřeba financování celkem v % HDP⁵	9,9	9,5	8,6	8,2	8,8	7,9

¹ Pro rok 2014 očekávaný schodek, pro rok 2015 rozpočtovaný schodek a pro 2016 a 2017 střednědobý výhled státního rozpočtu

² Včetně zajišťujících operací

³ Bez operací SDD splatných v příslušném období.

⁴ V rámci příslušného období

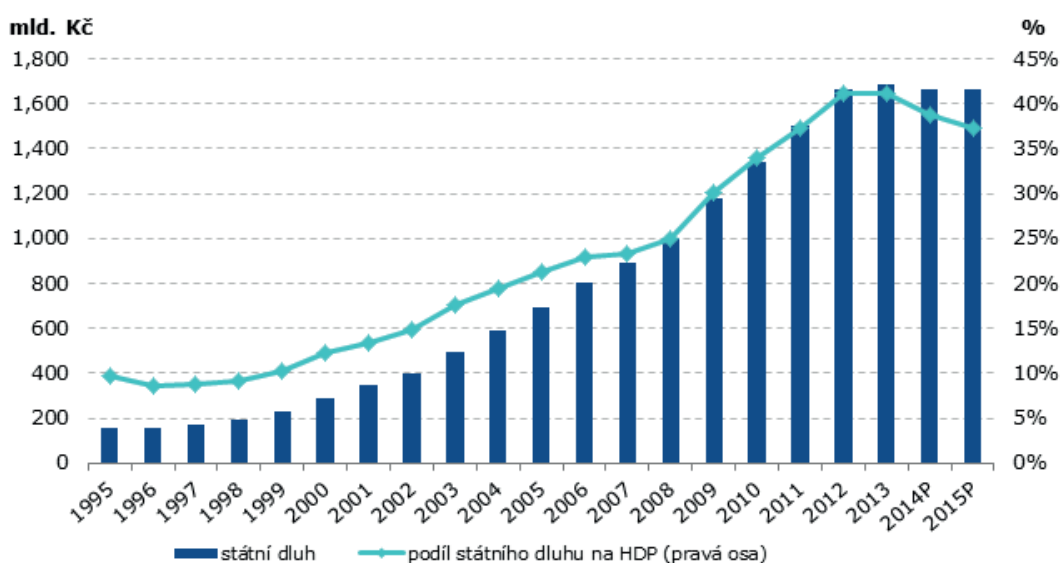
⁵ Zdroj pro HDP v metodice ESA 2010 v letech 2012 a 2013 je ČSÚ, pro roky 2014 až 2017 Makroekonomická predikce MF – říjen 2014

Zdroj: MF, ČSÚ

Výsledná hrubá výpůjční potřeba centrální vlády, která je odvozená od potřeby financování a představuje tu její část, jejíž krytí musí být zajištěno výpůjčními operacemi na finančních trzích, zejména dluhopisových, je závislá na zapojení finančních aktiv, tj. zejména disponibilních zdrojů státní pokladny do krytí potřeby financování. V případě zapojení těchto likvidních aktiv do krytí potřeby financování je výsledná hrubá výpůjční potřeba nižší než celková potřeba financování v příslušném roce, což nastalo v letech 2013 a 2014. V opačném případě, kdy dochází k akumulaci finančních aktiv, je hrubá výpůjční potřeba financování vyšší než potřeba financování, což nastalo např. v letech 2011 a 2012.

Zatímco v roce 2013 přistoupilo Ministerstvo k využití rezervy peněžních prostředků nakumulované v předchozích letech z předfinancování prostřednictvím emisí státních dluhopisů, počínaje rokem 2014 Ministerstvo zapojuje aktivně prostřednictvím refinančního mechanismu také cizí zdroje státní pokladny do krytí potřeby financování České republiky. Ačkoli se jedná o peněžní prostředky státu, z hlediska samotného krytí potřeby financování jde o cizí zdroje, které umožňují snížení rozsahu výpůjčních operací státu a nižší hrubou a čistou výpůjční potřebu v daném roce. Výsledkem je vedle realizace úspor úrokových výdajů státního rozpočtu také absolutní a relativní stabilizace korunové hodnoty hrubého státního dluhu, případně její pokles.

Obrázek 1: Vývoj státního dluhu České republiky



Zdroj: MF

Zapojením disponibilních peněžních prostředků státu v rámci souhrnných účtů státní pokladny vedených ČNB bude dosaženo poklesu korunové hodnoty hrubého státního dluhu v roce 2014 o cca 20 ml. Kč oproti konci roku 2013, čímž dojde k meziročnímu absolutnímu poklesu státního dluhu

poprvé od roku 1995. Státní dluh tímto poklesne také pod hodnotu z konce roku 2012 a ve vztahu k HDP se očekává jeho pokles pod 39 % HDP za rok 2014. V roce 2015 se předpokládá pokračování stabilizovaného vývoje státního dluhu v absolutním vyjádření a jeho další pokles na HDP.

Emisní činnost a operace na sekundárním trhu v roce 2014

Emise státních pokladničních poukázek a operace na peněžním trhu

Očekávaný stav instrumentů peněžního trhu v oběhu ke konci roku 2014 činí 110,2 mld. Kč, z toho 107,6 mld. Kč představuje jmenovitá hodnota SPP. Zbytek představují očekávané peněžní prostředky přijaté v rámci zápůjční facility pro poskytování zápůjček korunových SDD ve formě krátkodobých repo operací, v nichž jako

kolaterál vystupují právě korunové SDD.

Hrubá emise SPP v roce 2014 činila 114,9 mld. Kč, z čehož 50,6 mld. Kč představují 9měsíční a 64,3 mld. Kč 12měsíční SPP. Revolving SPP v rámci roku 2014 činil celkem 7,3 mld. Kč.

