

| ČNB a finanční trhy |

Zvláštní report

Konec kurzového závazku způsobí výkyvy na českých finančních trzích

Autoři



Ekonom

Viktor Zeisel
(420) 222 008 523
viktor_zeisel@kb.cz

Stratég

Marek Drímal
(420) 222 008 598
marek_drimal@kb.cz

Podrobnější informace o české ekonomice, ČNB a trzích naleznete v našich *Ekonomických výhledech*:

<http://bit.ly/CEO1q17CZ>

Inflace v Česku v posledních měsících rapidně zrychlila a již přestřeluje 2% inflační cíl ČNB. Náš výhled i prognóza centrální banky předpokládají, že inflace se nad cílem udrží i následujících 18 měsíců. ČNB nicméně slíbila, že kurzový závazek bude držet nejméně do konce prvního čtvrtletí letošního roku. Navíc bankovní rada vidí jako pravděpodobné, že exit spustí až kolem poloviny roku. My nespatřujeme žádný důvod, proč by ČNB měla s opuštěním současného režimu čekat za horizont druhého čtvrtletí. **Očekáváme, že ČNB zruší kurzový závazek na svém pravidelném měnově politickém zasedání 4. května.** Bankovní rada bude mít k ruce novou inflační prognózu, která by měla centrální bankéře ujistit, že inflace se bude držet nad 2 % po celý horizont prognózy (12-18 měsíců). I vzhledem k současné inflaci vidíme dokonce významné riziko, že k ukončení závazku dojde již během dubna.

FX: Masivní nárůst spekulativních pozic

V období listopad 2013 až prosinec 2016 dosáhly intervence ČNB 33,4 mld. EUR. Během prvních dvou měsíců roku 2017 pak musela ČNB v obraně kurzového závazku skoupit odhadem dalších 23 mld. EUR. **Přestože je nemožné přesně odhadnout objem spekulativních pozic na devizovém trhu, odhadujeme, že jejich výše dosahuje zhruba 30 mld. EUR.** Část kapitálu, který na český trh připlul, se totiž už mohla vrátit do zahraničí, zároveň v posledních měsících došlo k nárůstu kurzového zajištění českých exportérů.

Jakmile ČNB ukončí kurzový závazek, očekáváme posílení koruny. Česká měna je v současnosti podle našich odhadů podhodnocená. Dlouhodobá rovnovážná úroveň kurzu CZK/EUR (přístup NATREX) se nachází těsně pod úrovní 25. Střednědobý model BEER ukazuje na kurz 26,40 CZK/EUR v Q2 17. Koruna by měla podle našeho očekávání posílit na 26,10 v druhém čtvrtletí roku (mírně přestřelit) a poté lehce oslabit v průměru k 26,50 v H2 17 kvůli uzavírání spekulativních pozic. **Po konci kurzového závazku očekáváme zejména výrazný nárůst volatility.** Kvůli velkým spekulativním pozicím vybudovaných v posledních měsících a možnému problému chybějící protistrany se bude kurz CZK/EUR zřejmě pohybovat v poměrně širokém pásmu. Pokud budou někteří spekulanti donuceni své pozice zavřít, koruna může dočasně dokonce oslabit zpět k 27 CZK/EUR nebo na ještě slabší úrovně. Tam však předpokládáme, že dojde k obnovení nákupů korun spekulanty, či dokonce ČNB (mohla by prodávat část svých rezerv), což by mělo korunu opět posílit. Předpokládáme, že ČNB bude na trhu omezovat nadměrnou volatilitu, a že se kurz koruny bude v měsících po konci závazku pohybovat v pásmu 25,70-28,00 CZK/EUR.

Forwardové body: normalizace po konci kurzového závazku

Forwardové (FWD) body se v září 2016 a poté v lednu 2017 masivně propadly, když se trh začal připravovat na konec kurzového závazku a posílení koruny. Nárůst intervenčních objemů ČNB však ukázal na to, že sázky na posílení koruny mohou být příliš velké, některé proto byly uzavřeny. V březnu dokonce FWD body vzrostly navzdory pokračujícím intervencím. Po konci kurzového závazku bude vývoj FWD bodů záviset na spotovém kurzu koruny. **Náš základní scénář předpokládá posílení koruny a v důsledku normalizaci FWD bodů,** které by se

