

ČS: Vějířová FX strategie, když přichází nový guvernér

- **Nový guvernér a pauza v konvergenčním příběhu koruny implikují vějíř protichůdných scénářů vývoje kurzu**
- **Dnešní holubičí názory Aleše Michla nutně neznamenají takovou politiku po dobu jeho mandátu. Vzpomeňte na očekávání od Rusnoka, když byl jmenován**
- **Do vějíře možných scénářů se hodí vějířová hedging strategie. V ní skládáte FX Forwardy a FX Collary, aby poměr zajištění rostl až se silnější korunou**

Kdo za panování Jiřího Rusnoka Na Příkopech zajišťoval nákup koruny za eura na kvartály a roky dopředu, tomu se dařilo a zaslouží pochvalu před nastoupenou jednotkou. Mise však nekončí, jdeme do dalšího levelu! Přichází nový guvernér, který může a nemusí změnit dosavadní směr měnové politiky. Bude záviset nejenom na obsazení dalších křesel v bankovní radě, ale také jak se bude chovat Aleš Michl jako guvernér oproti pozici „pouze“ člena bankovní rady. Aby to nebylo jednoduché, koruna na spotu není podhodnocená a konvergenční příběh rychlejšího růstu ekonomiky a podobné inflace jako v Eurozóně si vybírá pauzu. Navíc hrozí hospodářská recese, zvláště utáhne-li Putin kohoutky. Naproti tomu jsou stále slyšet hlasy volající po velkých devizových intervencích ke zkrocení vysoké inflace. Bude koruna sílit nebo slábnout? **Máme před sebou celý vějíř protichůdných kurzových scénářů! Proto zvažte vějířovou strategii kurzového hedgingu. V této strategii postupně narůstá poměr FX zajištění, když kurz sílí do nadhodnocených úrovní, a současně poskytuje prostor být méně zajištěn, kdyby koruna naopak oslabil.**

VZHŮRU NOHAMA

Různé tržní prostředí si žádá různé přístupy, jak se kurzovým rizikem popasovat. Po většinu minulých let tu byl obrázek fundamentálně podhodnocené koruny, kterou drží na uzdě centrální banka, ať přímými intervencemi, tak jejich následkem v podobě za-intervenování ve 2017 na roky dopředu. Tento obrázek se poslední rok a půl otočil vzhůru nohama.

Fundamentální důvody pro posilování koruny si vybírají pauzu. Pohleďme na makroekonomická čísla. Růst ekonomiky byl poslední dva roky mírně slabší než dýchavičná Eurozóna. Naopak inflace je u nás vyšší. Dotahujeme cenovou hladinu Eurozóny přes inflaci, i když ekonomika Eurozónu nedotahuje. Velkou roli tu hraje problémy auto-průmyslu s dodávkami komponent. Přidejme k tomu dražší dovozy komodit a máme schodkový zahraniční obchod poprvé od 2011. Výhled dočasnosti takého nepříznivého vývoje je zamlžen následky Putinovy války a z této agrese hrozí, že může být ještě hůře.

POMOC KURZU KORUNY OD ČNB S OTAZNÍKY

Koruna je silná ne díky fundamentům, ale díky podpoře měnové politiky ČNB. Naši centrální bankéři si velmi záhy po covidové krizi uvědomili, že před inflačními tlaky není radno strkat hlavu do písku a je třeba jednat. A to dříve než velké centrální banky. Přímý dopad silnějšího kurzu do domácích cen se hodí, zvláště když výrazně klesla efektivita standartního zpříšňování měnových podmínek kvůli rozmachu eurových úvěrů podnikům a příznivým forwardovým kurzům pro exportéry.

Nový guvernér Aleš Michl spolu s Oldřichem Dědkem názor zvyšovat sazby nesídlí s odůvodněním, že nákladovou inflaci to stejně nezažene. **Změna guvernéra může, ale nemusí znamenat příkrý obrat ve směrování sazeb a ovlivňování kurzu.** Sejde na obsazení dalších křesel v bankovní radě. Více však záleží, jak se bude vyvíjet inflační prostředí. Názor nereagovat na nákladový inflační šok je v naší centrální bance menšinový, ale v ECB je to dosud konsensus. Začne-li v druhé půlce roku inflace zpomalovat díky srovnávacím základům cen energií, ČNB by směřovala k nižším sazbám bez ohledu na nového guvernéra – to maluje predikce analytiků ČNB. Až se později ukáže, že inflace není jenom nákladový šok, ale dlouhodobý následek hyper-uvolněné měnové politiky centrálních bank, rozpočtových deficitů a zrychlující deglobalizace světové ekonomiky, guvernér Michl bude muset adekvátně reagovat, stejně jako ECB.

