

TRH DLUHOPISŮ – ČESKÁ REPUBLIKA

3. ČTVRTLETÍ 2001

| | |
|--|----|
| <i>Domácí a zahraničí ekonomické prostředí</i> | 2 |
| <i>Vývoj na trhu dluhopisů v uplynulém čtvrtletí</i> | 3 |
| <i>Očekávaný vývoj ekonomického prostředí v tuzemsku i v zahraničí</i> | 13 |
| <i>Očekávaný vývoj na trhu dluhopisů</i> | 13 |
| <i>Příloha A: Aktuální hodnoty úvěrového rizika a likvidity</i> | 15 |
| <i>Příloha B: Hodnocení úvěrového rizika a likvidity dluhopisů</i> | 17 |

Hlavní události

- Česká národní banka na svém měnovém zasedání koncem července zvýšila svou klíčovou úrokovou sazbu o 25 bps na 5,25%.
- Hrubý domácí produkt vykázal ve druhém čtvrtletí meziroční růst o 3,9%. Hlavní hnací silou byly investice, v menší míře i spotřeba domácností.
- Během června a července jsme byli svědky akcelerace inflace až na 5,9%. V srpnu po dlouhé době CPI meziměsíčně poklesl a jeho meziroční tempo růstu činilo 5,5%.
- Až do začátku srpna ceny dluhopisů dále klesaly. Po té očekávání snižování inflace a odložení zpříšňování měnové politiky vedlo k obrácení trendu a mohutnému růstu cen českých dluhopisů.
- Výnosová křivka podstatně snížila svůj sklon. Zatímco krátkodobé sazby se téměř nezměnily, dlouhodobé sazby ubraly kolem 45 bps.
- Cenový index COREActiveCz posílil o 1,35%. Pod vlivem zplošťování tvaru výnosové křivky nejvíce posílily dlouhodobé dluhopisy.
- Oproti předchozímu čtvrtletí se obchodní aktivita zvýšila, objemy obchodů vzrostly o téměř 20%.

Očekávané události

- *Globální ekonomické zpomalení se v následujícím čtvrtletí prohloubí. Výkonnost české ekonomiky však výrazně zasažena nebude.*
- *Spotřebitelské ceny by měly dále snižovat dynamiku svého růstu. Ve směru poklesu meziroční inflace by měly působit ceny potravin a benzínu.*
- *Nepředpokládáme, že by Česká národní banka do konce roku změnila své klíčové úrokové sazby. Zejména pod vlivem zahraničí bude však stále více subjektů očekávat snížení základních sazeb.*

Předpokládaný vývoj trhu

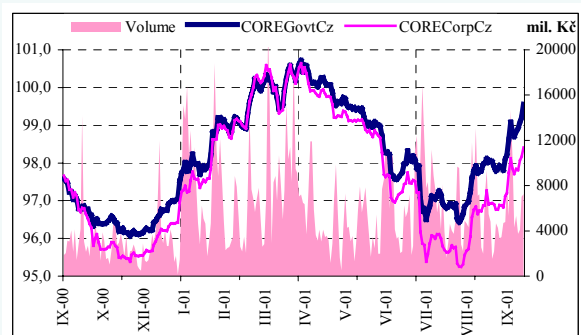
- *V posledním letošním čtvrtletí vidíme prostor – byť omezený – pro další pokles výnosů českých dluhopisů. Změna očekávání trhu ve prospěch snižování klíčových úrokových sazeb povede ke zvyšování sklonu výnosové křivky.*
- *Pokles výnosů na dlouhém konci výnosové křivky bude omezovat nedobrá stav veřejných financí a zejména další prohlubování vnější nerovnováhy.*
- *Trh by mohly negativně ovlivnit obavy o osud emerging markets, pokud by se rozšířil dosavadní konflikt v Afganistánu.*

Výnosy na trhu dluhopisů – Benchmark

| | 30.6.2001 | | 30.9.2001 | | Změna výnosů |
|------|------------|-------|------------|-------|--------------|
| 2W | Repo sazba | 5,00% | Repo sazba | 5,25% | +25 bps |
| 6M | 6M Pribid | 5,11% | 6M Pribid | 5,27% | +16 bps |
| 2Y* | ČR 6,90/03 | 5,64% | ČR 6,90/03 | 5,53% | -11 bps |
| 4Y* | ČR 6,75/05 | 6,05% | ČR 6,75/05 | 5,62% | -43 bps |
| 9Y* | ČR 6,40/10 | 6,73% | ČR 6,40/10 | 6,24% | -49 bps |
| 15Y* | ČR 6,95/16 | 6,96% | ČR 6,95/16 | 6,42% | -54 bps |

* kotace Conseq Finance - bid yield

Cenové indexy dluhopisů



DOMÁCÍ A ZAHRANIČÍ EKONOMICKÉ PROSTŘEDÍ

Domácí ekonomický vývoj

Domácí ekonomika i ve druhém letošním čtvrtletí potvrdila svou vysokou dynamiku. Meziroční růst reálného HDP činil 3,9% a je mírně nižší než v prvním čtvrtletí, tj. revidovaných 4,1% meziročně. Sezónně očištěný reálný HDP vzrostl o 0,9% mezikvartálně, což potvrzuje, že ekonomika stále expanduje. Hlavní hnací silou růstu ve druhém čtvrtletí byly investice a v menší míře též spotřeba domácností. Až do července inflace vykazovala rostoucí trend, v srpnu klesající ceny potravin a ropy snížily tempo růstu CPI na 5,5% meziročně. Obavy, že inflaci táhnou stále ve větší míře poptávkové tlaky se zatím nepotvrzují. Nadměrnou expanzi domácí poptávky zatím nepotvrzují ani údaje o růstu maloobchodních tržeb. Na druhou stranu nákladové inflační tlaky postupně odezívají, o čemž ostatně vypovídá i příznivý vývoj cen průmyslových výrobců. Hlavním problémem české ekonomiky se stále více stává dvojitý deficit. Zatímco nelichotivý vývoj státního rozpočtu se prozatím zklidnil, bilance zahraničního obchodu dále prohlubuje svůj deficit. Nebezpečím zůstává i předstih růstu mezd nad produktivitou práce v průmyslu a z toho plynoucí růst jednotkových pracovních nákladů.

Nejdůležitější makroekonomické údaje zveřejněné ve III. čtvrtletí 2001

| Datum | Zveřejňovaný údaj | Období | Skutečná hodnota* | Očekávaná hodnota** |
|-------|-----------------------------|---------|-------------------------------------|------------------------------------|
| 11.7. | Spotřebitelské ceny | VI-01 | 1,0% meziměsíčně 5,5% meziročně | 0,5% meziměsíčně 4,8% meziročně |
| 13.7. | Průmyslová výroba | V-01 | 6,9% meziročně | 9,5% meziročně |
| 16.7. | Ceny průmyslových výrobců | VI-01 | 0,2% meziměsíčně 3,4% meziročně | 0,3% meziměsíčně 3,5% meziročně |
| 8.8. | Spotřebitelské ceny | VII-01 | 1,0% meziměsíčně 5,9% meziročně | 0,6% meziměsíčně 5,4% meziročně |
| 13.8. | Průmyslová výroba | VI-01 | 3,7% meziročně | 4,6% meziročně |
| 13.8. | Ceny průmyslových výrobců | VII-01 | -0,1% meziměsíčně 3,0% meziročně | 0,1% meziměsíčně 3,2% meziročně |
| 4.9. | Běžný účet platební bilance | 2Q-01 | -21,5 mld. Kč | -19,2 mld. Kč |
| 10.9. | Spotřebitelské ceny | VIII-01 | -0,2% meziměsíčně 5,5% meziročně | 0,1% meziměsíčně 5,8% meziročně |
| 10.9. | Průmyslová výroba | VII-01 | 9,3% meziročně | 7,0% meziročně |
| 13.9. | Ceny průmyslových výrobců | VIII-01 | -0,3% meziměsíčně 2,4% meziročně | 0,1% meziměsíčně 2,8% meziročně |
| 13.9. | Hrubý domácí produkt | 2Q-01 | 3,9% meziročně | 3,6% meziročně |

* čísla jsou předběžná před revizí ČSÚ ** konsenzuální odhad analytiků

Měnová politika České národní banky, peněžní trh a měna

Česká národní banka zejména pod vlivem rostoucí inflace zvýšila koncem července své klíčové úrokové sazby o 25 bps na 5,25%. Ačkoliv rovněž červencová inflace byla pro ČNB nepříznivým překvapením, koncem srpna na pravidelném měnovém zasedání Bankovní rady ke zvýšení sazeb nedošlo. Zveřejněný zápis pak odkryl, že rozhodnutí neměnit sazby bylo přijato nejtěsnějším rozdílem. Naopak během září se situace radikálně změnila, když nejnvýznamnější světové centrální banky své klíčové úroky snížily. ČNB zatím tento trend ignorovala, podle jejich představitelů se důvody pro změnu měnové politiky výrazně nezměnily a rostoucí úrokový diferenciál zatím pro stabilitu české měny není nebezpečím. Koruna během sledovaného čtvrtletí nejprve lehce oslabovala, když dolů ji táhla nepříznivá data obchodní bilance a rovněž situace na emerging markets. Ke konci čtvrtletí pod vlivem silné poptávky po koruně z titulu konverze privatizačních příjmů začala mohutně zpevňovat.

Vybrané veličiny na peněžním a devizovém trhu

| Sledovaná veličina | 30.6.2001 | 31.7.2001 | 31.8.2001 | 30.9.2001 |
|--------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| repo sazba ČNB - 2 týdny | 5,00% | 5,25% | 5,25% | 5,25% |
| depozitní sazby - 1 rok* | 5,28% | 5,79% | 5,72% | 5,34% |
| úrokový swap - 5 let** | 6,22% | 6,60% | 6,30% | 5,90% |
| úrokový swap - 10 let** | 6,85% | 6,96% | 6,59% | 6,41% |
| devizový kurz CZK/EUR*** | 33,765 | 33,875 | 34,235 | 33,990 |
| devizový kurz CZK/USD*** | 39,738 | 38,736 | 37,671 | 36,916 |

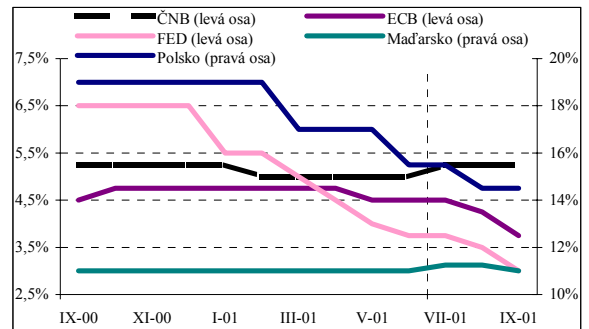
* Pribid 1Y ** bid Cedef *** fixing ČNB

Mezinárodní ekonomické prostředí

Globální ekonomika pokračuje ve svém ochlazování, a dokonce lze konstatovat, že zpomalení bude silnější než se očekávalo. Řada ekonomických indikátorů v eurozóně (průmyslová výroba, nezaměstnanost, IFO index) poukazují na snížení růstu HDP, který však pravděpodobně zůstane v kladných číslech. Naopak ekonomika USA balancuje na hraně recese a po teroristických útocích stále více ekonomů předpokládá, že ekonomický růst za třetí kvartál bude záporný. Současně se snížením ekonomické aktivity docházelo také ke zpomalení meziročního tempa růstu spotřebitelských cen. Na vzniklou situaci reagovaly centrální banky snižováním svých základních sazeb.

Evropská centrální banka na konci srpna snížila svou klíčovou sazbu o 25 bps a v polovině září spolu s ostatními nejvýznamnějšími světovými centrálními bankami svou základní sazbu redukovala o dalších 50 bps na 3,75%. Motivem druhé úpravy sazeb však bylo uklidnění finančních trhů. Ve snižování základních sazeb byl pilnější americký FED, což odpovídalo slabšímu stavu zámořské ekonomiky. Během třetího čtvrtletí americká centrální banka snížila své klíčové sazby třikrát o celkem 125 bps na 2,50%.