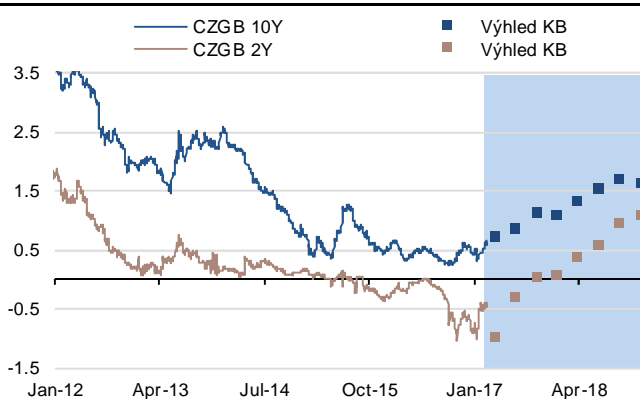
měly vrátit směrem k nule. **Pokud však bude spotový kurz vysoce volatilní, FWD body se mohou opět roztáhnout.** Například pokud koruna oslabí nad 27 CZK/EUR, očekávané posílení koruny může opět FWD body dostat krátkodobě do výrazně záporných hodnot.

Důležité je, že konec kurzového závazku odstraní hlavní důvod prudce záporných FWD bodů. Na druhou stranu nízká tržní likvidita a nová regulace vyústily v nižší efektivnost globálních finančních trhů. To se bude pravděpodobně dále promítat i na forwardovém trhu CZK/EUR, který zřejmě nebude odpovídat teorii kryté úrokové parity. Na trhu mohou dále převládat nerovnováhy, i když nižší než v současné situaci kurzového závazku a intervencí.

Dluhopisy: Nárůst krátkých výnosů po exitu

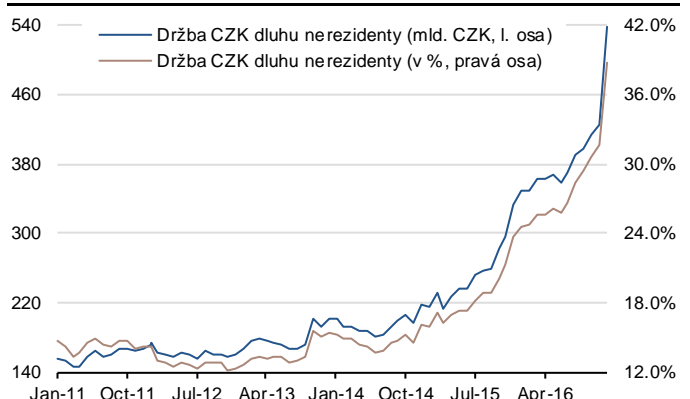
Na trhu českých vládních dluhopisů jsou podle nás dva hlavní zdroje mimořádné poptávky, která stála za poklesem výnosů do záporných hodnot. (1) Spekulanti, kteří nakupují CZK a sázejí na posílení české měny používají CZGB jako instrument s fixním výnosem jako pojištění před možným snížením sazeb ČNB do záporu (tento krok by spekulantům výrazně prodražil ukládání korun u českých bank, které potom končí na depo a repo facilitách v ČNB). (2) Investoři, kteří využívají velmi levného financování v korunách díky výrazně záporným cross-currency basis swapům (XCCY basis), a/nebo kteří nakupují dluhopisy a drží je to splatnosti. Díky vysoké prémii (basis swapu) jsou pro ně atraktivní právě i dluhopisy při záporném výnosu po swapování do EUR či USD. **Předpokládáme, že druhá skupina investorů převažuje.**

Výhled pro výnosy CZGB



Source: Bloomberg, Economic & Strategy Research, Komerční banka

Prudký nárůst podílu zahraničních držitelů na CZK dluhu



Source: Finance Ministry, Economic & Strategy Research, Komerční banka

Od začátku kurzového závazku v listopadu 2013 se držba korunových dluhových instrumentů nerezidenty zvýšila ze zhruba 200 mld. CZK na 539 mld. CZK ke konci ledna 2017. Jen za posledních 12 měsíců (od ledna 2016 do ledna 2017) činil nárůst 205 mld. CZK. Jak jsme uvedli výše, předpokládáme, že většina tohoto nárůstu byla způsobena investory, kteří drží CZGB do splatnosti a využívají levného financování přes basis swapy.