V obchodování na trzích je vhodné oprostít se od osobních sympatií či antipatií k osobě guvernéra nebo prezidenta, který ho jmenoval, protože ty zamlžují úsudek. Lidé se v čase mění a sám Jiří Rusnok je toho příkladem. Když byl ve 2016 jmenován guvernérem, nikdo čekal, že bývalý odborář a Zemanem tlačený premiér úřednické vlády bez důvěry Parlamentu za svého panování Na Příkopěch zvedne úrokovou sazbu na 6%. **Dnešní holubice Michl může také skončit jako jestřáb.**

HEDGING JAKO KDYŽ ROZEVÍRÁTE VĚJÍŘ

Koruna na jmenování nového guvernéra oslabila skoro o 1 korunu k euru. Není sice ještě podhodnocená na spotu, ale je hezky ohodnocená na forwardu díky rostoucím bodům - 1 rok +120 haléřů, 2 roky +200 haléřů a 3 roky +260 haléřů. Není čas se zajišťováním přestat. **Kdybyste měli v budoucnu problém se zajištěním pouze forwardy, naplní-li negativní scénář pro korunu, zvažte vějířovou strategii.** Ta se skládá ze zajištění „na pevno“ (forwardy) a „na volno“ na nižším kurzu než FX forward zato s participací na oslabení koruny, a to na dvou či třech různých úrovních zajištění, např. 25,50, 25,00 a 24,50 na dva roky.

Cílem vějířové strategie je mít zvyšující se poměr zajištění, když kurz posiluje do nadhodnocených úrovní, a nižší poměr zajištění, když je poblíž férové úrovně (viz příklad v grafu). Je-li kurz mírně slabší nebo silnější než férový, zajištění s rostoucími forwardy je benefit, ale nezajištěné prodeje eur moc nebolí. Posílí-li však kurz daleko za férovou úroveň, pak prodej každého nezajištěného eura bude hodně bolet. Oproti zajištění pouze FX forwardy nejste s vějířovou strategií plně chyceni v jednom kurzu, pokud by koruna oslabovala, např. kvůli obratu v měnové politice anebo pádu ekonomiky do recese.