Základní úrokové sazby centrálních bank



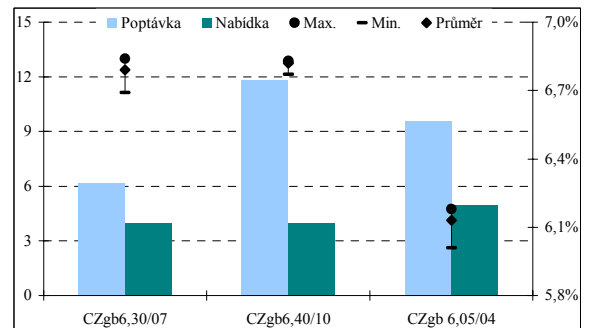
VÝVOJ NA TRHU DLUHOPISŮ V UPLYNULÉM ČTVRTLETÍ

Nově emitované dluhopisy / splatné dluhopisy a dluhopisy s ukončeným obchodováním

Jak se již stalo na našem trhu téměř pravidlem, i třetímu letošnímu čtvrtletí dominovaly nové emise ze sektoru státu.

Červencová aukce 5. tranše CZgb 6,30/07 se konala v „dusné“ atmosféře, které předcházelo nepříznivé číslo inflace za červen a kritický vývoj na emerging markets (zejména Argentina a Polsko). Vzhledem k negativním předpovědím výsledek aukce skončil neutrálně až mírně pozitivně. Nabízený objem 4 miliardy korun překonaly objednávky investorů ve výši 6,16 miliard korun. V aukci dosažený průměrný výnos se téměř shodoval s tržním výnosem k nákupní ceně v době uzávěrky přihlášek do aukce. Úspěšněji dopadla srpnová aukce desetiletého benchmarku CZgb 6,40/10. Poptávka investorů nakonec téměř třikrát překonala nabízené 4 miliardy korun, průměrný výnos byl lehce nižší než tržním nákupní výnos. Po dlouhé době jsme se dočkali též zcela nového státního dluhopisu. I přes počáteční nervozitu trhu se nabízených 5 miliard CZgb 6,05/04 podařilo úspěšně upsat, když poptávka investorů dosáhla 9,6 miliardy korun. Dosažený průměrný výnos 6,13% byl však považován za lehce vyšší.

Výsledky aukcí státních dluhopisů



Výsledky aukcí státních dluhopisů

| Název emise | Aukční výnosy | | | Tržní výnosy* | | Objem v mld. Kč | | Koefficient uspokojení |
|-------------------------|---------------|---------|--------|---------------|-------|-----------------|---------|------------------------|
| | Minimum | Maximum | Průměr | Bid | Offer | Poptávka | Nabídka | |
| CZgb6,30/07 - 5.tranše | 6,69% | 6,84% | 6,79% | 6,78% | 6,72% | 6,16 | 4,00 | 65% |
| CZgb6,40/10 - 5.tranše | 6,77% | 6,83% | 6,82% | 6,84% | 6,79% | 11,82 | 4,00 | 34% |
| CZgb 6,05/04 - 1.tranše | 6,01% | 6,18% | 6,13% | -- | -- | 9,59 | 5,00 | 52% |

* kotace Conseq Finance platné v době uzávěrky přihlášek do aukce

V sektoru podnikových dluhopisů byly v polovině července vydány dluhopisy České pojišťovny s variabilní kupónovou sazbou (6M Pribor + 40 bps) a splatností pět let. Začátkem července došlo rovněž k navýšení hypotečních zástavních listů BACA o 850 milionů korun na 2,4 miliard korun. Podle emisních podmínek může být emise navýšena až na 2,5 miliard

korun. Sektor HZL se rozrostl o další 2 miliardy, když byla vydána druhá tranše dluhopisů emitovaných ČMHB s kupónem 6,85% a splatností v roce 2005. Celková nominální hodnota emise činí 3,5 miliard korun a podle emisních podmínek může být navýšena až na 4,0 miliardy korun.

Nově emitované dluhopisy ve III. čtvrtletí 2001 na domácím trhu

| Název emise | Velikost emise (v mil. Kč) | Úroková sazba | Datum emise | Splatnost emise | Úvěrové riziko ¹ | Likvidita ¹ |
|------------------|-------------------------------|------------------|-------------|-----------------|-----------------------------|------------------------|
| HZL BACA 8,5/04* | 850 | 8,50% | 03.07.01 | 10.06.04 | A3 | LB4 |
| ČPOJ1f/06 | 4 000 | 6M Pribor + 0,4% | 16.07.01 | 16.07.06 | -- | -- |
| CZgb 6,30/07* | 4 000 | 6,30% | 20.07.01 | 17.03.07 | A3 | LB1 |
| CZgb 6,40/10* | 4 000 | 6,40% | 24.08.01 | 14.04.10 | A3 | LB1 |
| HZL7CMHB6.85/05* | 2 000 | 6,85% | 05.09.01 | 07.12.05 | B2 | LB4 |
| CZgb 6,05/04 | 5 000 | 6,05% | 14.09.01 | 14.09.04 | A3 | LB1 |

* znovuootevření a navýšení stávající emise

Ukončení obchodování s dluhopisy z důvodu využití call opce emitenta ve III. čtvrtletí 2001

| Název emise | Velikost emise (v mil. Kč) | Úroková sazba | Ukončení obchodování | Splatnost emise | Úvěrové riziko | Likvidita |
|---------------|-------------------------------|---------------|----------------------|-----------------|----------------|-----------|
| KLADNO12.5/03 | 250 | 12,50% | 23.08.01 | 23.08.03 | B2 | LB7 |

Zdroj: BCPP

Ukončení obchodování s dluhopisy z důvodu konkurzu emitenta ve III. čtvrtletí 2001

| Název emise | Velikost emise (v mil. Kč) | Úroková sazba | Ukončení obchodování | Splatnost emise | Úvěrové riziko | Likvidita |
|-------------|-------------------------------|----------------|----------------------|-----------------|----------------|-----------|
| SKODAvar/02 | 1 700 | 6M Pribor + 2% | 27.09.01 | 11.12.02 | -- | LB7 |

Zdroj: BCPP

Dluhopisy splatné ve III. čtvrtletí 2001 na domácím trhu

| Název emise | Velikost emise (v mil. Kč) | Úroková sazba | Datum emise | Splatnost emise | Úvěrové riziko | Likvidita |
|------------------|-------------------------------|---------------|-------------|-----------------|----------------|-----------|
| TRINEC.Z12.5/01 | 584 | 12,50% | 11.07.96 | 11.07.01 | B3+ | LB7 |
| HZL1VERBK10.6/01 | 100 | 10,60% | 31.07.96 | 31.07.01 | A3 | LB7 |
| CZgb 10,95/01 | 5 000 | 10,95% | 16.08.96 | 16.08.01 | A3 | LB4 |
| CS.SPRAVC.VAR/01 | 250 | 11,00% | 20.08.97 | 20.08.01 | -- | -- |
| HZL 1 CMHB11/01 | 1 000 | 11,00% | 05.09.96 | 05.09.01 | B2 | LB4 |
| MCHZ12.4/01 | 500 | 12,40% | 05.09.96 | 05.09.01 | B3+ | LB7 |

Zdroj: BCPP

Nově emitované dluhopisy ve III. čtvrtletí 2001 na eurotrhu

| Název emise | Emitent | Velikost emise (v mil. Kč) | Úroková sazba | Datum emise | Splatnost emise |
|-------------|---------------------------------|-------------------------------|-------------------|-------------|-----------------|
| DAAb6.25/07 | Deutsche Apoth. und Aertztebank | 750 | 6,25% | 06.07.01 | 06.07.07 |
| DCXfe/04 | Daimlerchrysler NA HLGD | 1 000 | 6M Pribor + 0,30% | 20.07.01 | 20.07.04 |
| FRTfe/04 | France Telecom | 500 | 3M Pribor + 0,35% | 20.08.01 | 20.08.04 |
| Ffe/06 | FCE Bank Plc | 1 000 | 3M Pribor + 0,30% | 07.09.01 | 07.09.06 |

Zdroj: Bloomberg

¹ Hodnoty úvěrového rizika a likvidity vychází z klasifikace Conseq Finance - viz. níže Příloha B.

Dluhopisy splatné v III. čtvrtletí 2001 na eurotrhu

| Název emise | Emitent | Velikost emise (v mil. Kč) | Úroková sazba | Datum emise | Splatnost emise |
|---------------|------------------------------|----------------------------|---------------|-------------|-----------------|
| IBRD12.375/01 | International Bank Rec & Dev | 1 000 | 12,375% | 20.07.98 | 20.07.01 |
| EIB11.5/01 | European Investment Bank | 1 000 | 11,500% | 30.07.97 | 30.07.01 |

Zdroj: Bloomberg

Přehled splatných a nově emitovaných korunových dluhopisů ve III. čtvrtletí 2001

| | | Počet emisí | Objem v mil. Kč |
|-------------------------|---------------|-------------|-----------------|
| NOVÉ EMISE DLUHOPISŮ | domácí trh | 2 | 19 850 |
| | eurotrh | 4 | 3 250 |
| | celkem | 6 | 23 100 |
| SPLATNÉ EMISE DLUHOPISŮ | domácí trh | 8 | 9 384 |
| | eurotrh | 2 | 2 000 |
| | celkem | 10 | 11 384 |
| SALDO | | -4 | +11 716 |

* do počtu emisí nezahrnuta navyšování již stávajících emisí

Přebytek vydaných nad splacenými dluhopisy byl zaznamenán i ve třetím letošním čtvrtletí. Jeho saldo ve výši 11 716 milionů korun však bylo nižší než v předchozím čtvrtletí (+12 400 mil. Kč) či ve stejném čtvrtletí loňského roku (+26 400 mil. Kč). Pouze na domácím trhu představoval přebytek nově vydaných nad splacenými dluhopisy 10 466 milionů korun.

Statistika

Celkový objem obchodů oproti druhému čtvrtletí stoupl o téměř 20%. Oproti stejnému období loňského roku se zobchodovalo přibližně dvojnásobné množství obligací. Díky emisní politice ministerstva financí, které upřednostňuje navyšování stávajících emisí státních dluhopisů tržní kapitalizace celého trhu vzrostla, ačkoliv se počet kotovaných emisí snížil.

Celkové objemy obchodů s dluhopisy na BCPP

| | 3Q/2001 | 2Q/2001 | 1Q/2001 | 4Q/2000 | 3Q/2000 |
|---------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Celkový objem obchodů (mld. Kč) | 393,2 | 328,2 | 502,0 | 188,3 | 191,7 |
| Průměrný denní objem (mil. Kč) | 6 342,0 | 5 294,2 | 7 843,9 | 3 037,6 | 3 091,2 |
| Tržní kapitalizace (mld. Kč) | 311,6 | 304,7 | 292,0 | 280,1 | 262,8 |
| Počet kótovaných emisí | 84 | 89 | 90 | 94 | 93 |
| Hlavní trh | 27 | 27 | 30 | 30 | 31 |
| Vedlejší trh | 13 | 12 | 10 | 11 | 9 |
| Volný trh | 44 | 50 | 50 | 53 | 53 |

Zdroj: BCPP

Emise dluhopisů s největšími celkovými objemy obchodů ve III. čtvrtletí 2001

| | Název emise | Objem v mil. Kč | Podíl v % | Kupón* | | Název emise | Objem v mil. Kč | Podíl v % | Kupón* |
|----|--------------------|-----------------|-----------|--------|-----|--------------------|-----------------|-----------|--------|
| 1. | CZgb 6,40/10 | 117 460,047 | 29,87 | | 10. | KB VAR/02 | 8 695,155 | 2,21 | |
| 2. | CZgb 6,95/16 | 46 880,867 | 11,92 | | 11. | CZgbVAR3/02 | 7 716,475 | 1,96 | x |
| 3. | CZgb 6,30/07 | 32 603,559 | 8,29 | | 12. | KB 8,00/04 | 7 566,702 | 1,92 | x |
| 4. | CZgb 6,75/05 | 30 922,486 | 7,86 | | 13. | EIB 6,50/15 | 6 241,241 | 1,59 | |
| 5. | CZgb 12,20/02 | 18 868,340 | 4,80 | x | 14. | Unipetrol 9,00/04 | 6 134,552 | 1,56 | x |
| 6. | EIB 8,20/09 | 13 953,509 | 3,55 | | 15. | CZgb 10,90/03 | 5 891,097 | 1,50 | x |
| 7. | CZgb 6,90/03 | 12 346,272 | 3,14 | | 16. | CZgb 6,05/04 | 5 686,064 | 1,45 | |
| 8. | Škoda Auto 7,25/05 | 10 799,223 | 2,75 | x | 17. | Radiomobil 8,20/04 | 5 332,650 | 1,36 | |
| 9. | KB VAR2/02 | 10 140,240 | 2,58 | x | 18. | ČEZ 8,75/04 | 4 598,015 | 1,17 | |