Emise střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů

Jmenovitá hodnota hrubé emise SDD v roce 2014 činí 153,3 mld. Kč, z čehož 144,3 mld. Kč představují korunové SDD prodané v primárních aukcích a 9,0 mld. Kč představují přímé prodeje korunových SDD z vlastního portfolia Ministerstva na sekundárním trhu prostřednictvím transparentní elektronické obchodní platformy MTS Czech Republic.

Průměrná splatnost hrubé emise korunových SDD prodaných v primárních aukcích v roce 2014 vztažená ke dni emise činí 9,1 roku, což představuje navýšení o 0,9 roku oproti roku 2013.

Podíl fixně úročených korunových SDD na celkové hrubé emisi korunových SDD v roce 2014 činí 74,6 %, podíl variabilně úročených korunových SDD činí 25,4 %.

V průběhu roku 2014 nedošlo k žádné emisi státních dluhopisů na zahraničních trzích, a to z důvodu relativně nízké hrubé výpůjční potřeby a také vyšších nákladů spojených s emisí státních dluhopisů na zahraničním trhu ve srovnání se srovnatelnou emisí státních dluhopisů na domácím trhu po zohlednění nákladů na zajištění měnového rizika.

Emise spořicí státních dluhopisů

Hrubá emise SSD v roce 2014 činí 2,1 mld. Kč, z čehož 1,4 mld. Kč představuje jmenovitou hodnotu SSD prodaných v rámci jarní série emisí SSD a 0,7 mld. Kč představují tranše emisí SSD vydané formou reinvestice výnosů. V rámci jarní série emisí SSD byly nabízeny 5letý reinvestiční

SSD, 6,5letý variabilně úročený SSD a 6,5letý protiinflační SSD. Vánoční sérii emisí SSD Ministerstvo neuskutečnilo z důvodu záměru snížit v letošním roce celkovou výpůjční potřebu státu na finančních trzích a dosáhnout absolutního a relativního meziročního poklesu výše státního dluhu.

Úvěry od Evropské investiční banky

V průběhu roku 2014 nebyla čerpána žádná další tranše úvěrů poskytovaných EIB a došlo k řádnému i předčasnému splacení jistin úvěrů přijatých od EIB v celkové výši 11,1 mld. Kč z důvodu snižování

celkové výpůjční potřeby a možnosti vydávat státní dluhopisy na domácím trhu za výhodných podmínek.

Zpětné odkupy státních dluhopisů

V průběhu druhého pololetí roku 2014 uskutečnilo Ministerstvo zpětné odkupy korunových SDD v celkové jmenovité hodnotě 11,3 mld. Kč. Odkupovány byly korunové SDD s datem splatnosti v letech 2015 a 2016, konkrétně Dluhopis České

republiky, 2005–2015, 3,80 % v celkové jmenovité hodnotě 2,5 mld. Kč, Dluhopis České republiky, 2010–2015, 3,40 % v celkové jmenovité hodnotě 8,3 mld. Kč a Dluhopis České republiky, 2001–2016, 6,95 % v celkové jmenovité hodnotě 0,4 mld. Kč.

Program financování a emisní činnost v roce 2015

Instrumenty peněžního trhu

Pro rok 2015 plánuje Ministerstvo v případě dostatečné poptávky ze strany primárních dealerů zachovat celkovou jmenovitou hodnotu SPP v oběhu ke konci roku 2015 na úrovni minimálně 100,0 mld. Kč.

V průběhu roku 2015 bude možné nadále využívat zápůjční facility pro poskytování zápůjček korunových SDD. Této facility mohou využívat primární dealeri k přijímání zápůjček korunových SDD na období až 90 dní v rámci repo operací. I když je primárním cílem těchto operací navýšení likvidity státních dluhopisů na sekundárním trhu zejména v případě krátkodobého převisu poptávky nad nabídkou u daného dluhopisu, z důvodu velmi nízkých repo

sazeb považuje Ministerstvo tyto operace za výhodný zdroj také v segmentu krátkodobého financování. Tím tyto operace také přispívají k úspoře čistých úrokových výdajů na obsluhu státního dluhu. Získané peněžní prostředky jsou za vyšší výnos investovány na peněžním trhu v rámci řízení likvidity státní pokladny, čímž dochází k navýšení výnosů z investiční činnosti Ministerstva. Rozsah uskutečněných zápůjčních facilit v roce 2015 bude především záviset na poptávce po tomto instrumentu ze strany investorů s tím, že Ministerstvo bude připraveno tuto poptávku pružně uspokojovat dle dostupnosti státních dluhopisů v portfoliích Ministerstva.

Střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy

Ministerstvo plánuje v roce 2015 na domácím a zahraničním trhu realizovat hrubou emisi SDD v celkové jmenovité hodnotě v rozsahu 130,0 až 180,0 mld. Kč.

Stejně jako v předchozím roce bude emisní činnost i v roce 2015 orientována zejména na segment

zbytkové doby do splatnosti 10 až 15 let. Plánovaný podíl variabilně úročených korunových SDD na celkové hrubé emisi na domácím trhu v roce 2015 bude činit maximálně 25 % v závislosti na dalším vývoji výnosů fixně úročených státních dluhopisů, což odpovídá rámcově podílu z roku 2014.

