



Speciál: emise CZ bondů

Doporučujeme shortovat CZGB a/nebo zkracovat duraci

2. března 2007

Doporučení

- Na základě odhadu vývoje domácí poptávky po dluhopisech a jejich nabídky odhadujeme, že negativní spread 10Y CZ/EU vzroste směrem k nule.
- Oznámení o emisi pro 2Q07 jde naším směrem. Rizika jsou ve směru vyšší domácí emise než počítá Strategie MinFin.
- Nadále doporučujeme shortovat 10Y CZGB a/nebo zkracovat duraci.

Emise a strategie

- MinFin oznámilo plán emise dluhopisů pro 2Q07: celkem 69 mld. CZK. Za 1H tak hrubá emise dosáhne 112 mld. CZK.
- Podle Strategie financování a řízení státního dluhu na rok 2007 MinFin za celý rok plánuje vydat 153-183 mld. CZK dluhopisů (hrubá emise), z toho 73-153 mld. CZ na domácím trhu a 0-80 mld. CZK na zahraničním trhu.

Motivace MinFinu

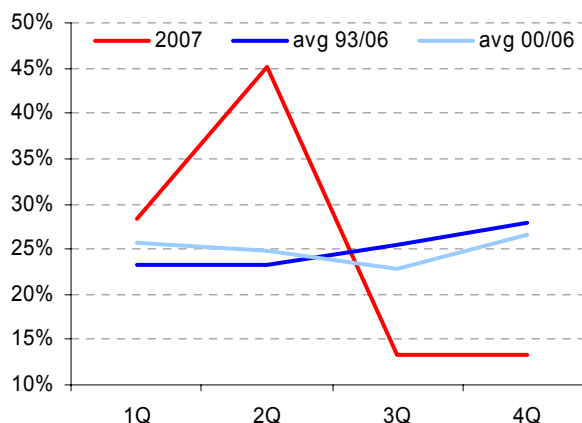
- Proč je emise pro 2Q tak vysoká? Za prvé MinFin chce využít příznivou tržní situaci. Např. spread 10Y CZ/EU v letošním roce vyklesal až na -35bb, vůči 10Y CZGB/CZ IRS vyklesal směrem k -5bb.
- Pokud by příznivá situace pokračovala, dá se očekávat, že MinFin nebude váhat emitovat větší objem na domácím trhu. Strategie není závazná, v loňském roce např. MinFin překročilo horní mez plánové emise na domácím trhu o 7,4 mld. CZK.
- Za druhé, MinFin se může obávat horšího vývoje státních financí a vytváří si rezervu. Strategie MinFin je totiž založena na plánovaném deficitu státního rozpočtu 91,3 mld. CZK. Nicméně již při schvalování deficitu byly zvýšeny výdaje zhruba o 6 mld. CZK a nižší růst spotřebních daní se odrazí v nižších příjmech cca 5 mld. CZK. Nejisté jsou také příjmy z prodeje státního majetku, vláda zvažuje prodat Českou poštu, Letiště, ČSA a případně i část Českých drah. Odhaduji proto, že deficit rozpočtu může dosáhnout 130 mld, což se odrazí ve vyšší nabídce dluhopisů než počítá Strategie.

Varianta 1: žádná změna strategie

- Pokud se bude chtít MinFin pohybovat se svých stanovených mantinelech, muselo by plánovat pro 2H07 emisi 0 (v srpnu maturuje 23 mld. CZK - bond 3,95) až 38 mld. CZK.

- V tomto případě by se plán výrazně odlišil od obvyklé sezónnosti - v minulosti bylo rozložení do čtvrtletí rovnoměrné, viz obrázek.

Sezónnost: hrubá emise (% z celoroční emise), 2007 za předpokladu dodržení Strategie



Varianta 2: žádné eurobondy nebo navýšení objemu pro domácí trh

- MinFin nebude emitovat žádné zahraniční dluhopisy a nahradí je emisemi na domácím trhu (v závislosti na vývoji spreadů), nebo navýší nabídku pro domácí trh z důvodů vyššího než očekávaného schodku rozpočtu.
- Ve své základním scénáři počítám s emisí 30 mld. eurobondů. O ty by v tomto případě byla zvýšena domácí emise: celkem by ve 2H bylo emitováno zhruba 70 mld. CZK.

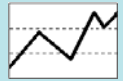
Dopad na výnosy

- Naše prognóza vývoje dlouhého konce výnosové křivky je založena jednak na odhadu nabídky dluhopisů (čistá emise) a na poptávce po nich. V základním scénáři odhadujeme čistou emisi v letošním roce na 120 mld. CZK na domácím trhu (blízko horní plánu pro domácí trh: 153-43) a 30 mld. CZK eurobondů.