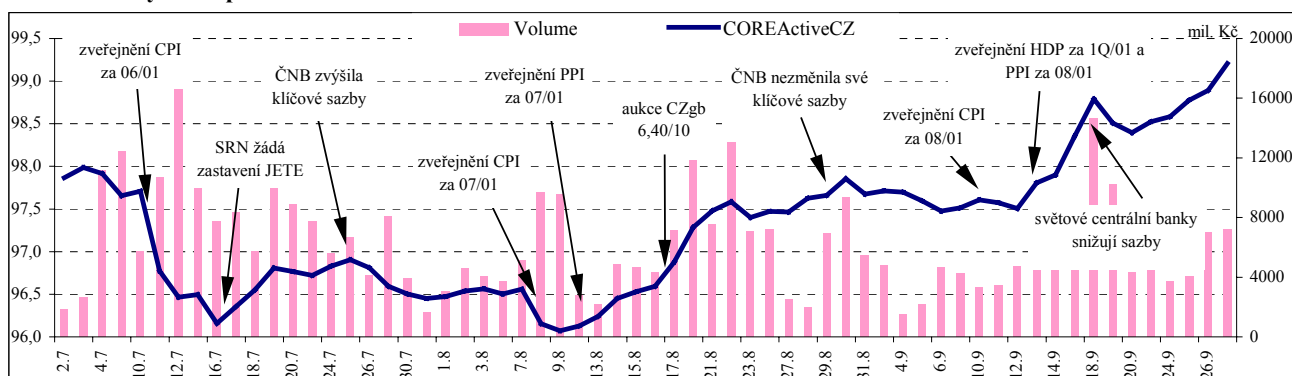
Zdroj: BCPP * ex coupon day ve III. čtvrtletí

Trend vývoje obchodování na českém trhu dluhopisů

Negativní vývoj na dluhopisovém trhu z druhého čtvrtletí se víceméně přenesl i na počátek třetího čtvrtletí. Zatímco v červenci obavy z akcelerace inflace a zpříšňování měnové politiky vedly k poklesu cen, zhruba na začátku srpna se situace obrátila a zejména v očekávání snižování inflace se ceny vydaly vzhůru. Dalším prorůstovým impuls přišel ze zahraničí, kdy v reakci na teroristický útok na USA nejvýznamnější světové centrální banky dodávaly finančním trhům likviditu a snižovaly své základní sazby a zároveň klesaly i výnosy střednědobých a dlouhodobých dluhopisů. Celkově za třetí kvartál cenový index COREActiveCz přidal 132 bazických bodů na 99,21 bodů.

Začátek července zastihl trh v prázdninové náladě, kterou nedokázal narušit ani nepříznivý výsledek hospodaření státního rozpočtu ke konci června (35 miliard korun; později revidováno na 29,7 miliard korun). Investoři byli vytrženi z letargie hned druhý prázdninový týden. Finanční krize v Argentině zasáhla další emerging markets (ve střední Evropě zejména Polsko) a nevyhnula se ani České republice, byť její dopad zde nebyl zdaleka tak silný. Doslova šokem však byla zveřejněná inflace za červen. Meziměsíční růst o 1,0% výrazně překonal i nejpesimističtější odhady analytiků. Negativní sentiment posílil i zápis ze zasedání bankovní rady ČNB z konce června, podle kterého již tehdy jeden její člen hlasoval pro zvýšení klíčové repo sazby. V polovině týdne zasáhla trh negativní zpráva z Německa, podle které tamější vláda požadovala neuvádět jadernou elektrárnu Temelín do provozu. Zpráva primárně postihla dluhopisy ČEZu, s kterými se dolů svezly i ostatní podnikové střednědobé bondy. Po politických prohlášeních se však situace rychle uklidnila. Ke konci července ČNB zvýšila svou klíčovou sazbu o 25 bps na 5,25%. Pro část trhu byl tento krok překvapením a ceny se vydaly nepatrně níže. Na začátku srpna ceny stagnovaly, na revizi inflačního očekávání centrální banky směrem nahoru trh výrazně nereagoval.

Cenové indexy dluhopisů



Po zbytek čtvrtletí poslední pokles cen vyvolal růst indexu CPI za červenec. Meziměsíční růst o 1% byl opět negativním překvapením. Pozvolný obrat v inflačním prostředí signalizoval vývoj cen průmyslových výrobců za červenec, když v meziměsíčním vyjádření PPI překvapivě poklesl o 0,1%. Definitivní zlomení klesajícího trendu potvrdila aukce státního benchmarku CZgb 6,40/10, která byla mohutně přeupsána. Další růst cen podpořil umírněný komentář člena Bankovní rady Jana Fraita o správném nastavení měnové politiky. Očekávání dalšího „rate hiku“ se tak postupně odkládala. Částečnou krátkodobou korekci vyvolal hluboký schodek obchodní bilance za červen, jenž dosáhl 19,0 miliard korun. Pozornost investorů se na konci srpna soustředila na další měnové zasedání bankovní rady ČNB. Rozhodnutí ponechat stávající úroveň klíčových sazeb beze změn dalo za pravdu optimistům a vedlo k dalšímu poklesu výnosů. Pokles výnosů však brzy skončil vlivem jak vybírání zisků, tak i zveřejnění silné dynamiky peněžní zásoby za červenec (+13,3% meziročně).

Začátek září se nesl v poklidné atmosféře, kterou nenarušila ani aukce nového státního dluhopisu CZgb 6,05/04. Mírný nárůst cen dokázala podnítit inflace za srpen, když v meziměsíčním vyjádření CPI poklesl o 0,2%. Dne 11. září se uskutečnil teroristický útok na USA. V bezprostřední reakci ceny propadly, toho však někteří investoři brzy využili k nákupům a situace se v krátké době stabilizovala. Zveřejněný růst HDP za druhé čtvrtletí o 3,9% meziročně nepotvrdil přílišnou akceleraci domácí spotřeby a spolu s příznivým vývojem výrobních cen za srpen (meziměsíčně -0,3%) vedl k dalšímu růstu cen českých dluhopisů. Za účelem utlumení nežádoucích turbulencí na světových finančních trzích nejvýznamnější světové centrální banky, včetně amerického FEDu a Evropské centrální banky, snížily své klíčové sazby, což dále posílilo nákupní sentiment investorů. Následovala dvoudenní korekce, po které opět převládl pozitivní vliv ze zahraničí a ceny českých dluhopisů pokračovaly ve své spanilé jízdě.

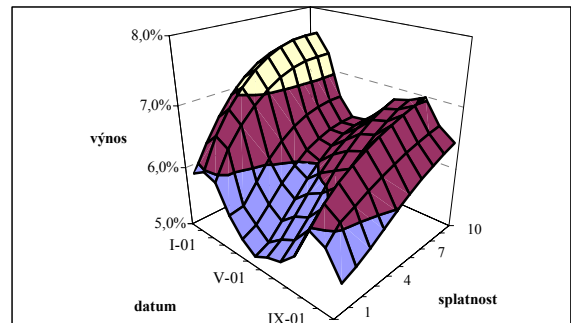
Pohyby výnosových křivek v čase

Během třetího čtvrtletí výnosová křivka podstatně snížila svůj sklon. Zatímco krátkodobé sazby se téměř nezměnily, dlouhodobé sazby ubraly kolem 45 bps.

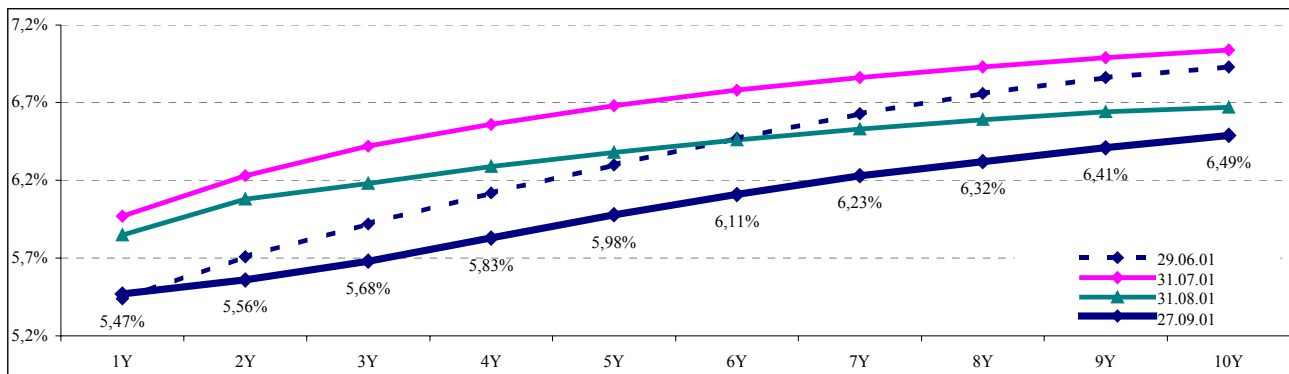
Očekávané zpřísnění měnové politiky vedlo na konci července ke zploštění tvaru výnosové křivky. Po té však již sazby klesaly, během srpna více oslabil dlouhý konec, během září naopak více poklesly krátkodobé sazby.

Zajímavé je též srovnání absolutní polohy výnosové křivky za poslední rok. Nejvyšších hodnot dosáhla výnosová křivka v listopadu, poté až do března se posouvala dolů, aby opět nabrala vzestupný trend. Ten vyvrcholil na konci července a poté se výnosy opět vydaly dolů.

Swapová výnosová křivka v čase - offer (zdroj:Cedef)



Swapová výnosová křivka - offer (zdroj: Cedef)



Spready výnosů státních dluhopisů s novým zdaněním vůči IRS

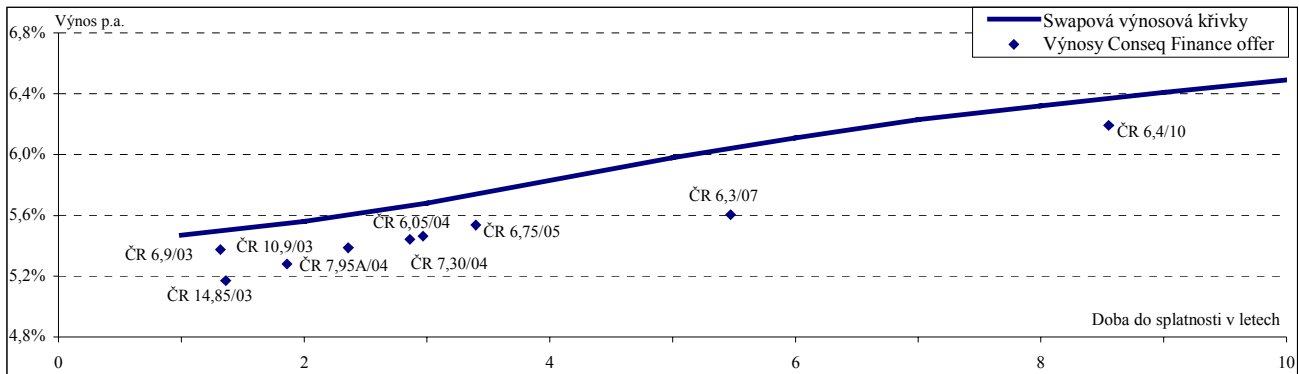
Vývoj spreadů státních dluhopisů s novým zdaněním vůči swapové výnosové křivce v čase v bps

| | 27.09.01 | -3 M | -6 M | -9 M | -12 M | Objem obchodů* v mil. Kč v 3Q/01 |
|---------------|----------|------|------|------|-------|-------------------------------------|
| CZgb 6,90/03 | -12 | -14 | -13 | -24 | -42 | 12346 |
| CZgb 14,85/03 | -33 | -20 | -29 | -42 | -61 | 4100 |
| CZgb 10,90/03 | -27 | -13 | -22 | -17 | -51 | 5891 |
| CZgb 7,95A/04 | -23 | -16 | -10 | -23 | -42 | 3862 |
| CZgb 7,30/04 | -24 | -24 | -15 | -22 | -40 | 3460 |
| CZgb 6,05/04 | -23 | - | - | - | - | 5686 |
| CZgb 6,75/05 | -21 | -9 | -9 | -22 | -32 | 30922 |
| CZgb 6,30/07 | -43 | -16 | -6 | -24 | -16 | 32604 |
| CZgb 6,40/10 | -19 | -15 | -19 | -18 | -13 | 117460 |
| CZgb 6,95/16 | -27 | -15 | -24 | - | - | 46881 |

* objem přímých obchodů na BCPP ve III. čtvrtletí 2001

Záporné spready státních dluhopisů se vůči sazbám úrokových swapů ve třetím čtvrtletí v průměru poměrně výrazně prohloubily. Ve srovnání se situací přesně před rokem se spready relativně zúžily na krátkém konci výnosové křivky (v 3Q/2000 byly záporné spready na krátkém konci výraznější). Naopak spready dlouhodobých dluhopisů se v porovnání před rokem spíše prohloubily.