Tabulka 3: Rámcový emisní plán SDD na domácím trhu v roce 2015 (mld. Kč)

	Rámcový rozsah prodeje
Aukce SDD	130 až 180
Segment splatnosti 0 až 5 let	
88. emise, ČR, 0,85 %, 18	5 až 15
76. emise, ČR, 1,50 %, 19	15 až 30
Segment splatnosti 5 až 10 let	
61. emise, ČR, 3,85 %, 21	0 až 15
52. emise, ČR, 4,70 %, 22	0 až 15
XX. emise, ČR, x,xx %, 23	10 až 35
89. emise, ČR, 2,40 %, 25	5 až 30
Segment splatnosti 10 až 15 let	
XX. emise, ČR, x,xx %, 26/27	10 až 35
78. emise, ČR, 2,50 %, 28	10 až 30
XX. emise, ČR, x,xx %, 30	5 až 25
Segment splatnosti 15 až 50 let	
XX. emise, ČR, x,xx %, 35	0 až 20
Variabilně úročené dluhopisy	
91. emise, ČR, VAR %, 20	10 až 35
90. emise, ČR, VAR %, 27	10 až 35
Přímé prodeje na domácím trhu	0 až 20
CELKEM	130 až 180

Zdroj: MF

V roce 2015 plánuje na domácím trhu Ministerstvo vydání tří nových fixně úročených benchmarkových emisí SDD se splatností v roce 2023, 2026 nebo 2027 a 2030. V případě nákladově výhodných podmínek a dostatečné poptávky může Ministerstvo dále vydat fixně úročený SDD se splatností v roce 2035, případně nahradit touto emisí benchmarkový dluhopis se splatností v roce 2030. Důvodem k vydání těchto nových emisí je prevažující situace na finančních trzích, kdy se výnosy státních dluhopisů České republiky po celé výnosové křivce pohybují na svých historických minimech a dochází tak k výraznému nepoměru mezi výnosem do splatnosti a kuponovou sazbou dluhopisu. Emisí těchto dluhopisů dojde k nastavení kuponových sazeb státních dluhopisů vydávaných v roce 2015 blíže k aktuální tržní situaci. Tyto nové emise zároveň umožní udržení průměrné splatnosti dluhového portfolia v cílovém pásmu 5,0 až 6,0 roku.

Pokud dojde k neočekávanému výraznému nárůstu výnosů státních dluhopisů České republiky, vyhrazuje si Ministerstvo možnost tyto nové

benchmarkové dluhopisy nebo jen některé z nich nevydat. Ministerstvo také zvaží možnost doplnit emise SDD na primárním trhu v průběhu roku 2015 přímými prodeji státních dluhopisů z vlastního portfolia na sekundárním trhu, a to v situaci, kdy ze strany investorů opadne zájem na využívání těchto státních dluhopisů v rámci zápůjčních facilit. V tomto případě přistoupí Ministerstvo k doprodeji SDD z vlastního portfolia. Dále mohou být přímé prodeje státních dluhopisů s dlouhou dobou do splatnosti využity k řízení průměrné doby do splatnosti dluhového portfolia.

Uskutečnění emise SDD na zahraničních trzích v roce 2015 bude záviset především na aktuálních tržních podmínkách na domácím a zahraničních trzích, které bude Ministerstvo v průběhu roku intenzivně sledovat a vyhodnocovat ve spolupráci se smluvními primárními dealery. Podmínkou realizace zahraniční emise jsou nižší úrokové výdaje spojené s emisí státních dluhopisů na zahraničním trhu ve srovnání se srovnatelnou emisí státních dluhopisů na domácím trhu po zohlednění nákladů na zajištění měnového rizika.

Ostatní dluhové instrumenty

V průběhu roku 2015 bude Ministerstvo analyzovat možnosti implementace nové koncepce přímého prodeje státních dluhopisů občanům, která by umožnila jejich pravidelnější dostupnost v průběhu kalendářního roku a nákladově by se přiblížila podmínkám emisí ostatních státních dluhopisů. Tato koncepce může být spuštěna do pilotního provozu nejdříve v průběhu druhé poloviny roku 2015, přičemž v průběhu prvního pololetí mohou být realizovány testovací prodeje zejména prostřednictvím elektronické distribuční platformy

provozované od listopadu 2013. Pro rok 2015 není stanoven žádný kvantitativní cílový plán, co se týče jmenovité hodnoty emise spořicíh státních dluhopisů, nicméně se předpokládá, že z hlediska celkového programu financování se nebude jednat o významnou složku krytí potřeby financování.

V roce 2015 nebudou čerpány žádné další tranše úvěrů přijatých od EIB ani přijímány úvěry od ostatních mezinárodních finančních institucí.

Program zpětných odkupů a výměnných aukcí na sekundárním trhu

Plánovaný rozsah zpětných odkupů státních dluhopisů v roce 2015 činí 10,0 až 30,0 mld. Kč. Do této částky nejsou započítány případné zpětné odkupy státních dluhopisů s datem splatnosti v průběhu roku 2015. Ministerstvo prioritně plánuje odkupovat Dluhopis České republiky, 2001–2016, 6,95 % a Dluhopis České republiky, 2007–2017, 4,00 %. Případné další státní dluhopisy

zvaží Ministerstvo zařadit do výměnných operací v závislosti na tržní situaci v příslušném segmentu výnosové křivky. V případě nižšího zájmu o zpětné odkupy ze strany primárních dealerů mohou být do výměnných aukcí zařazeny také výše uvedené státní dluhopisy původně plánované pro zpětné odkupy.

Program financování a emisní činnost v prvním pololetí 2015

Instrumenty peněžního trhu

SPP budou v průběhu prvního pololetí roku 2015 vydávány v tradiční aukční den ve čtvrtek s vypořádáním v pátek.

Emisní kalendáře SPP s konkrétní splatností nabízené do jednotlivých aukcí budou uveřejňovány měsíčně vždy druhé nebo třetí pracovní pondělí měsíce předcházejícímu příslušnému měsíci, pokud Ministerstvo neoznámí jinak. Nabízená celková jmenovitá hodnota se bude uveřejňovat v předem stanoveném rozpětí. Ministerstvo si však vyhrazuje právo konkrétní celkovou jmenovitou hodnotu změnit podle aktuální potřeby a situace na trhu. Druhé nebo třetí pracovní pondělí měsíce předcházejícímu počátku daného čtvrtletí bude Ministerstvo v emisním kalendáři SPP současně uveřejňovat i maximální očekávanou celkovou jmenovitou hodnotu v aukcích na nadcházející čtvrtletí.