Jakmile bude kurzový závazek ukončen, **předpokládáme, že dojde k normalizaci XCCY basis swapů**, tj. budou méně záporné. CZGB v důsledku nebudou pro zahraniční investory tak lákavé. Někteří investoři navíc mohou začít své CZGB prodávat, což se může projevit výraznými výkyvy cen CZGB. Podle našeho očekávání by tak měly výnosy krátkodobých CZGB po opuštění závazku růst směrem k nule či ještě výše. Dlouhý konec výnosové křivky by měl pomalu růst na základě vyšších výnosů německých Bundů (odhad SG) a zvýšené inflace. Růst výnosů na dlouhém konci ale omezí příliv investorů na základě zařazení CZGB do indexu GBI-EM, vysokými splátkami dluhu a velkému objemu mezibankovní likvidity. V Q2 a Q3 17 zároveň podle našich očekávání pomůže omezená nabídka.

KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu



Jan Vejmelek, Ph.D., CFA
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz

Ekonomové



Viktor Zeisel
(420) 222 008 523
viktor_zeisel@kb.cz

Akčioví analytici



Miroslav Frayer
(420) 222 008 567
miroslav_frayer@kb.cz



Marek Dřimal
(420) 222 008 598
marek_dřimal@kb.cz



David Kocourek
(420) 222 008 569
david_kocourek@kb.cz



Jana Steckerová
(420) 222 008 524
jana_steckerova@kb.cz



Richard Miřátský
(420) 222 008 560
richard_miřatsky@kb.cz

SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPE

Hlavní ekonom SG Poland



Jaroslaw Janecki
(48) 225 284 162
jaroslaw_janecki@sgcib.com

Hlavní ekonom Rosbank



Yury Tulinov, CFA
(7) 495 662 13 00 (ext. 14836)
yury.tulinov@rosbank.ru

Hlavní ekonom BRD-GSG



Florian Libocor
(40) 213 016 869
florian.libocor@brd.ro

Vedoucí výzkumu finančních trhů BRD-GSG



Carmen Lipara
(40) 213 014 370
carmen.lipara@brd.ro

Ekonom

Ioan Mincu
(40) 213 014 472
george.mincu-radulescu@brd.ro

Akčiový analytik



Laura Simon, CFA
(40) 213 014 370
laura.simon@brd.ro

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonomka výzkumu globální ekonomiky



Michala Marcussen
(44) 20 7676 7813
michala.marcussen@sgcib.com

Eurozóna



Anatoli Annenkov
(44) 20 7762 4676
anatoli.annenkov@sgcib.com

Severní Amerika



Stephen Gallagher
(212) 278 4496
stephen.gallagher@sgcib.com

Asie a Pacifik



Klaus Baader
(852) 2166 4095
klaus.baader@sgcib.com

Čína



Wei Yao
(852) 2166 5437
wei.yao@sgcib.com



Michel Martinez
(33) 1 4213 3421
michel.martinez@sgcib.com



Omair Sharif
(1) 212 278 48 29
omair.sharif@sgcib.com



Japonsko
Takuji Aida
(81) 3 5549 5187
takuji.aida@sgcib.com



Korea
Suktae Oh
(82) 2195 7430
suktae.oh@sgcib.com



Yvan Mamalet
(44) 20 7762 5665
yvan.mamalet@sgcib.com



Latinská Amerika
Dev Ashish
(91) 80 2802 4381
dev.ashish@socgen.com



Kiyoko Katahira
(81) 3 5549 5190
kiyoko.katahira@sgcib.com



Indie
Kunal Kumar Kundu
(91) 80 6716 8266
kunal.kundu@sgcib.cz



Velká Británie

Brian Hilliard
(44) 20 7676 7165
brian.hilliard@sgcib.com



Ankur Shukla
(91) 80 6731 4432
ankur.shukla@sgcib.com



Arata Oto
(81) 3 6777 8064
arata.oto@sgcib.com



Inflice
Vaibhav Tandon
(91) 80 6731 9449
vaibhav.tandon@sgcib.com

SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV - DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu



Brigitte Richard-Hidden
(33) 1 42 13 78 46
brigitte.richard-hidden@sgcib.com

Vedoucí výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů



Vincent Chaigneau
(44) 20 7676 7707
vincent.chaigneau@sgcib.com

Fixed Income



Bruno Braizinha
(1) 212 278 5296
bruno.braizinha@sgcib.com



Frances Cheung, CFA
(852) 2166 5437
frances.cheung@sgcib.com



Jean-David Ciotteau
(33) 1 42 13 72 52
jean-david.ciotteau@sgcib.com



Cristina Costa
(33) 1 58 98 51 71
cristina.costa@sgcib.com



Jorge Garayo
(44) 20 7676 7404
jorge.garayo@sgcib.com



Ciaran O'Hagan
(33) 1 42 13 58 60
ciaran.ohagan@sgcib.com



Shakeeb Hulikatti
(91) 80 2802 4380
shakeeb.hulikatti@sgcib.com



Adam Kurpiel
(33) 1 42 13 63 42
adam.kurpiel@sgcib.com

Head of US Rates Strategy



Subadra Rajappa
(1) 212 278 5241
subadra.rajappa@sgcib.com



Jason Simpson
(44) 20 7676 7580
jason.simpson@sgcib.com



Marc-Henri Thoumin
(44) 20 7676 7770
marc-henri.thoumin@sgcib.com

Měnové kurzy



Jason Daw
(65) 63267890
jason.daw@sgcib.com



Alvin T. Tan
(44) 20 7676 7971
alvin-t.tan@sgcib.com



Olivier Korber (Derivatives)
(33) 1 42 13 32 88
olivier.korber@sgcib.com

Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů



Guy Stear
(33) 1 41 13 63 99
guy.stear@sgcib.com



Amit Agrawal
(91) 80 6758 4096
amit.agrawal@sgcib.com



Régis Chatellier
(44) 20 7676 7354
regis.chatellier@sgcib.com



Jason Daw
(65) 6326 7890
jason.daw@sgcib.com



Phoenix Kalen
(44) 20 7676 7305
phoenix.kalen@sgcib.com



Frances Cheung, CFA
(852) 2166 5437
frances.cheung@sgcib.com

Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeji jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, plný a nezkrácený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

Komerční banka, a.s. a společnosti, které s ní tvoří jeden koncern, se mohou příležitostně podílet na obchodech s investičními nástroji, obchodovat s nimi nebo vykonávat činnost tvůrce trhu pro investiční nástroje nebo je držet, poskytovat poradenství či jinak profitovat z obchodů s investičními nástroji nebo od nich odvozených derivátů, které byly emitovány osobami zmíněnými v tomto dokumentu.

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, včetně autorů tohoto dokumentu, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

Komerční banka, a.s. nepřebírá nad rámec stanovený právními předpisy odpovědnost za škodu způsobenou použitím tohoto dokumentu nebo informací v něm obsažených. Tento dokument je určen primárně pro profesionální a kvalifikované investory. Pokud kopii tohoto dokumentu obdrží jiná než výše uvedená osoba, neměla by své investiční rozhodnutí založit výhradně na tomto dokumentu, ale měla by si zároveň vyhledat nezávislého poradce. Každý investor je povinen přijmout vlastní informované rozhodnutí o vhodnosti investice, protože investiční nástroj uvedený v tomto dokumentu nemusí být vhodný pro všechny investory.

Minulá výkonnost investičních nástrojů nezaručuje výkonnost budoucí. Očekávaná budoucí výkonnost je založena na předpokladech, které nemusí nastat. S investičními nástroji a investicemi jsou spojena různá investiční rizika, přičemž hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní investované částky. Investiční nástroje denominované v jiné měně jsou navíc vystaveny riziku vyplývajícímu ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

Tento dokument je vydán Komerční bankou, a.s., která je bankou a obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů, a jako taková podléhá doзору České národní banky. Komerční banka, a.s. přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení, a to zavedením odpovídajícího vnitřního členění zahrnujícího informační bariery mezi jednotlivými útvary Komerční banky, a.s. v souladu s požadavky kladenými příslušnými právními předpisy. Zaměstnanci Komerční banky, a.s. postupují v souladu s vnitřními předpisy upravujícími střet zájmů.

Žádné hodnocení zaměstnanců, kteří se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není podmíněno nebo závislé na objemu nebo zisku z obchodování Komerční banky, a.s. s investičními nástroji zmíněnými v tomto dokumentu nebo na jejím obchodování s emitenty těchto investičních nástrojů. Hodnocení autorů investičních doporučení ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Doporučení uvedená v tomto dokumentu jsou určena veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. obvykle nezasiílá investiční doporučení jednotlivým emitentům před jejich zveřejněním. Každý z autorů tohoto dokumentu prohlašuje, že názory obsažené v tomto dokumentu přesně odpovídají jeho osobnímu pohledu na uvedené investiční nástroje nebo jejich emitenty.

Tento dokument ani jeho obsah není určen osobám trvale bydlícím či sídlícím ve Spojených státech amerických a osobám splňujícím statut „amerického subjektu“, jak je definován v nařízení S podle zákona Spojených států amerických o cenných papírech z roku 1933, ve znění pozdějších předpisů.

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku <http://www.trading.kb.cz>