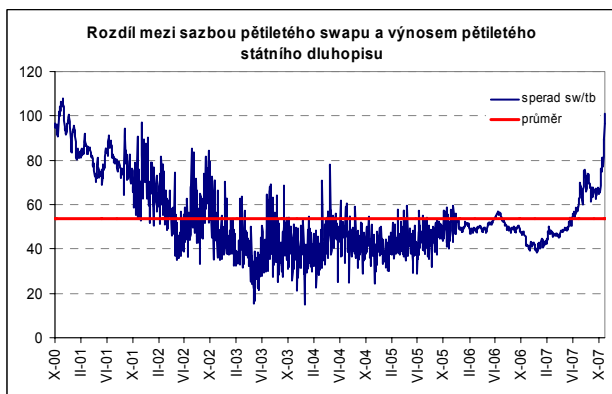


Investiční doporučení #33: rozdíl US 5Y swap vs. US 5Y státní dluhopis

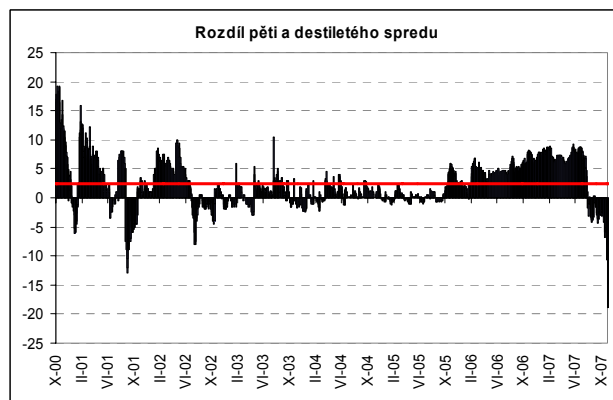
Momentální likviditní krize na trzích, související s problémem amerických nestandardních (tzv. subprime) hypoték a na ně navázaných kreditních derivátů, se projevuje v prudkém přestřelování rizikové prémie. Tak jako po relativně dlouhou dobu byla riziková přírážka abnormálně nízká, je teď v procesu přečehování rizika hnána nervozními investory do opačného extrému. Využíváme proto současné situace a otevíráme investiční doporučení pro rozdíl mezi 5 letým swapem a 5 letým US státním dluhopisem (případně je možné využít rozdíl rozdílů mezi 5 a 10 letým US swapem/státním dluhopisem).

- 1) Současná situace na finančních trzích se vyznačuje všemi znaky paniky. Vlivem panických výprodejů a útěku od všeho, co by jen vzdáleně připomíná riziko, směrem ke kvalitě (což se v současné situaci rovná v podstatě státním dluhopisům), došlo k podstatnému roztažení spreadů. A to až do té míry, že se domníváme, že fundamentálně nevidíme důvod pro setrvání těchto úrovních rizikových rozdílů (rozdíl mezi 5-letým US swapem a 5-letým US státním dluhopisem dosáhl 101,64, historický rekord byl 103,62 v roce téměř přesně před sedmi lety, rozdíl mezi pětiletým a desetiletým rozdílem spreadů je -17,13, což je zcela anomální situace, historický průměr je 5,61 a medián 3,70) a předpokládáme jejich postupný návrat na nižší úroveň:



- 2) Fundamentálně sice americká ekonomika dostala šok v podobě korekce na americkém nemovitostním trhu, nicméně nedomníváme se, že by mohl stáhnout ekonomiku do plnokrevné recese. Shrnutí důvodů pro naše investiční doporučení je ve zkratce následující: (i) největší dopad krize amerických hypoték se již podle všeho blíží ke svému vrcholu, postupně by se měla vyjasňovat situace v oblasti strukturovaných aktiv a to by mělo vést k postupnému uklidnění situace na finančních trzích (ii) nekvalitní hypoteční půjčky budou představovat problém ještě po řadu měsíců, finanční systém je však ve stavu tento náraz zvládnout (iii) problém je

primárně problémem důvěry, reálná ekonomika zůstává relativně silná v Evropě i za oceánem, s problémy s financováním a s přístupem k likviditě se potýkají (a budou potýkat) v podstatné míře fondy a mimorozvahové entity bank (SIV – special investment vehicles), které využívaly krátkodobé zdroje k financování dlouhodobějších investic; (iv) centrální banky vykazují vysokou akceschopnost při řešení problémů – ECB i Fed reagovaly na likviditní problémy promptně a nedomníváme se, že připustí přetavení současné krize v plnokrevný credit crunch (i za cenu zbrzdění svého hikovacího odhodlání jako ECB nebo za cenu uvolnění své politiky jako v případě Fedu).



- 3) Rizikem pro naše doporučení jsou periodické výbuchy nervozity a další růst rizikové prémie spojený s hrozbou přelití problému finančního trhu do širší ekonomiky. V tomto scénáři by ale došlo nejspíš k rychlému snižování sazeb Fedu a tudíž k uvolnění tlaků na finanční systém. Klíčovým z hlediska reálné ekonomiky je, nakolik se zhorší situace na americkém trhu práce a což je faktor, jež podstatným způsobem ovlivňuje spotřebu domácností (a tudíž americký růst).
- 4) Dvě nabídnuté možnosti se liší velikostí spreadu (a tedy teoretickým výnosem) a samozřejmě mírou rizika. My pro naše ilustrativní doporučení využijeme

jednodušší možnost, tj. rozdíl výnosu dluhopisu a swapové sazby.

Investiční horizont	6M		spread
Instrument	USD 5Y swap	USD 5Y t-bond	101 bp
Cílová úroveň			55bp
Zisk			46bp

Luboš Mokráš

Ekonomické a strategické analýzy

224 995 456

lmokras@csas.cz

Přehled otevřených doporučení

top	doporučení	otevření pozice	cílené uzavření pozice	instrumenty	vstupní hodnota	dnešní hodnota	flat P/L jednotl. (%)	flat P/L vč. carry (%)	P/L v p.a. vč. carry (%)	cílová hodnota	cílový P/L v flat (%)
30	short EUR/SKK	04.04.07	29.03.08	12M MM EUR/SKK	3,74 33,47	33,44	2,39 0,09	-0,20	-0,31	- 32,10	3,83
32	long US IRS 10let	08.06.07	8.12.2007	USD 10Y IRS	5,78	4,80	98,7bp.			4,80	98,5 bp.