Pro první pololetí roku 2015 plánuje Ministerstvo v případě poptávky ze strany primárních dealerů

hrubou emisi SPP v rozsahu 40,0 až 60,0 mld. Kč. Nabízeny budou 9měsíční a 12měsíční SPP.

Tabulka 4: Potenciální aukční dny SPP v prvním pololetí roku 2015

1. čtvrtletí	2. čtvrtletí
-	2.4.2015
-	9.4.2015
-	16.4.2015
-	23.4.2015
-	30.4.2015
5.2.2015	7.5.2015
12.2.2015	14.5.2015
19.2.2015	21.5.2015
26.2.2015	28.5.2015
5.3.2015	4.6.2015
12.3.2015	11.6.2015
19.3.2015	18.6.2015
26.3.2015	25.6.2015

Zdroj: MF

Střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy

Primární aukce korunových SDD budou v průběhu prvního pololetí roku 2015 probíhat v tradiční aukční den ve středu s vypořádáním v pátek podle standardu T+2 pro vypořádání operací na primárním trhu.

V prvním pololetí dojde k vydání nových fixně úročených benchmarkových emisí korunových SDD se splatností v roce 2026 nebo 2027 a 2030, případně alternativně emise se splatností v roce 2035 v závislosti na sklonu výnosové křivky. Opět platí, že v případě neočekávaného nárůstu výnosů státních dluhopisů České republiky si Ministerstvo ponechává možnost tyto nové benchmarkové emise nebo jen některé z nich nevydat. Plánovaný rozsah hrubé emise korunových SDD v prvním pololetí roku 2015 činí 60,0 až 110,0 mld. Kč.

Tabulka 5: Potenciální aukční dny SDD v prvním pololetí roku 2015

1. čtvrtletí	2. čtvrtletí
-	1. 4. 2015
-	8. 4. 2015
-	15. 4. 2015
-	22. 4. 2015
-	29. 4. 2015
4. 2. 2015	6. 5. 2015
11. 2. 2015	13. 5. 2015
18. 2. 2015	20. 5. 2015
25. 2. 2015	27. 5. 2015
4. 3. 2015	3. 6. 2015
11. 3. 2015	10. 6. 2015
18. 3. 2015	17. 6. 2015
25. 3. 2015	24. 6. 2015

Zdroj: MF

Cíle, limity a rizikové parametry dluhového portfolia v roce 2015

Refinanční riziko

Očekávaný podíl krátkodobého státního dluhu (dluhu splatného do jednoho roku) na celkovém státním dluhu ke konci roku 2014 činí 14,9 % a nachází se tak pod limitní hranicí stanovenou na úrovni 20,0 % celkového státního dluhu. Pro rok 2015 je ponechána limitní hranice pro podíl krátkodobého státního dluhu na úrovni 20,0 % celkového státního dluhu.

Očekávaný podíl střednědobého státního dluhu (dluhu splatného do pěti let) na celkovém státním dluhu ke konci roku 2014 činí 55,7 % a nachází

se tak pod limitní hranicí stanovenou na úrovni 70,0 % celkového státního dluhu. Pro rok 2015 je ponechána limitní hranice pro podíl střednědobého státního dluhu na úrovni 70,0 %.

Očekávaná průměrná doba do splatnosti státního dluhu ke konci roku 2014 činí 5,5 roku a nachází se tak uprostřed cílového pásma stanoveného v rozmezí 5,0 až 6,0 roku. Pro rok 2015 je ponecháno cílové pásmo pro průměrnou dobu do splatnosti státního dluhu v rozsahu 5,0 až 6,0 roku.

Úrokové riziko

Ke konci roku 2014 činí očekávaná výše úrokové refixace dluhového portfolia do jednoho roku 35,5 % celkového státního dluhu a nachází se tak uprostřed cílového pásma stanoveného v rozmezí 30,0 až 40,0 % celkového státního dluhu. Pro rok 2015 je ponecháno cílové pásmo pro úrokovou refixaci dluhového portfolia do jednoho roku v rozsahu 30,0 až 40,0 % celkového státního dluhu.

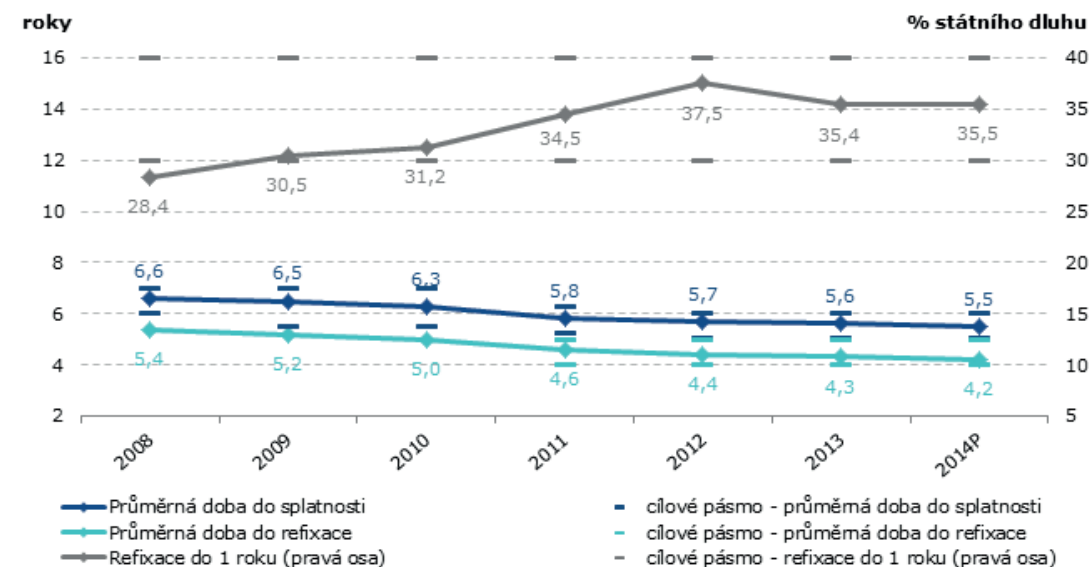
Očekávaná průměrná doba do refixace státního dluhu ke konci roku 2014 činí 4,2 roku a nachází se tak v cílovém pásmu stanoveném v rozmezí 4,0 až 5,0 roku. Pro rok 2015 je ponecháno cílové pásmo pro průměrnou dobu do refixace státního dluhu v rozsahu 4,0 až 5,0 roku.