Tento dokument je považován za doplňkový zdroj informací našich klientů. Je založen na nejlepších informačních zdrojích dostupných v době tisku. Použité informační zdroje jsou všeobecně považované za spolehlivé, avšak Česká spořitelna, a.s. ani její pobočky neručí za správnost a úplnost uvedených informací. Názory, prognózy a odhady v materiálu prezentované jsou odrazem naše nejlepší znalosti ke dni vydání publikace a mohou se změnit bez udání důvodu. Autoři považují za slušnost, že při použití jakékoliv části tohoto dokumentu, bude uživatelem tento zdroj uveden.

Tento dokument není nabídkou ani propagací nákupu či prodeje cenných papírů. Česká spořitelna, a.s., Erste Bank, jejich její dceřinné společnosti a klienti mohou mít pozice v cenných papírech uvedených v doporučení, mohou obchodovat s cennými papíry společností nebo společností poskytovat služby investičního bankovníctví.

Minulý výkon investičních instrumentů nezaručuje srovnatelný budoucí výkon. Různé instrumenty a investice s sebou nesou různý stupeň investičního rizika. Hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní částky. ČS nepřebírá odpovědnost za případné ztráty způsobené přímo či nepřímo využitím informací v tomto dokumentu.



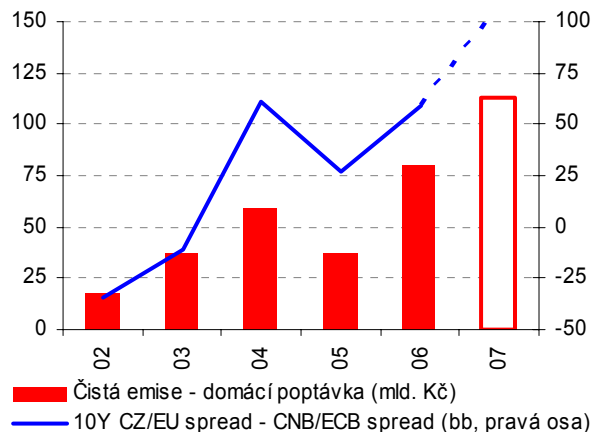
Speciál: emise CZ bondů

Doporučujeme shortovat CZGB a/nebo zkracovat duraci

2. března 2007

- Domácí poptávku tvoří nový objem prostředků stavebních spořitelien, penzijních fondů, podílových fondů, pojišťoven a bank investovaných do vládních dluhopisů, který vyplývá z růstu depozit, úvěrů a předpokládané emise HZL. Důležitým závěrem je, že vysoký růst úvěrů snižuje objem volných prostředků finančních institucí, které by jinak mohly být investovány do dluhopisů.
- Obrázek níže ukazuje, že pokles domácí poptávky spolu s růstem čisté emise povede k růstu „převisu nabídky“ na trhu, což bude tlačit na růst relativního spreadu mezi sazbami v česku a EU12. Relativní spread zachycujeme rozdílem mezi sklony české a EU12 křivky (10Y CZ/EU minus CNB/ECB spreadem).
- Naše prognóza tak ukazuje, že v letošním roce vzroste spread mezi 10Y CZ/EU bondy na -5 až +5bb.
- V případě realizace varianty 1 se bude díky změně sezónnosti nárůst výnosů koncentrovat do 2Q07
- Varianta 2 vychyluje očekávaný růst spreadu směrem nahoru.

Převís nabídky dluhopisů (mld. Kč) a relativní spread (pb)



David Navrátil

Ekonomické a strategické analýzy

Analytik

224 995 439

dnavratil@csas.cz

Tento dokument je považován za doplňkový zdroj informací našich klientů. Je založen na nejlepších informačních zdrojích dostupných v době tisku. Použité informační zdroje jsou všeobecně považované za spolehlivé, avšak Česká spořitelna, a.s. ani její pobočky neručí za správnost a úplnost uvedených informací. Názory, prognózy a odhady v materiálu prezentované jsou odrazem naše nejlepší znalosti ke dni vydání publikace a mohou se změnit bez udání důvodu. Autoři považují za slušnost, že při použití jakékoliv části tohoto dokumentu, bude uživatelem tento zdroj uveden.

Tento dokument není nabídkou ani propagací nákupu či prodeje cenných papírů. Česká spořitelna, a.s., Erste Bank, jejich její dceřinné společnosti a klienti mohou mít pozice v cenných papírech uvedených v doporučení, mohou obchodovat s cennými papíry společností nebo společností poskytovat služby investičního bankovníctví.

Minulý výkon investičních instrumentů nezaručuje srovnatelný budoucí výkon. Různé instrumenty a investice s sebou nesou různý stupeň investičního rizika. Hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní částky. ČS nepřebírá odpovědnost za případné ztráty způsobené přímo či nepřímo využitím informací v tomto dokumentu.