Výnosy státních dluhopisů vzhledem ke swapové výnosové křivce k 30.9.2001



Spready výnosů podnikových dluhopisů s novým zdaněním vůči IRS

| | 27.09.01 | -3 M | -6 M | -9 M | -12 M | Objem obchodů* v mil. Kč v 3Q/01 |
|-------------------|----------|------|------|------|-------|-------------------------------------|
| Citileas 10,45/03 | 13 | 16 | 19 | 8 | -13 | 851 |
| IPB 8,90/04 | -6 | 16 | 14 | 31 | 13 | 386 |
| ČEZ 8,75/04 | 29 | 32 | 14 | 16 | 1 | 4598 |
| KB 8,00/04 | 17 | 23 | 26 | 31 | 14 | 7567 |
| Unipetrol 9,00/04 | 84 | 58 | 56 | 75 | 77 | 6135 |
| Radiomobil 8,2/04 | 74 | 59 | 44 | 29 | 5 | 5333 |
| Škoda 7,25/05 | 55 | 50 | 34 | 37 | - | 10799 |
| EIB 8,20/09 | -11 | -2 | -14 | -20 | -20 | 13954 |
| EIB 6,50/15 | -21 | -4 | -18 | -26 | -35 | 6241 |

* objem přímých obchodů na BCPP v III. čtvrtletí 2001

Spready podnikových dluhopisů s novým zdaněním vůči sazbám IRS se ve třetím čtvrtletí vyvíjely nerovnoměrně, když jejich pohyby většinou reflektovaly změny ve vnímání kreditního rizika ze strany investorů. Rozšíření spreadů nad swapy bylo zaznamenáno především u dluhopisů Radiomobilu a Unipetrolu.

To samé můžeme říci i při porovnání spreadů vůči třetímu čtvrtletí loňského roku, když největší zhoršení kreditního rizika postihlo dluhopisy Radiomobilu a ČEZu, naopak zlepšením (snížením) spreadů se mohou chlubit zejména dluhopisy Investiční a poštovní banky, na které byla vystavena záruka ČNB. V případě Radiomobilu svou roli mohlo ráti i dubnové navýšení této emise o 2 miliardy korun na 5 miliard korun.

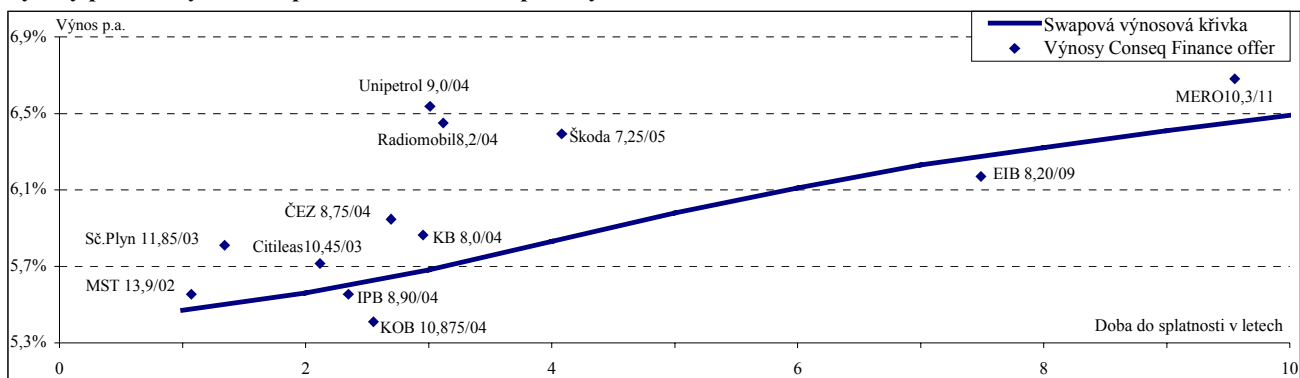
Spready výnosů podnikových dluhopisů se starým zdaněním vůči IRS

| | 27.09.01 | -3 M | -6 M | -9 M | -12 M | Objem obchodů* v mil. Kč v 3Q/01 |
|------------------|----------|------|------|------|-------|-------------------------------------|
| MST 13,90/02 | 9 | -45 | -9 | -15 | -70 | 1977 |
| Sč.Plyn 11,85/03 | 32 | -31 | -5 | -1 | -57 | 306 |
| KOB 10,875/04 | -23 | -31 | -49 | -45 | -94 | 4155 |
| MERO 10,3/11 | 22 | 14 | 19 | 17 | 7 | 1832 |

* objem přímých obchodů na BCPP v III. čtvrtletí 2001

Spready výnosů podnikových dluhopisů se starým zdaněním vůči sazbám IRS se během třetího čtvrtletí zvýšily, respektive záporné spready se zúžily. V porovnání s koncem druhého kvartálu loňského roku se spready podstatně zhoršily, z likvidních titulů nejvýrazněji u dluhopisů Konsolidační banky, u které mohla být část investorů znejistěna prováděnou přeměnou emitenta na Českou konsolidační agenturu.

Výnosy podnikových dluhopisů vzhledem ke swapové výnosové křivce k 30.9.2001



Spready výnosů hypotečních zástavních listů vůči IRS

Vývoj spreadů hypotečních zástavních listů vůči swapové výnosové křivce v čase v bps

| | 27.09.01 | -3 M | -6 M | -9 M | -12 M | Objem obchodů* v mil. Kč v 3Q/01 |
|-------------------|----------|------|------|------|-------|-------------------------------------|
| HZL 3ČMHB 12/03 | -51 | -79 | -50 | -59 | -72 | 56 |
| HZL 4ČMHB 8,9/04 | -14 | -17 | -24 | -36 | -65 | 87 |
| HZL 1KB 8,125/04 | -12 | -26 | -25 | -36 | -94 | 1274 |
| HZL BACA 8,5/04 | -37 | -49 | -42 | -59 | -105 | 216 |
| HZL 2KB 8,00/04 | -13 | -29 | -29 | -36 | -97 | 339 |
| HZL 5ČMHB 8,2/04 | -8 | -19 | -24 | -29 | -54 | 64 |
| HZL 6ČMHB 6,4/05 | -7 | -14 | -27 | -32 | -43 | 449 |
| HZL 7ČMHB 6,85/05 | -2 | -13 | -32 | -34 | - | 489 |

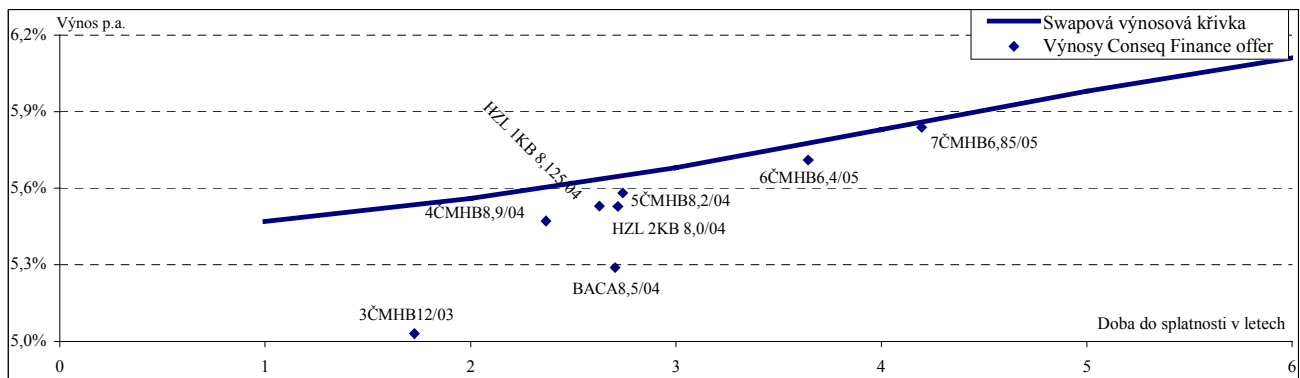
* objem přímých obchodů na BCPP v III. čtvrtletí 2001

Záporné spready výnosů všech sledovaných hypotečních zástavních listů se vůči sazbám úrokových swapů během sledovaného čtvrtletí většinou lehce zúžily. Změna spreadů byla patrnější u nejkratších dluhopisů z tohoto segmentu.

Za poslední rok – stejně jako u ostatních dluhopisů – bylo možno zpozorovat výrazné zúžení záporných spreadů. Nejmenší zúžení nastalo u málo likvidního dluhopisu ČMHB3.

Obecně lze říci, že zejména v případě hypotečních zástavních listů ČMHB jsou spready podstatně zkráceny nízkou likviditou v tomto segmentu.

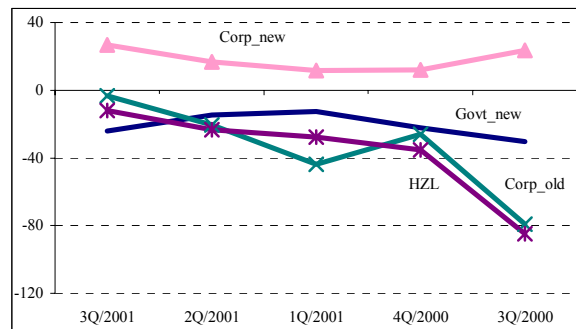
Výnosy hypotečních zástavních listů ke swapové výnosové křivce k 30.9.2001



Průměrné spready výnosů v jednotlivých segmentech dluhopisového trhu vůči IRS

| | | | | | |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 3Q/2001 | 2Q/2001 | 1Q/2001 | 4Q/2000 | 3Q/2000 |
| Govt_new | -24 | -15 | -13 | -22 | -30 |
| Corp_new | 27 | 17 | 12 | 12 | 24 |
| Corp_old | -3 | -20 | -44 | -26 | -79 |
| HZL | -12 | -23 | -28 | -35 | -85 |

Poznámka: průměr je vážený aritmetický průměr spreadů dluhopisů v každém segmentu, kde vahou je objem přímých obchodů za příslušné období



Největší změny cen a výnosů likvidních dluhopisů

Největší změny výnosů ve III. čtvrtletí 2001 v bazických bodech

| růsty v bazických bodech | | | | | poklesy v bazických bodech | | | | |
|--------------------------|-----------|--------|---------|-------|----------------------------|-----------|--------|---------|-------|
| | VII-IX/01 | VII/01 | VIII/01 | IX/01 | | VII-IX/01 | VII/01 | VIII/01 | IX/01 |
| CEZ11.0625/08 | 62 | 102 | -32 | -8 | CZgb6.30/07 | -67 | 32 | -43 | -56 |
| SC.PLYN11.85/03 | 58 | 83 | -2 | -24 | PRAHA1b6.85/11 | -63 | 21 | -46 | -38 |
| MST13.9/02 | 50 | 88 | -7 | -30 | EIB6.50/15 | -60 | 1 | -33 | -28 |
| HZL 3 CMHB12/03 | 20 | 69 | -18 | -31 | CEB6.95/10 | -54 | 22 | -38 | -37 |
| UNIPETROL9.0/04 | 0 | 112 | -41 | -71 | CZgb6.95/16 | -54 | 15 | -41 | -28 |
| - | - | - | - | - | EIB8.20/09 | -53 | 20 | -33 | -40 |
| - | - | - | - | - | Czgb6.40/10 | -50 | 23 | -36 | -37 |
| - | - | - | - | - | CZgb6.75/05 | -44 | 47 | -38 | -52 |
| - | - | - | - | - | IPB8.9/04 | -41 | 53 | -21 | -73 |
| - | - | - | - | - | MERO10.3/11 | -38 | 37 | -49 | -26 |