Měnové riziko

Ke konci roku 2014 činí očekávaná výše čisté cizoměnové expozice státního dluhu, která zohledňuje i cizoměnovou expozici státních finančních aktiv, 10,4 % celkového státního dluhu a nachází se tak pod stanovenou limitní hranicí pro rok 2014 ve výši

15,0 % (krátkodobě + 2,0 p. b.) celkového státního dluhu. Pro rok 2015 ponechává Ministerstvo limitní hranici pro čistou cizoměnovou expozici státního dluhu na úrovni 15,0 % (krátkodobě + 2,0 p. b.) celkového státního dluhu.

Obrázek 2: Průměrná doba do splatnosti a refixace státního dluhu a refixace státního dluhu do 1 roku



Zdroj: MF

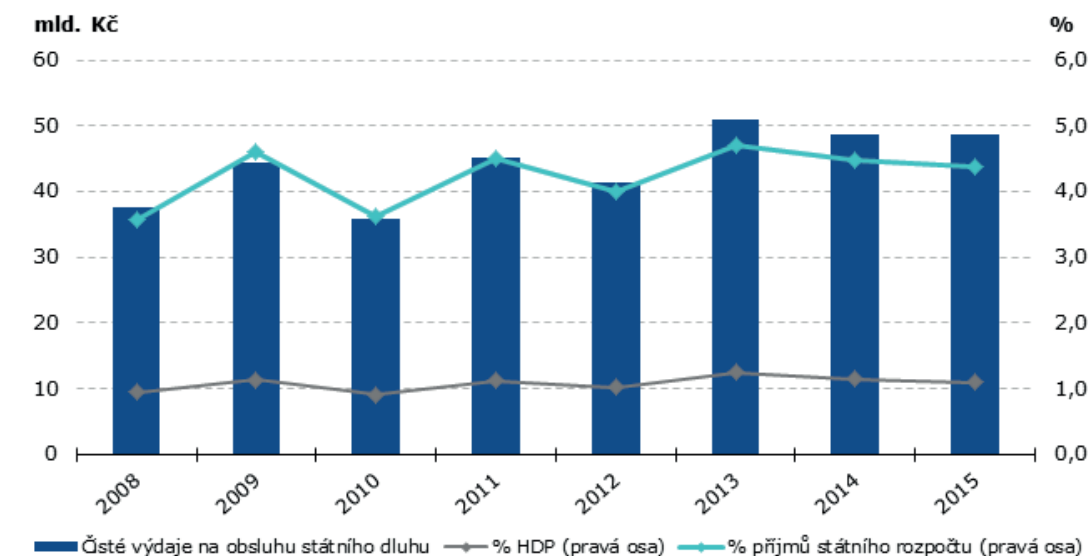
Výdaje na obsluhu státního dluhu

Hotovostní a akruální vyjádření

Čisté výdaje na obsluhu státního dluhu jsou od roku 2008 představovány rozdílem hrubých výdajů na obsluhu státního dluhu a příjmů, který je založen stejně jako celý státní rozpočet na hotovostním principu a nedochází tedy k jeho aktualizaci podle

metodiky ESA 2010, která probíhá až při přípravě dat pro notifikace. Podíl čistých výdajů na obsluhu státního dluhu na příjmech státního rozpočtu i HDP je v posledních letech relativně stabilní.

Obrázek 3: Čisté výdaje na obsluhu státního dluhu

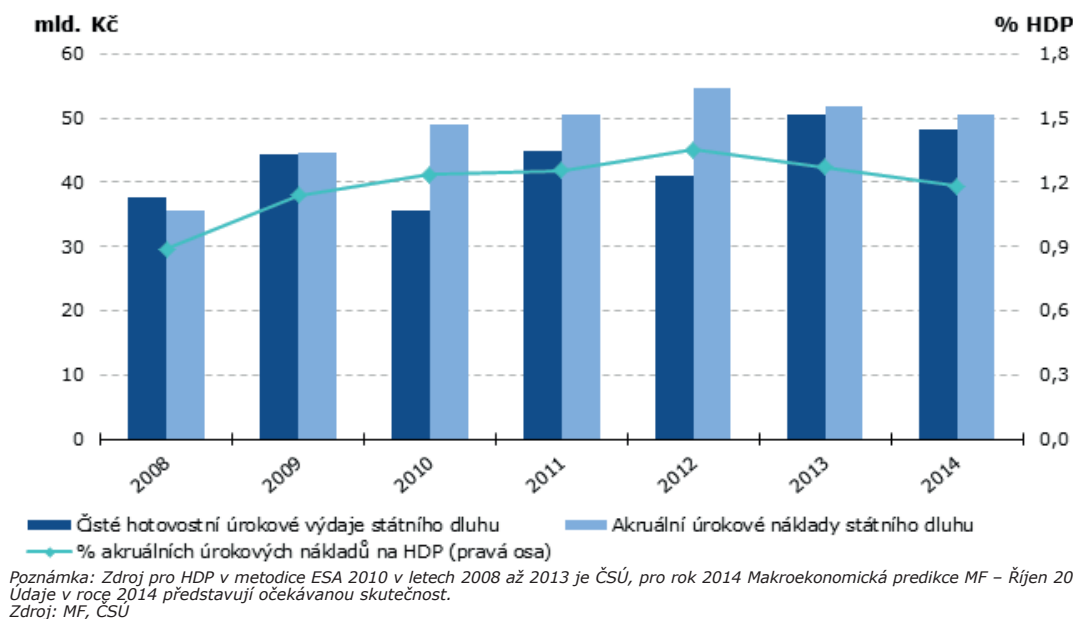


Pozn. Čisté výdaje v letech 2008 až 2013 představují skutečnost, v roce 2014 očekávanou skutečnost a v roce 2015 očekávání dané modelem. Příjmy státního rozpočtu jsou očištěny o příjmy kapitoly 396 – Státní dluh. Zdroj pro HDP v metodice ESA 2010 v letech 2008 až 2013 je ČSÚ, pro roky 2014 a 2015 Makroekonomická predikce MF – Říjen 2014. Zdrojem pro příjmy státního rozpočtu pro rok 2015 je zákon o státním rozpočtu České republiky na rok 2015. Zdroj: MF, ČSÚ

Sledování vývoje příjmů a výdajů, resp. čistých výdajů na obsluhu státního dluhu nemusí podávat vždy zcela přesnou informaci o tom, jaké náklady jsou v daném období reálně spojeny se státním dluhem. Pro tyto účely lépe vyhovuje akruální vyjádření nákladů, které je založeno na postupné kumulaci úrokových nákladů na denní bázi. Vývoj akruálních úrokových nákladů tak má tendenci vykazovat mnohem nižší volatilitu než vývoj úroků na hotovostní bázi, neboť není ovlivněn časovými

disproporcemi mezi obdobím vzniku příslušného čistého úrokového nákladu a datem realizace s ním spojeného výdaje či příjmu. Až do roku 2012 náklady v akruálním vyjádření neustále rostly a obdobně se vyvíjel i jejich podíl na HDP. Pokles akruálních nákladů v letech 2013 a 2014 je způsoben souběhem velmi mírného růstu, resp. stagnace stavu státního dluhu, a poklesu výnosů státních dluhopisů na historická minima.

Obrázek 4: Čisté hotovostní výdaje a akruální náklady na obsluhu státního dluhu



Mezi faktory ovlivňující relaci mezi hotovostními výdaji rozpočtu a akruálními náklady patří vývoj stavu jednotlivých dluhových instrumentů, kdy při jeho růstu se úrokové platby vyplácené na konci trvání kalkulačního období, tj. především kupóny korunových i cizoměnových střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů, úroky z úvěrů od EIB a swapové úroky, nejprve projeví akruálně a teprve na konci tohoto období hotovostně. Při růstu státního dluhu pak dochází z tohoto titulu v daném období k převaze akruálních nákladů. V případě diskontovaných instrumentů (diskonty SPP) dochází naopak k vypořádání úroku se státním rozpočtem k datu emise, tj. diskonty se nejprve v plné míře projeví hotovostně a teprve postupně po celou dobu trvání instrumentu akruálně. Podobný princip platí i pro diskonty a prémie SDD.

Klíčovou roli v poměru mezi hotovostními výdaji a akruálními náklady hraje rovněž vývoj úrokových sazeb, kdy v případě jejich růstu u plateb hrazených na konci kalkulačního období dojde k převaze akruálních nákladů, v případě úrokového výdaje vypořádaného na počátku trvání instrumentu pak k převaze hotovostních výdajů. Obdobné principy působící v opačném smyslu platí v případě poklesu úrokových sazeb.

Obdobně v daném období může dojít k významné disproporcii mezi hotovostními výdaji a akruálními náklady v případě, že je v tomto období splatný instrument s vysokou úrokovou sazbou, který se plně projeví hotovostně, ale pouze částečně akruálně, a je nahrazen instrumentem s nízkou úrokovou sazbou, jehož akruální náklad se začne kontinuálně zohledňovat již od data emise či přijetí, zatímco se v daném období nemusí hotovostně vůbec projevit.

Cost-at-Risk státního dluhu

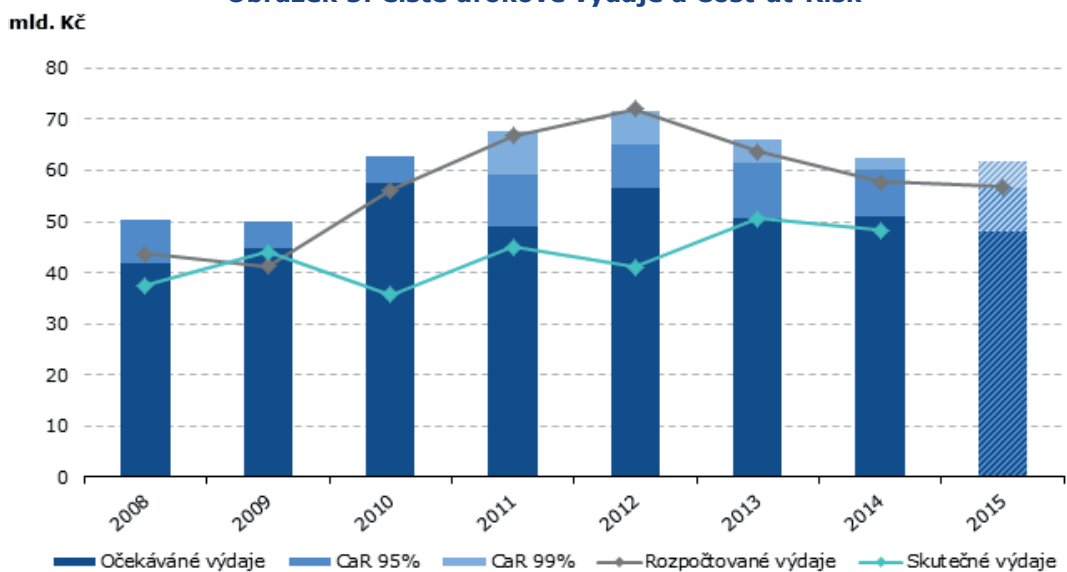
Ministerstvo při měření a řízení úrokového rizika aplikuje sofistikovaný modelový rámec, tzv. Cost-at-Risk (CaR), který vychází z metodologie Value-at-Risk a simuluje budoucí očekávané a maximální úrokové výdaje při daném stupni rizika, které je odvozeno z volatility časové struktury úrokových sazeb. Stochastickým prvkem modelu CaR je výnosová křivka, deterministickým prvkem je pak dynamická struktura portfolia státního dluhu, která vychází ze základního scénáře programu financování při respektování stanovených strategických cílů řízení finančních rizik.