Zdroj: kotace Conseq Finance - bid, vyloučeny dluhopisy se splatností do jednoho roku

Největší změny ceny ve III. čtvrtletí 2001 v bazických bodech

| růsty v bazických bodech | | | | | poklesy v bazických bodech | | | | |
|--------------------------|-----------|--------|---------|-------|----------------------------|-----------|--------|---------|-------|
| | VII-IX/01 | VII/01 | VIII/01 | IX/01 | | VII-IX/01 | VII/01 | VIII/01 | IX/01 |
| EIB6.50/15 | 515 | -10 | 280 | 245 | MST13.9/02 | -233 | -168 | -50 | -15 |
| CZgb6.95/16 | 495 | -135 | 365 | 265 | CEZ11.0625/08 | -230 | -231 | 21 | -20 |
| PRAHA1b6.85/11 | 430 | -137 | 307 | 260 | SC.PLYN11.85/03 | -213 | -168 | -40 | -5 |
| CEB6.95/10 | 350 | -140 | 245 | 245 | HZL 3 CMHB12/03 | -185 | -178 | -17 | 10 |
| CZgb6.40/10 | 320 | -145 | 230 | 235 | CZgb14.85/03 | -178 | -151 | -33 | 6 |
| EIB8.20/09 | 305 | -130 | 195 | 240 | KOB10.875/04 | -75 | -179 | 29 | 75 |
| CZgb6.30/07 | 305 | -145 | 195 | 255 | CZgbVAR III/02 | -60 | -10 | -17 | -33 |
| MERO10.3/11 | 255 | -300 | 360 | 195 | CZgb10.90/03 | -59 | -138 | 14 | 65 |
| CZgb6.75/05 | 120 | -150 | 115 | 155 | PRAHAf/11 | -50 | -31 | -29 | 10 |
| SKODA 7.25/05 | 100 | -194 | 154 | 140 | TEBRNOvar/02 | -40 | -30 | 11 | -21 |

Zdroj: kotace Conseq Finance - bid, vyloučeny dluhopisy se splatností do jednoho roku

CORE Bond Indexy

Cenové indexy dluhopisů

| | CORE ActiveCZ | CORE FRNCz | CORE MortCz | CORE CorpCz | CORE GovtCz | CORE CorpCznew | CORE 3Cz | CORE 5Cz | CORE 15Cz |
|--------------------|---------------|------------|-------------|-------------|-------------|----------------|----------|----------|-----------|
| 30.06.2001 | 97,89 | 99,30 | 101,07 | 97,47 | 98,07 | 99,43 | 95,69 | 98,96 | 98,44 |
| 30.09.2001 | 99,21 | 99,10 | 100,88 | 98,41 | 99,56 | 100,66 | 95,35 | 99,69 | 101,85 |
| změna | 1,35% | -0,21% | -0,19% | 0,97% | 1,52% | 1,24% | -0,35% | 0,74% | 3,46% |
| tržní váhy mld. Kč | 167,87 | 17,96 | 16,50 | 50,46 | 117,40 | 40,11 | 59,25 | 42,66 | 65,96 |

Ve třetím čtvrtletí většina segmentů dluhopisového trhu vzrostla. Vinou zploštění tvaru výnosové křivky ztrácely dluhopisy se splatností od 1 do 3 let (CORE3Cz), lehký pokles vykázaly i dluhopisy s proměnlivým kupónem (COREFRNCz). Naopak největší růst zaznamenaly dluhopisy se splatností 5 až 15 let (CORE15Cz).

| | CORE ActiveCZ | CORE FRNCz | CORE MortCz | CORE CorpCz | CORE GovtCz | CORE CorpCznew | CORE 3Cz | CORE 5Cz | CORE 15Cz |
|--------------|---------------|------------|-------------|-------------|-------------|----------------|----------|----------|-----------|
| 30.06.2001 | 107,83 | 106,32 | 104,72 | 107,83 | 107,79 | 109,38 | 106,71 | 108,68 | 106,81 |
| 30.09.2001 | 111,20 | 107,46 | 106,47 | 110,92 | 111,28 | 112,72 | 108,55 | 111,31 | 112,19 |
| změna v Kč | 3,12% | 1,07% | 1,67% | 2,86% | 3,24% | 3,05% | 1,72% | 2,41% | 5,03% |
| změna v EUR* | 2,44% | 0,40% | 1,00% | 2,18% | 2,55% | 2,37% | 1,05% | 1,74% | 4,34% |
| změna v USD* | 11,00% | 8,80% | 9,45% | 10,73% | 11,13% | 10,93% | 9,50% | 10,24% | 13,06% |

* pro změnu devizového kurzu brán fixing ČNB

Během třetího čtvrtletí investice do všech částí dluhopisového trhu zaznamenaly zhodnocení, které bylo nejsilnější u dluhopisů se splatností 5 až 15 let (+5,03%). Vlivem oslabení české měny vůči euro, byly investice v přepočtu na euro méně výnosné. Opačná situace nastala pro dolarového investora, jehož investice do českých dluhopisů v jeho měně vydělaly v průměru 11%.

| | CORE ActiveCZ | CORE FRNCz | CORE MortCz | CORE CorpCz | CORE GovtCz | CORE CorpCznew | CORE 3Cz | CORE 5Cz | CORE 15Cz |
|-------------|---------------|------------|-------------|-------------|-------------|----------------|----------|----------|-----------|
| 30.06.2001 | 6,43% | -- | 5,79% | 6,61% | 6,35% | 6,68% | 5,62% | 6,23% | 6,73% |
| 30.09.2001 | 6,02% | -- | 5,67% | 6,26% | 5,92% | 6,30% | 5,53% | 5,94% | 6,17% |
| změna v bps | -41 | -- | -12 | -35 | -43 | -38 | -8 | -29 | -57 |

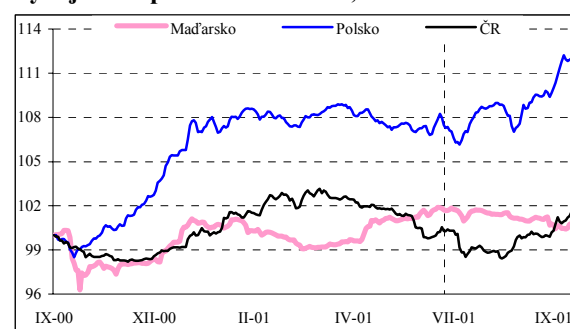
Posun výnosové křivky směrem dolů a její zplošťování je patrné i v porovnání vývoje průměrných výnosů. Nejvíce oslabily výnosy dlouhodobých dluhopisů, nejméně pak výnosy krátkodobých dluhopisů.

Vývoj a výkonnost českých dluhopisů v porovnání s dluhopisy Polska a Maďarska

Obdobně jako české dluhopisy i polský dluhopisový trh prožil velice bouřlivé čtvrtletí. Zatímco během července byly ceny taženy vzhůru sadou příznivých makroekonomických čísel ukazujících na znovuoobnověný dezinflační trend a pokračující výrazné ochlazení dynamiky hospodářského růstu, počátkem srpna se ceny propadly v důsledku obav z nadměrného růstu rozpočtového schodku na rok 2002 a nepříznivého výsledku blížících se parlamentních voleb, což bylo navíc umocněno měnovou krizí v Argentině. V polovině srpna se však nálada na trhu zcela obrátila, když investory uklidnila vyjádřená snaha jak vlády, tak především opoziční SLD (vítězná strana pozdějších parlamentních voleb) omezit rozpočtový schodek pro příští rok. Vysoce příznivá inflační čísla za červenec (spotřebitelská inflace se dostala na dostřel hranice 5%), spolu s dalším snížením úrokových sazeb centrální bankou poté spustily silný růst cen dluhopisů, který v nezmenšené intenzitě pokračoval i během září.

Zato maďarské dluhopisy celé uplynulé čtvrtletí mírně ztrácely, především pod tíhou neustále velice dynamického hospodářského růstu, který spolu se slabším forntem limitoval pokles inflace. Přestože se růst spotřebitelských cen dostal v červenci po roční pauze opět pod 10%, v důsledku slábnoucí měny se ambiciózní odhady dalšího poklesu dynamiky do konce roku ukázaly jako pravděpodobně příliš optimistické. Centrální banka navíc ve snaze zvýšit atraktivitu forintu zvedla v polovině července na necelé dva měsíce své základní úrokové sazby. Situaci na trhu dále zhoršily obavy z vyšší nabídky státních dluhopisů, pramenící z deklarované snahy maďarské vlády podpořit hospodářský růst v letošním i příštím roce navýšením státních výdajů.

Vývoj dluhopisového trhu ČR, Polska a Maďarska



Zdroj: indexy Bloomberg Effas, indexováno 29.9.00 = 100

Vývoj indexů dluhopisových trhu ČR, Polska a Maďarska do 30.9.2001

| | Změna cenového indexu | | Změna výkonnostního indexu v národní měně | | Změna výkonnostního indexu v CZK | | Změna výkonnostního indexu v EUR | |
|----------|-----------------------|-----------|---|-----------|----------------------------------|-----------|----------------------------------|-----------|
| | Mezikvartální | Meziroční | Mezikvartální | Meziroční | Mezikvartální | Meziroční | Mezikvartální | Meziroční |
| ČR | 1,35% | 1,63% | 3,12% | 9,39% | 3,12% | 9,39% | 2,92% | 14,86% |
| Polsko | 4,50% | 12,32% | 6,42% | 21,33% | -5,58% | 20,36% | -5,77% | 26,38% |
| Maďarsko | -0,96% | 0,74% | 1,37% | 10,84% | -3,57% | 8,50% | -3,76% | 13,92% |

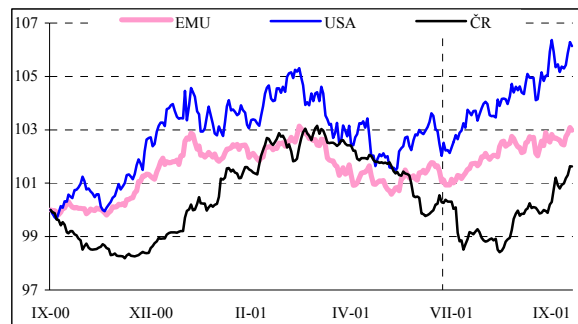
Poznámka: pro Polsko a Maďarsko brány indexy Bloomberg Effas, pro ČR brány indexy CORE, pro devizové kurzy zdroj Bloomberg, resp. ČNB

Vývoj a výkonnost českých dluhopisů v porovnání s dluhopisy EMU a USA

Po propadu cen v předchozím období zastihlo třetí čtvrtletí evropské i americké dluhopisy v dobré kondici. Začátek vzestupného trendu odstartovala finanční krize v Argentině, která podstatně zvýšila riziko tzv. emerging markets. V důsledku zvyšování rizika se řada investorů uchýlovala do bezpečných přístavů státního dluhu USA a zemí Eurolandu. Nebezpečí krize rovněž zvýšila očekávání dalšího uvolnění měnové politiky zejména ze strany FEDu. Dluhopisům rovněž prospívaly stále patrnější známky, že evropské ekonomice hrozí stagnace a ekonomika USA balancuje na hraně recese. Pozitivní roli hrála i snižující se inflace. V důsledku aktuálních makroekonomických dat a radikálnějšího postoje FEDu

více profitovaly americké státní dluhopisy. Obrat dosavadního rostoucího trendu přišel na konci srpna, kdy zejména pod vlivem některých optimistických čísel a určitě i technické korekce po dlouhé době došlo k růstu výnosů. Situaci však radikálně obrátil zpět teroristický útok na New York a Washington dne 11. září. Obavy vyvolané konfliktem dále prohloubily nebezpečí globální ekonomické stagnace. Nejdůležitější světové centrální banky s cílem zabránit nežádoucím turbulencím na finančních trzích dodávaly trhům likviditu a snižovaly své základní sazby. V tomto prostředí se logicky dařilo kvalitním státním dluhopisům. Pokles krátkodobých výnosů táhly kroky centrálních bank, resp. očekávání dalšího budoucího snižování sazeb. Sazby na dlouhých koncích výnosových křivek rovněž klesaly, jejich dynamiku zejména v USA však brzdily obavy o ohrožení dosud zdravého vývoje veřejných financí. Výnosové křivky se v EMU i v USA posouvaly dolů a zvyšovaly svůj sklon.