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

překročeny (CaR 95 % a CaR 99 %). Sekundární cíl modelu spočívá v odhadu skutečných úrokových výdajů státního dluhu. Simulační rámec pracuje odděleně s úrokovými výdaji a úrokovými příjmy. Výsledkem agregace úrokových výdajů a úrokových příjmů jsou čisté úrokové výdaje státního dluhu. Hrubé úrokové výdaje ve srovnání s hrubými výdaji na obsluhu státního dluhu nezahrnují poplatky spojené s obsluhou státního dluhu, které jsou deterministické povahy.

Ve všech letech aplikace metodologie CaR model splnil primární cíl, když predikované maximální úrokové výdaje nebyly překročeny v žádném z těchto roků.

Obrázek 5: Čisté úrokové výdaje a Cost-at-Risk



Poznámka: V letech 2008 až 2014 se jedná o původně rozpočtované čisté úrokové výdaje, v roce 2015 o rozpočtované čisté úrokové výdaje v zákoně o státním rozpočtu České republiky na rok 2015. V roce 2014 se jedná o očekávanou skutečnost.
Zdroj: MF

Tabulka 6: Čisté úrokové výdaje a Cost-at-Risk (mld. Kč)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Rozpočtované výdaje¹	43,7	41,3	56,1	66,7	72,1	63,6	57,8	56,8	63,3	72,9
Skutečné výdaje²	37,5	44,1	35,6	45,0	41,1	50,6	48,3	-	-	-
Očekávané výdaje	41,7	44,9	57,5	49,1	56,4	50,6	50,9	48,2	49,0	52,0
CaR 95 %	50,2	49,9	62,9	59,2	64,9	61,3	60,0	56,6	62,4	67,4
CaR 99 %	-	-	-	67,8	71,5	65,9	62,3	61,7	67,8	75,9

¹ V letech 2008 až 2014 se jedná o původně rozpočtované čisté úrokové výdaje, v roce 2015 o rozpočtované čisté úrokové výdaje v zákoně o státním rozpočtu České republiky na rok 2015. V letech 2016 a 2017 se jedná o střednědobý výhled.

² V roce 2014 se jedná o očekávanou skutečnost.
Zdroj: MF

Rozpočtované čisté úrokové výdaje na obsluhu státního dluhu pro rok 2015 se nalézají na 95% kvantilu ukazatele CaR, nebudou tedy s 95% pravděpodobností překročeny. Hrubé úrokové výdaje jsou rozpočtovány na 99% kvantilu simulací hrubých úrokových výdajů. V případě rozpočtování příjmů kapitoly 396 – Státní dluh pokračuje Ministerstvo nadále v aplikaci modelem očekávaných příjmů.

Očekávané hodnoty čistých úrokových výdajů činí 49,0 mld. Kč v roce 2016 a 52,0 mld. Kč v roce 2017, což je dáno především použitím méně konzervativního modelu pro rizikovou přírážku státních dluhopisů a současnými historicky nejnižšími výnosy SDD. Ve střednědobém výhledu rozpočtu ČR pro roky 2016 a 2017 jsou výdajové rámce kapitoly 396 – Státní dluh konzistentní s ukazateli CaR 99 % a CaR 95 %. Pro rok 2016 činí výdajový rámec 63,3 mld. Kč a odpovídá cca 96% kvantilu úrokových výdajů. Pro rok 2017 činí výdajový rámec 72,9 mld. Kč a odpovídá cca 98% kvantilu úrokových výdajů. Rostoucí trend

rozpočtovaných úrokových výdajů je způsoben především volatilitou úrokových sazeb, která roste se zvyšujícím se horizontem predikce. Vzhledem k tomu, že státní rozpočet je sestavován vždy pouze na následující rok, bude horizont predikce úrokových výdajů při sestavování rozpočtu na následující rok kratší a za předpokladu nezměněných tržních podmínek lze očekávat, že díky nižší volatilitě predikce úrokových sazeb poklesne hodnota rizikových ukazatelů CaR 95 % a CaR 99 %.

V roce 2014 činí očekávaná skutečnost v případě hrubých úrokových výdajů cca 55,7 mld. Kč, očekávané hrubé úrokové výdaje v roce 2014 predikované modelem se nacházejí na úrovni 58,3 mld. Kč. Očekávaná skutečnost v případě úrokových příjmů státního dluhu v roce 2014 činí 7,4 mld. Kč a shoduje se tak s očekávanými příjmy predikovanými modelem. Předpokládané čisté úrokové výdaje státního dluhu v roce 2014 činí 48,3 mld. Kč, čisté úrokové výdaje predikované modelem činí 50,9 mld. Kč.

Očekávané čisté úrokové výdaje tak zůstanou i v roce 2014 pod hranicí CaR 95 % i CaR 99 %, které byly stanoveny na 60,0 mld. Kč, respektive na 62,3 mld. Kč. Primární cíl modelu byl tedy splněn, když skutečné úrokové výdaje státního dluhu zůstaly pod hranicí CaR 99 % a nebylo ohroženo dodržení salda státního rozpočtu na rok 2014 schváleného Poslaneckou sněmovnou Parlamentu ČR z titulu kapitoly 396 - Státní dluh. Očekávané hrubé úrokové výdaje predikované modelem jsou cca o 2,6 mld. Kč vyšší oproti očekávané skutečnosti, což se plně odráží v diferenci predikce očekávaných čistých úrokových výdajů.

Diference očekávaných hrubých úrokových výdajů je dána především poklesem výnosů korunových SDD, který trval prakticky po celý rok 2014 a výnosy státních dluhopisů tak dosáhly historicky nejnižších hodnot. Diference z tohoto titulu činí celkem 2,0 mld. a je dána především změnou struktury emisního kalendáře SDD a nižšími než očekávanými diskonty. Dalším výrazným faktorem byla nižší hladina referenční úrokové sazby PRIBOR, která v roce 2014 pokračovala v mírném poklesu. Z titulu nižších než očekávaných hodnot referenční sazby činí diference očekávání cca 0,4 mld. Kč. Diference cca 0,2 mld. Kč je způsobena vlivem nižších než očekávaných výnosů SPP.

Primární dealeri státních dluhopisů České republiky

Korunové SDD i SPP budou v aukcích nabízeny skupině primárních dealerů, kteří mají s Ministerstvem uzavřenou platnou Dohodu o plnění funkce primárního dealera státních dluhopisů České

republiky. Počet primárních dealerů pro rok 2015 činí 13 a zůstává tak nezměněn. Seznam primárních dealerů obsahuje následující tabulka.

Tabulka 7: Seznam primárních dealerů státních dluhopisů České republiky pro rok 2015

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

Zdroj: MF

Kalendář uveřejňovaných informací v prvním pololetí roku 2015

Leden

PO	ÚT	ST	ČT	PÁ	SO	NE
			1	2	3	4
5	6	7	8	9	10	11
12	13	14	15	16	17	18
19	20	21	22	23	24	25
26	27	28	29	30	31	

Únor

PO	ÚT	ST	ČT	PÁ	SO	NE
						1
2	3	4	5	6	7	8
9	10	11	12	13	14	15
16	17	18	19	20	21	22
23	24	25	26	27	28	

Březen

PO	ÚT	ST	ČT	PÁ	SO	NE
						1
2	3	4	5	6	7	8
9	10	11	12	13	14	15
16	17	18	19	20	21	22
23	24	25	26	27	28	29
30	31					

Duben








PO	ÚT	ST	ČT	PÁ	SO	NE
		1	2	3	4	5
6	7	8	9	10	11	12
13	14	15	16	17	18	19
20	21	22	23	24	25	26
27	28	29	30			

Květen

PO	ÚT	ST	ČT	PÁ	SO	NE
				1	2	3
4	5	6	7	8	9	10
11	12	13	14	15	16	17
18	19	20	21	22	23	24
25	26	27	28	29	30	31

Červen

PO	ÚT	ST	ČT	PÁ	SO	NE
1	2	3	4	5	6	7
8	9	10	11	12	13	14
15	16	17	18	19	20	21
22	23	24	25	26	27	28
29	30					

-  Uveřejnění Zprávy o řízení státního dluhu v roce 2014
- poslední pracovní den prvního měsíce kalendářního roku
-  Uveřejnění Strategie financování a řízení státního dluhu České republiky na druhé pololetí roku 2015
- poslední pátek prvního pololetí roku 2015
-  Uveřejnění Čtvrtletní informace o řízení dluhového portfolia a hodnocení primárních dealerů českých státních dluhopisů
- pravidelně vždy třetí pátek v měsíci následujícím po konci čtvrtletí
-  Uveřejnění Statistiky státního dluhu a statistiky Fiskálních dat – Česká republika – dluh ústřední vlády
- v předem daných termínech v měsíci březnu a červnu
-  Uveřejnění roční statistiky Struktury a vývoje státního dluhu, statistiky Výpůjčních požadavků a krytí a statistiky Úrokových výdajů státního dluhu
- poslední pracovní den měsíce března
-  Uveřejnění statistiky Státních dluhopisů podle typu instrumentu, statistiky Státních dluhopisů podle typu držitele a statistiky Státních dluhopisů podle doby splatnosti
- pravidelně vždy poslední pracovní den v měsíci
-  Uveřejnění emisních kalendářů SPP a SDD na následující měsíc
- pravidelně druhé nebo třetí pondělí v měsíci předcházejícím měsíci aukcí

Tato publikace byla připravena na základě informací dostupných k 15. prosinci 2014. Ministerstvo financí si vyhrazuje právo během prvního pololetí 2015 pružně reagovat pomocí svých nástrojů na skutečný vývoj potřeby financování. Plnění plánovaného programu financování a vyhlášených strategických cílů v prvním pololetí 2015 bude záviset na vývoji situace na domácím a zahraničních finančních trzích z pohledu minimalizace výdajů na obsluhu státního dluhu a řízení finančních rizik. Na základě aktuálního vývoje potřeby financování a vývoje situace na finančních trzích bude v červnu 2015 vydána aktualizace Strategie pro druhé pololetí roku 2015.

Tato publikace je dostupná také prostřednictvím internetu na:

www.mfcr.cz/statnidluh

www.sporicidluhopisycr.cz

Odbor Řízení státního dluhu a finančního majetku

Ministerstvo financí
Letenská 15, 118 10 Praha 1 – Malá Strana
Česká republika
E-mail: pd@mfcrcz, Reuters <MFCR>