Vývoj dluhopisového trhu ČR, EMU a USA



Zdroj: indexy Bloomberg Effas, indexováno 29.9.00 = 100

Vývoj indexů dluhopisových trhu ČR, EMU a USA do 30.9.2001

| | Změna cenového indexu | | Změna výkonnostního indexu v národní měně | | Změna výkonnostního indexu v CZK | | Změna výkonnostního indexu v EUR | |
|-----|-----------------------|-----------|---|-----------|----------------------------------|-----------|----------------------------------|-----------|
| | Mezikvartální | Meziroční | Mezikvartální | Meziroční | Mezikvartální | Meziroční | Mezikvartální | Meziroční |
| ČR | 1,35% | 1,63% | 3,12% | 9,39% | 3,12% | 9,39% | 2,92% | 14,86% |
| EMU | 1,92% | 2,99% | 3,24% | 8,60% | 3,45% | 3,43% | 3,24% | 8,60% |
| USA | 4,02% | 6,13% | 5,50% | 12,74% | -2,38% | 3,49% | -1,71% | 9,20% |

Poznámka: pro Polsko a Maďarsko brány indexy Bloomberg Effas, pro ČR brány indexy CORE, pro devizové kurzy zdroj Bloomberg, resp. ČNB

Výnosové spready desetiletých státních dluhopisů 30.9.2001 v bps

| | EMU | UK | USA | Česká republika | Maďarsko | Polsko | Řecko |
|-----------------|------|------|------|-----------------|----------|--------|-------|
| EMU | - | 11 | -20 | 159 | 330 | 636 | 47 |
| UK | -11 | - | -31 | 147 | 319 | 625 | 36 |
| USA | 20 | 31 | - | 179 | 350 | 656 | 67 |
| Česká republika | -159 | -147 | -179 | - | 171 | 477 | -111 |
| Maďarsko | -330 | -319 | -350 | -171 | - | 305 | -283 |
| Polsko | -636 | -625 | -656 | -477 | -305 | - | -588 |
| Řecko | -47 | -36 | -67 | 111 | 283 | 588 | - |

Zdroj: Bloomberg - benchmark government bonds, Bid, Close

OČEKÁVANÝ VÝVOJ EKONOMICKÉHO PROSTŘEDÍ V TUZEMSKU I V ZAHRANIČÍ

Globální ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí nejspíše dále sníží svůj růst. Ekonomika USA se pravděpodobně nevyhne recesi, ekonomika zemí EMU se přiblíží stagnaci. Naproti tomu české hospodářství si nejspíše podrží svou dobrou výkonnost, i když menší zpomalení růstu se nám jeví jako pravděpodobný scénář. Globální zpomalení s sebou táhne dolů ceny ropy, které přispívají ke snižování tempa růstu spotřebitelských cen. Pokud se současný konflikt v Afganistánu nerozšíří i do dalších zemí (v této souvislosti se hovoří zejména o Iráku), trend zpomalování růstu spotřebitelských cen by mohl být zachován, a to jak v ČR, tak i v zemích eurozóny či USA. Světové centrální banky mají stále prostor pro snížení svých základních sazeb, přičemž americký FED bude nejspíše razantnější než ECB. Česká ekonomika je sice v jiné fázi hospodářského cyklu, přesto vnější vývoj nemůže zcela ignorovat. Celkově se domníváme, že do konce roku klíčová dvoutýdenní reposazba zůstane na úrovni 5,25%.

Makroekonomická data a zasedání centrálních bank ve IV. čtvrtletí 2001

| Datum | Zveřejňovaný údaj | Období | Datum | Zveřejňovaný údaje | Období |
|--------|---------------------------------------|---------|--------|---------------------------------------|--------|
| 2.10. | Výbor pro operace na volném trhu FEDu | | 29.11. | Bankovní rada ČNB | |
| 8.10. | Spotřebitelské ceny | IX-01 | 4.12. | Platební bilance | 3Q-01 |
| 11.10. | Bankovní rada ECB | | 6.12. | Bankovní rada ECB | |
| 12.10. | Průmyslová výroba | VIII-01 | 10.12. | Spotřebitelské ceny | XI-01 |
| 25.10. | Bankovní rada ČNB | | 11.12. | Průmyslová výroba | X-01 |
| 6.11. | Výbor pro operace na volném trhu FEDu | | 11.12. | Výbor pro operace na volném trhu FEDu | |
| 8.11. | Bankovní rada ECB | | 11.12. | Hrubý domácí produkt | 3Q-01 |
| 8.11. | Spotřebitelské ceny | X-01 | 20.12. | Bankovní rada ČNB | |
| 8.11. | Průmyslová výroba | IX-01 | | | |

OČEKÁVANÝ VÝVOJ NA TRHU DLUHOPISŮ

Ve čtvrtém čtvrtletí v souladu s emisním kalendářem ministerstva financí budou vydány státní dluhopisy za celkem 17 miliard korun. Vedle navyšování objemu patnáctiletého státního dluhopisu ČR 6,95/16 se dočkáme zcela nových emisí. Stále věříme, že revidovaný emisní kalendář na letošní rok, který nyní obsahuje emise v souhrnné hodnotě 64 miliard korun, bude dodržen. Uvažovaná emise státních eurodluhopisů se pro letošní rok odkládá. Hlavním důvodem je podle náměstka ministra financí Eduarda Janoty nutná úprava legislativy, která se do konce roku nestihne. Současný zákon o dluhopisech a jiné právní normy, které upravují vydávání státních dluhopisů, totiž nedávají jednoznačné povolení vydávat dluhopisy v jiné měně než v korunách. Ministerstvo tak chce zamezit prodražení financování, neboť v případě právních nejasností by investoři nejspíše požadovali dodatečnou prémii za riziko. Emise eurodluhopisů by měly být součástí celého programu (program EMTN = Euro medium terms notes), v jehož rámci by do roku 2004 na zahraničních trzích měly být vydány dluhopisy v objemu 3 až 4 miliardy euro a splatností nejspíše 10 let. První tranše v rámci tohoto programu by měla mít objem 0,5 až 1 miliarda euro. Proti je stále Česká národní banka, která se obává nadměrného posílení kurzu koruny, její souhlas s emisí však není z právního hlediska nutný.

Souhrnná tabulka plánovaných emisí státních dluhopisů

| Splatnost | Emise ve IVQ/2001 v mld. Kč |
|---------------|-----------------------------|
| 3 | - |
| 5 | 5 |
| 7 | 4 |
| 10 | 5 |
| 15 | 3 |
| CELKEM | 17 |

Zdroj: www.stránky ČNB

Státní rozpočet na příští rok, alespoň ve vládním návrhu, počítá s deficitem 52,2 miliard korun, z čehož 50 miliard korun by mělo být pokryto vydáním státních dluhopisů. Další potenciální tlak na veřejné finance bude pramenit z vládních garancí, u většiny z nichž hrozí podle posledních informací z ministerstva financí riziko realizace. Stav veřejných financí, a zprostředkovaně potřebu vydávat státní dluhopisy, může snížit urychlení příjmů z privatizace. Podle našeho názoru je do konce prvního kvartálu 2002 reálné stihnout prodej plynárenství i elektroenergetiky, možná i Unipetrolu. Potřeba vydávat státní dluhopisy tak bude determinovat rozhodnutí vlády, jaká část z očekávaných privatizačních příjmů bude

určena na podporu veřejných financí a jaká část bude investována do rozvojových vládních programů. V případě privatizace Komerční banky bylo z částky 40 miliard korun určeno 20 miliard na pokrytí státního dluhu a 20 miliard na dotace fondům bydlení a dopravy. Další zvýšené nároky na financování, vedle možných realizací zástav zejména ztráty Konsolidační banky, resp. Konsolidační agentury, mohou být pokryty z emise eurodluhopisů, což by rovněž odlehčilo domácímu kapitálovému trhu.

Emisní kalendář střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů na IV. čtvrtletí 2001

| Název emise | Číslo emise | Datum emise | Datum splatnosti | Doba platnosti v letech | Objem emise v mlrd. Kč |
|--------------|-------------|-------------|------------------|-------------------------|------------------------|
| CZgb 6,55/11 | 36 | 05.10.2001 | 05.10.2011 | 10 | 5 |
| CZgb xx/06 | 37 | 26.10.2001 | 26.10.2006 | 5 | 5 |
| CZgb 6,95/16 | 34 | 16.11.2001 | 26.01.2016 | 15 | 3 |
| CZgb yy/08 | 38 | 14.12.2001 | 14.12.2008 | 7 | 4 |

Zdroj: [www.stranky České národní banky](http://www.stranky.ceske-narodni-banky.cz) * znovuovertvení emise

Očekávaný trend obchodování

V posledním letošním čtvrtletí vidíme prostor – byť omezený – pro další pokles výnosů českých dluhopisů. Změna očekávání trhu ve prospěch snižování klíčových úrokových sazeb povede ke zvyšování sklonu výnosové křivky.

Globální ekonomické zpomalení v kombinaci s nervozitou finančních trhů při prodlužování konfliktu v Afganistánu nejspíše povede k dalšímu snižování klíčových úrokových sazeb ze strany nejvýznamnějších světových centrálních bank. Česká ekonomika je sice ve zcela odlišné fázi hospodářského cyklu, vývoj ve světě však nemůže zcela ignorovat. Vždyť i ve zveřejněném zápisu ze zasedání bankovní rady ČNB koncem září se uvádí, že se zvýšil význam vnějších faktorů pro měnově politická rozhodování. Argument, že další úprava domácích klíčových úrokových sazeb bude směrem dolů, podporuje i zřetelně klesající tempo růstu spotřebitelských cen. Proto se domníváme, že během posledního letošního čtvrtletí se očekávání trhu posune ve směru snížení sazeb. Samotné snížení klíčové dvoutýdenní repo sazby ve čtvrtém čtvrtletí nepředpokládáme, tento krok je pravděpodobnější až v dalších obdobích.

Dlouhý konec výnosové křivky bude příznivě ovlivňovat klesající inflace. Ve směru jejího poklesu budou působit zejména ceny potravin a ceny benzínu. Zpochybnění tohoto scénáře připadá v úvahu, pokud se konflikt v Afganistánu rozšíří i do zemí, které vyvážejí ropu. V této souvislosti se hovoří zejména o Iráku. Pokles dlouhodobých sazeb však bude limitovat nelichotivý vývoj veřejných financí, kde si stále myslíme, že letošní rozpočtovaný deficit 49 miliard korun nebude dodržen (i bez dodatečně přijatých státních dluhopisových programů), ačkoliv jeho přesazení nebude nikterak dramatické. Dramatičtější bude podle našeho názoru prohlubování vnější nerovnováhy, která má potenciál stát se opět nejvýznamnější hrozbou české ekonomiky. Zatím je schodek běžného účtu stále bez problémů pokrýván přílivem přímých zahraničních investic, což se však v situaci globální ekonomické nejistoty může změnit. V případě rozšíření války v Afganistánu či nepříliš dobrých výsledků protiteroristické koalice může na světových finančních trzích vzrůst nejistota, která by v první řadě postihla tzv. emerging markets. Ačkoliv Česká republika mezi typické emerging markets již není řazena, negativní reakce by se jí patrně rovněž dotkla.

PŘÍLOHA A: AKTUÁLNÍ HODNOTY ÚVĚROVÉHO RIZIKA A LIKVIDITY

(Způsob hodnocení úvěrového rizika a míry likvidity dluhopisů je uveden v příloze B)

| Státní dluhopisy | | | | | | | | | | | |
|-------------------------|------------------|------------|-----------|------------|-----------|--------------|----------------|-----|---------|------|-----------|
| Dluhopis | Datum splatnosti | 30.6.2001 | | 30.9.2001 | | Změna výnosů | Úvěrové riziko | | | | Likvidita |
| | | Conseq BID | Výnos YTW | Conseq BID | Výnos YTW | | Conseq | S&P | Moody's | IBCA | |
| CR6.50/01 | 05.11.01 | 100,30 | 5,32% | 99,97 | 6,47% | - | A3 | AA- | A1 | A | LB1 |
| CR10.55/02 | 14.02.02 | 103,40 | 4,51% | 101,82 | 5,08% | - | A3 | AA- | A1 | A | LB2 |
| CRVAR I/02 | 01.08.02 | 100,00 | - | 100,00 | - | - | A3 | AA- | A1 | A | LB6 |
| CR12.20/02 | 15.08.02 | 107,95 | 4,60% | 105,80 | 5,11% | - | A3 | AA- | A1 | A | LB2 |
| CRVAR II/02 | 29.08.02 | 100,00 | - | 100,00 | - | - | A3 | AA- | A1 | A | LB6 |
| CRVAR III/02 | 29.08.02 | 102,46 | - | 101,86 | - | - | A3 | AA- | A1 | A | LB3 |
| CR6.90/03 | 21.01.03 | 101,76 | 5,64% | 101,63 | 5,53% | -11 | A3 | AA- | A1 | A | LB1 |
| CR14.85/03 | 06.02.03 | 113,64 | 5,51% | 111,86 | 5,37% | -14 | A3 | AA- | A1 | A | LB1 |
| CR10.90/03 | 07.08.03 | 109,89 | 5,73% | 109,30 | 5,44% | -29 | A3 | AA- | A1 | A | LB1 |
| CR7.95A/04 | 05.02.04 | 105,00 | 5,78% | 105,15 | 5,52% | -26 | A3 | AA- | A1 | A | LB1 |
| CR7.30/04 | 06.08.04 | 104,10 | 5,81% | 104,45 | 5,55% | -26 | A3 | AA- | A1 | A | LB1 |
| CR6.05/04 | 14.09.04 | - | - | 101,25 | 5,57% | - | A3 | AA- | A1 | A | LB1 |
| CR6.75/05 | 18.02.05 | 102,15 | 6,05% | 103,35 | 5,62% | -44 | A3 | AA- | A1 | A | LB1 |
| CR6.30/07 | 17.03.07 | 99,80 | 6,33% | 102,85 | 5,67% | -67 | A3 | AA- | A1 | A | LB1 |
| CR6.40/10 | 14.04.10 | 97,80 | 6,73% | 101,00 | 6,24% | -50 | A3 | AA- | A1 | A | LB1 |
| CR6.55/11 | 05.10.11 | - | - | 101,20 | 6,38% | - | A3 | AA- | A1 | A | LB1 |
| CR6.95/16 | 26.01.16 | 99,85 | 6,96% | 104,80 | 6,42% | -54 | A3 | AA- | A1 | A | LB1 |

Zdroj: kotace Conseq Finance, Bloomberg * u dluhopisů se splatností do 1 roku je změna výnosů zkrácená, a proto ji neuvádíme

| Podnikové dluhopisy | | | | | | | | | | | |
|----------------------------|------------------|------------|-----------|------------|-----------|--------------|----------------|------|---------|------|-----------|
| Dluhopis | Datum splatnosti | 30.6.2001 | | 30.9.2001 | | Změna výnosů | Úvěrové riziko | | | | Likvidita |
| | | Conseq BID | Výnos YTW | Conseq BID | Výnos YTW | | Conseq | S&P | Moody's | IBCA | |
| KBXVAR/02 | 10.02.02 | 99,91 | - | 99,82 | - | - | B2 | BB | Baa1 | BBB | LB2 |
| CSPO10.75/02 | 27.02.02 | 103,50 | 4,86% | 102,00 | 5,27% | - | B2 | BB | Baa1 | BBB | LB3 |
| CSOBVAR/02 | 15.07.02 | 100,00 | - | 99,90 | - | - | B1+ | BBB- | Baa1 | - | LB2 |
| KB11VAR/02 | 29.09.02 | 99,91 | - | 99,80 | - | - | B2 | BB | Baa1 | BBB | LB2 |
| MST13.9/02 | 23.10.02 | 110,48 | 5,22% | 108,15 | 5,72% | 50 | B2+ | - | - | - | LB4 |
| TEBRNOvar/02 | 17.12.02 | 97,90 | - | 97,50 | - | - | B2- | - | - | - | LB7 |
| SC.PLYN11.85/03 | 30.01.03 | 109,28 | 5,43% | 107,15 | 6,00% | 58 | B2 | - | - | - | LB5 |
| JMPVAR/03 | 15.07.03 | 100,20 | - | 99,90 | - | - | B2 | - | - | - | LB5 |
| SLEvar/03 | 28.08.03 | 99,59 | - | 99,59 | - | - | B2- | BB+ | - | - | LB6 |
| CITILEAS/03 | 09.11.03 | 109,25 | 6,05% | 108,85 | 5,83% | -22 | A2- | - | - | - | LB3 |
| NH12.7/03 | 18.11.03 | - | - | - | - | - | C1- | - | - | - | LB7 |
| IPB8.9/04 | 01.02.04 | 106,40 | 6,10% | 106,77 | 5,68% | -41 | A3 | - | - | - | LB3 |
| SPT11.3/04 | 06.02.04 | 104,18 | 4,90% | 102,62 | 5,25% | 36 | B1+ | A | - | - | LB2 |
| INGvar/04 | 09.03.04 | 100,45 | - | 100,50 | - | - | A2 | - | Aa2 | - | LB3 |
| KOB10.875/04 | 15.04.04 | 113,00 | 5,65% | 112,25 | 5,52% | -12 | A3 | - | - | - | LB2 |
| TEPL.ÚSTÍ11.7/04 | 29.04.04 | - | - | - | - | - | B3- | - | - | - | LB7 |
| CEZ8.75/04 | 07.06.04 | 106,25 | 6,32% | 106,40 | 6,06% | -26 | B1 | BBB+ | - | - | LB3 |
| KB8.00/04 | 10.09.04 | 104,75 | 6,29% | 105,30 | 5,97% | -32 | B2 | BB | Baa1 | BBB | LB2 |
| UNIPETROL9.0/04 | 30.09.04 | 106,60 | 6,64% | 106,20 | 6,64% | 0 | B2- | - | - | - | LB2 |
| Radiomobil8.20/04 | 08.11.04 | 104,35 | 6,68% | 104,45 | 6,56% | -12 | B1 | - | - | - | LB3 |
| PPCTrmice14.375/04 | 26.11.04 | - | - | - | - | - | B2+ | - | - | - | LB7 |
| UNLEASvar/05 | 09.02.05 | 99,00 | - | 99,10 | - | - | B2 | - | - | - | LB4 |

Zdroj: kotace Conseq Finance, Bloomberg * u dluhopisů se splatností do 1 roku je změna výnosů zkrácená, a proto ji neuvádíme

Podnikové dluhopisy

| Dluhopis | Datum splatnosti | 30.6.2001 | | 30.9.2001 | | Změna výnosů | Úvěrové riziko | | | | Likvidita |
|------------------|------------------|------------|-----------|------------|-----------|--------------|----------------|------|---------|------|-----------|
| | | Conseq BID | Výnos YTW | Conseq BID | Výnos YTW | | Conseq | S&P | Moody's | IBCA | |
| SMEVAR/05 | 05.03.05 | 99,90 | - | 99,85 | - | - | B1- | BBB | - | - | LB3 |
| KOBVAR/05 | 17.03.05 | 100,05 | - | 99,95 | - | - | A3 | - | - | - | LB2 |
| AHOLDVAR/05 | 14.09.05 | 99,54 | - | 99,25 | - | - | B1- | - | - | - | LB3 |
| SKODA 7.25/05 | 26.10.05 | 101,70 | 6,77% | 102,70 | 6,48% | -29 | B1+ | - | - | - | LB2 |
| TEPL.BRNO10.8/05 | 19.11.05 | - | - | - | - | - | B2- | - | - | - | LB7 |
| SKODAVAR/07 | 26.10.07 | 99,70 | - | 99,45 | - | - | B1+ | - | - | - | LB3 |
| IPB3VAR/08 | 16.04.08 | 101,84 | - | 101,43 | - | - | A3 | - | - | - | LB3 |
| CEZ11.0625/08 | 27.06.08 | 110,80 | 5,37% | 108,50 | 5,99% | 62 | B1 | BBB+ | - | - | LB3 |
| GLAVvar/08 | 10.07.08 | 99,70 | 5,94% | 99,42 | 5,69% | -25 | B1- | - | - | - | LB3 |
| EIB8.20/09 | 23.03.09 | 108,45 | 6,75% | 111,50 | 6,22% | -53 | A1 | AAA | Aaa | - | LB2 |
| CEB6.95/10 | 11.07.10 | 99,90 | 6,97% | 103,40 | 6,43% | -54 | A3 | - | - | - | LB4 |
| PRAHA6.95/10 | 20.07.10 | 98,00 | 7,26% | 100,35 | 6,89% | -37 | A3 | A+ | - | - | LB3 |
| SKODAVAR/10 | 26.10.10 | 99,80 | - | 99,55 | - | - | B1+ | - | - | - | LB3 |
| MERO10.3/11 | 15.04.11 | 121,80 | 7,12% | 124,35 | 6,74% | -38 | B1+ | - | - | - | LB3 |
| CEZ9.22/14 | 26.01.14 | 115,00 | - | 115,00 | - | - | B1 | - | - | - | LB7 |
| EIB6.50/15 | 17.04.15 | 95,00 | 7,08% | 100,15 | 6,48% | -60 | A1 | AAA | Aaa | - | LB3 |

Zdroj: kotace Conseq Finance, Bloomberg

Hypotéční zástavní listy

| Dluhopis | Datum splatnosti | 30.6.2001 | | 30.9.2001 | | Změna výnosů | Úvěrové riziko | | | | Likvidita |
|-------------------|------------------|------------|-----------|------------|-----------|--------------|----------------|-----|---------|------|-----------|
| | | Conseq BID | Výnos YTW | Conseq BID | Výnos YTW | | Conseq | S&P | Moody's | IBCA | |
| HZL 2 CMHB11/01 | 20.12.01 | 102,65 | 4,67% | 101,15 | 5,06% | - | B2 | - | - | - | LB5 |
| HZL 1 HYPO10.5/02 | 16.06.02 | - | - | - | - | - | A3 | - | - | - | LB7 |
| HZL2VERBK10.4/02 | 15.10.02 | - | - | - | - | - | A3 | - | - | - | LB7 |
| HZL 2 HYPO11.0/02 | 10.12.02 | - | - | - | - | - | A3 | - | - | - | LB7 |
| HZL 3 HYPO11/03 | 01.04.03 | - | - | - | - | - | A3 | - | - | - | LB7 |
| HZL3VERBK10.9/03 | 17.06.03 | - | - | - | - | - | A3 | - | - | - | LB7 |
| HZL 3 CMHB12/03 | 19.06.03 | 112,45 | 5,10% | 110,60 | 5,31% | 20 | B2 | - | - | - | LB4 |
| HZL 1 CS11.85/03 | 03.08.03 | - | - | - | - | - | B2 | - | - | - | LB7 |
| HZL 4 CMHB8.9/04 | 08.02.04 | 107,15 | 5,81% | 106,81 | 5,69% | -12 | B2 | - | - | - | LB4 |
| HZL 1KB8.125/04 | 13.05.04 | 106,10 | 5,73% | 105,80 | 5,65% | -8 | B2 | - | - | - | LB3 |
| HZL 1 BACA8.5/04 | 10.06.04 | 107,65 | 5,58% | 107,30 | 5,48% | -10 | A3 | - | - | - | LB4 |
| HZL 2KB8.00/04 | 15.06.04 | 106,00 | 5,72% | 105,70 | 5,64% | -7 | B2 | - | - | - | LB3 |
| HZL 5 CMHB8.2/04 | 24.06.04 | 106,10 | 5,89% | 105,91 | 5,77% | -12 | B2 | - | - | - | LB4 |
| HZL 6 CMHB6.4/05 | 19.05.05 | 100,95 | 6,11% | 101,66 | 5,87% | -24 | B2 | - | - | - | LB4 |
| HZL 7 CMHB6.85/05 | 07.12.05 | 102,35 | 6,21% | 103,13 | 5,97% | -24 | B2 | - | - | - | LB4 |
| HZL 7 RBZC 7.5/06 | 03.05.06 | - | - | - | - | - | A3 | - | - | - | LB6 |
| HZL 3KBVAR/07 | 15.09.07 | - | - | - | - | - | B2 | - | - | - | LB6 |

Zdroj: kotace Conseq Finance, Bloomberg * u dluhopisů se splatností do 1 roku je změna výnosů zkrácená, a proto ji neuvádíme

Komunální dluhopisy

| Dluhopis | Datum splatnosti | 30.6.2001 | | 30.9.2001 | | Změna výnosů | Úvěrové riziko | | | | Likvidita |
|----------------|------------------|------------|-----------|------------|-----------|--------------|----------------|-----|---------|------|-----------|
| | | Conseq BID | Výnos YTW | Conseq BID | Výnos YTW | | Conseq | S&P | Moody's | IBCA | |
| DECIN12.5/03 | 28.11.03 | - | - | - | - | - | B2- | - | - | - | LB7 |
| PRAHA/11 | 15.05.11 | 100,00 | - | 99,50 | - | - | A3 | A+ | - | - | LB4 |
| PRAHA1b6.85/11 | 15.05.11 | 96,70 | 7,33% | 101,00 | 6,70% | -63 | A3 | A+ | - | - | LB4 |

Zdroj: kotace Conseq Finance, Bloomberg

PŘÍLOHA B: HODNOCENÍ ÚVĚROVÉHO RIZIKA A LIKVIDITY DLUHOPISŮ

Naše společnost provádí na základě vlastní metodiky hodnocení úvěrového rizika a tržní likvidity dluhopisů obchodovaných na Burze cenných papírů Praha. Cílem je usnadnit našim klientům orientaci v široké nabídce instrumentů dostupných na dluhopisovém trhu.

Stanovení stupně úvěrového rizika

Stanovení míry úvěrového rizika v podstatě znamená určení schopnosti emitenta dostát všem svým závazkům. Základem hodnocení je určení úvěrového rizika splácení dlouhodobých závazků. Hodnota úvěrového rizika se přitom přiřazuje jednak emitentům, a jednak jednotlivým emisím dluhových cenných papírů. Úvěrové riziko emise je standardně shodné s úvěrovým rizikem emitenta. S přihlédnutím k emisním podmínkám dluhopisu může být však hodnota rizika daného titulu upravena, zejména v následujících případech:

- (1) Na emitovaný dluhopis, resp. splátku jeho jistiny či úroku, je vydána garance
- (2) Jistina dluhopisu je zajištěna jinou konstrukcí nežli garancí
- (3) Konstrukce dluhopisu se výrazně odlišuje od obvyklé konstrukce dluhopisů podobných emitentů
- (4) Dluhopis představuje podřízený dluh emitenta
- (5) Závazky plynoucí emitentu z emise cenných papírů nebyly v minulosti splněny

Hodnocené subjekty členíme do kategorií analogických jako světové ratingové agentury Standard & Poor's, Moody's a Fitch IBCA. Následující tabulka obsahuje definici jednotlivých kategorií a současně obsahuje přiřazení hodnocení Conseq Finance odpovídajícím ratingům renomovaných světových agentur.

| Conseq Finance | Moody's | S&P Fitch IBCA | Definice úrovně úvěrového rizika v dané kategorii |
|--|------------|----------------|--|
| A1 | Aaa | AAA | Úvěrové riziko se blíží k nule. Do této kategorie jsou zahrnuty nejkvalitnější dluhopisy, vysoká schopnost platit úroky i jistinu. |
| A2 | Aa | AA | Úvěrové riziko je velmi nízké. Dlužník má velmi silnou schopnost plnit svoje závazky. |
| A3 | A | A | Nízké úvěrové riziko. Vysoká schopnost plnit závazky, hospodaření emitenta je více citlivé na nepříznivé vlivy změn vnějších podmínek a ekonomických vlivů. |
| B1 | Baa | BBB | Přiměřené úvěrové riziko. Emitent má schopnost plnit svoje závazky. Přestože ekonomické ukazatele ukazují dostatečné obchodní krytí, nepříznivé ekonomické podmínky vedou s větší pravděpodobností ke snížení schopnosti plnit svoje závazky v porovnání s vyššími kategoriemi. Jedná se o průměrnou úroveň dluhopisů. |
| B2 | Ba | BB | Přijatelné úvěrové riziko. Dluhopisy této kategorie vykazují jisté riziko dostát svým závazkům. Vývoj hospodaření emitenta v budoucnosti je nejistý. Existuje určitá nejistota ve splácení závazků. Jedná se o poslední kategorii, kterou je ještě možno s určitými výhradami doporučit k nákupu. U této kategorie je nezbytné průběžně monitorovat hospodářské výsledky a likviditu emise na trhu. |
| <i>Dluhopisy ve všech následujících kategoriích obsahují spekulativní prvky ve schopnosti plnit svoje závazky, u kategorie "B" je riziko nejmenší, u kategorie "C" největší. Přestože se dá očekávat, že závazky budou mít svou určitou hodnotu a preventivní zajišťovací prvky, existuje určitá pravděpodobnost neplnění závazků. Nejistota se zvyšuje s délkou splatnosti dluhopisů.</i> | | | |
| B3 | B | B | Menší jistota splácení závazků. Dluhopisy nemající charakteristiky žádoucí pro střednědobou nebo dlouhodobou investici. |
| C1 | Caa | CCC | Spekulativní kategorie. Při investování do této kategorie je nutná dobrá znalost hospodářské situace emitenta a jeho budoucí výhledy. Zatím nebyly problémy se plácením závazků. |
| C2 | Ca | CC | Velmi vysoké úvěrové riziko. Emitent již v některých případech měl problémy při výplatě kuponů z již vydaných emisí. |
| C3 | C | C | Neplnění závazků |

Pro jemnější rozlišování úrovně úvěrového rizika hodnocených emitentů je používáno členění základních kategorií na subkategorie. Pro rozlišování subkategorií jsou použity znaky "+" a "-" (Např. základní kategorie "B2" je členěna na subkategorie "B2+", "B2" a "B2-").

Nejvyšší rating Conseq Finance odpovídá ratingu České republiky stanovenému výše uvedenými světovými agenturami. V případě změny hodnocení České republiky dochází k posunutí všech kategorií hodnocení Conseq Finance ve vztahu k hodnocení světových agentur.

Hodnocení úrovně likvidity cenných papírů

Určení míry likvidity cenných papírů (v tomto případě dluhopisů) respektuje následující charakteristiky: denní průměrný objem obchodů, velikost emise, počet market-makerů, spread „nákup-prodej“ a velikost standardního počtu cenných papírů (lot). Likvidita potom nabývá hodnot LB1 (nejvyšší) až LB7 (nejnižší).

CONSEQ™ FINANCE

V CELNICI 5/1040, 110 00 PRAHA 1
TEL: (420 2) 2189 9222 FAX: (420 2) 2189 9203
E-MAIL: INFO@CONSEQ.CZ

- Člen Burzy cenných papírů Praha, a.s.
- Plná licence MF ČR k obchodování s cennými papíry
- Devizová licence České národní banky k provádění obchodů se zahraničními cennými papíry a devizové povolení ke zřízení a vedení účtu v zahraničí
- Oprávnění k činnosti tvůrce trhu v burzovním systému SPAD
- Statut přímého účastníka primárních aukcí střednědobých státních dluhopisů
- Oficiální korespondent IFC pro Českou republiku
- Spoluautor skupiny dluhopisových indexů „CORE“ (spolupráce s agenturou Reuters)
- Největší nebankovní obchodník s cennými papíry v ČR z pohledu objemu obchodů

Produkty

- Prodej a obchodování s dluhopisy
- Prodej a obchodování s akciemi
- Podnikové finance
- Investiční management
- Analýzy hospodářství a finančních trhů

Oddělení analýzy

- Petr Zahradník - ekonom/vedoucí oddělení (420 2) 2189 9260 zahradnik@conseq.cz
- Martin Škaroupka - analytik (420 2) 2189 9268 skaroupka@conseq.cz
- Josef Daněk - analytik (420 2) 2189 9208 danek@conseq.cz
- Jan Jedlička - analytik (420 2) 2189 9280 jedlicka@conseq.cz
- Miroslav Zajíček - analytik (420 2) 2189 9235 zajicek@conseq.cz

Oddělení obchodování a prodeje cenných papírů

- Tomáš Sysel - ředitel skupiny prodeje dluhopisů (420 2) 2189 9213 sysel@conseq.cz
- Martin Rosický - obchodník s dluhopisy (420 2) 2189 9225 rosicky@conseq.cz
- Pavel Hýla – obchodník s dluhopisy (420 2) 2189 9283 hyla@conseq.cz
- Lukáš Vácha - prodejce dluhopisů (420 2) 2189 9214 vacha@conseq.cz
- Markéta Žáčková - prodejce dluhopisů (420 2) 2189 9291 zackova@conseq.cz
- Petr Zajíc - ředitel skupiny prodeje akcií (420 2) 2189 9275 zajic@conseq.cz
- Josef Bednář - obchodník s akciemi (420 2) 2189 9212 bednar@conseq.cz
- Milan Vojáček - prodejce akcií (420 2) 2189 9292 vojacek@conseq.cz

Analytik zodpovědný za tuto publikaci

- Jan Jedlička (420 2) 2189 9280 jedlicka@conseq.cz

Tato publikace byla připravena společností CONSEQ Finance spol. s r.o. (dále jen „Společnost“) a je určena pouze pro informativní účely. Nic v této publikaci nepředstavuje nabídku či výzvu k podávání nabídek ke koupi či prodeji investičního instrumentu (jako například cenného papíru, opce, futures či jiného derivátu s cenným papírem spojeného nebo jakékoli měny, indexu či jakéhokoli derivátu s měnou nebo indexem spojeného) nebo nabídku investičního doporučení nebo služeb investičního poradenství. Společnost při přípravě této publikace vynaložila přiměřenou péči, aby získala informace použité v této publikaci z veřejně dostupných zdrojů, které považuje za spolehlivé a aby v době jejího vydání nebyly informace v ní obsažené v žádném podstatném ohledu nepravdivé, neúplné či zavádějící. Společnost však nikterak nezaručuje (výslovně ani konkludentně) pravdivost, správnost či úplnost takových informací ani jakýchkoli názorů či závěrů na základě nich učiněných. Informace, názory a závěry uvedené v této publikaci jsou Společností poskytnuty pouze pro osobní potřebu, mají pouze informativní charakter a mohou být bez dalšího upozornění Společností měněny. Informace uvedené v této publikaci, které se vztahují k budoucím událostem, jsou založeny na předpokladech a výpočtech Společnosti, avšak události, které v budoucnu nastanou, se mohou od informací v této publikaci uvedených významně lišit, neboť tyto budoucí události závisí mimo jiné na jevech a událostech, které Společnost nemůže ovlivnit. Potenciální zájemci o jakoukoliv investici zmíněnou v této publikaci by měli provést vlastní šetření, ověření a analýzu jakékoli informace v této publikaci a svá investiční rozhodnutí založit na výsledcích takového šetření, ověření a analýzy. Společnost dále doporučuje potenciálním investorům, aby vhodnost jakékoli investice v této publikaci zmiňované konzultovali se svými právními, daňovými, finančními a jinými odbornými poradci ještě před tím, než takovou investici provedou. Společnost sama, ani kterýkoli z jejích jednatelů, ředitelů, zaměstnanců, osob ve skupině či jiných osob činných pro Společnost, nepřijímají žádnou odpovědnost za jakoukoli škodu či ztrátu (přímou, ušlý zisk či jinou) způsobenou, ať přímo či nepřímo, použitím informací v této publikaci obsažených. Tato publikace je předmětem ochrany autorského práva. Rozmnožování, zveřejnění, postoupení další osobě, distribuce nebo jiné šíření této publikace je bez předchozího písemného souhlasu Společnosti zakázáno.