NE JEDNO, ALE VÍCE PÁSEM

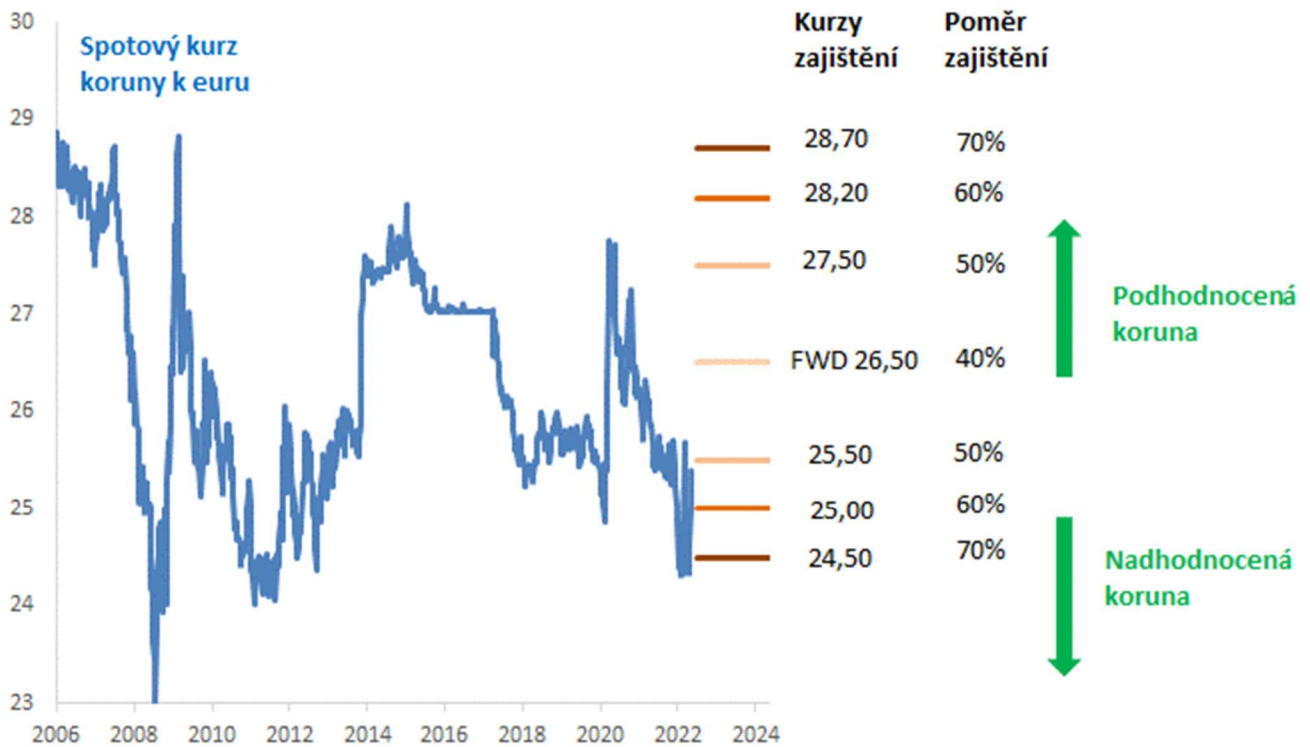
Zajištění „na volno“ znamená opce či opční kombinace. Aktuálně dávají větší smysl opční kombinace než prosté PUT opce. Prosté PUT opce se hodí, když je kurz výrazně nadhodnocený, např. jako byl ve 2008, a je dobré mít neomezenou participaci na případném oslabení koruny. Samotné PUT opce jsou aktuálně relativně drahé, když trhy od začátku Putinovy války započítávají nadprůměrnou volatilitu.

Proto jsou vhodnější jednoduché opční kombinace jako FX Collar (pásma), které nestojí nic dopředu výměnou za to, že participace na slabší koruně je omezená. Zajištění Collar využívá příznivých forwardových kurzů a vychýlené volatility na trhu. Slabou stránkou Collarů je právě ta omezená participace na oslabení koruny. Ve vějířové strategii z toho plyne rostoucí poměr zajištění při větším oslabení koruny. Avšak k tomu dojde až na hodně podhodnocených úrovních kurzu (viz příklad v grafu).

Máte-li již kurzové zajištění pouze FX forwardy ze dřívějška, k nastavení vějířové strategie není třeba jeden nástroj prodávat a druhý kupovat. Stačí v čase, kdy stará zajištění postupně maturují, doplňovat zajištění více těmi „na volno“ a méně těmi „na pevno“. Připomeňme, že pro využití opcí a opčních kombinací je třeba být klasifikovaný jako středně znalý podle MiFID.

Volejte našim dealerům pro návrhy a nabídky vhodných zajišťovacích produktů a jejich parametrů přesně podle Vaší situace!

Příklad vějířové strategie na aktuálním euro-korunovém trhu (zajištění na 2 roky)



Zdroj: Česká spořitelna, Bloomberg

Client Solutions Group

květen 2022

Kontakty

Miroslav Plojhar

Market Strategist a Client Solutions

tel: 224 995 520

e-mail: mplojhar@csas.cz

Tomáš Pícek

Manažer obchodů Treasury pro firemní klienty
pro firemní klienty

tel.: 224 995 511

e-mail: tpicek@csas.cz

Obchody Treasury pro korporátní klienty

Vít Horník	Treasury Sales	tel.: 224 995 530	e-mail: vhornik@csas.cz
Jitka Pešková	Treasury Sales	tel.: 224 995 503	e-mail: jjeskova@csas.cz
Lukáš Moravec	Treasury Sales	tel.: 224 995 585	e-mail: lmoravec@csas.cz

Obchody Treasury pro střední a malé podniky

Richard Matysčák	Treasury Sales	tel.: 224 995 575	e-mail: rmatyscak@csas.cz
Jan Urich	Treasury Sales	tel.: 224 995 545	e-mail: jurich@csas.cz
Petr Lojka	Treasury Sales	tel.: 224 995 529	e-mail: plojka@csas.cz
Robert Vítík	Treasury Sales	tel.: 224 995 584	e-mail: rvitik@csas.cz
Lukáš Macháček	Treasury Sales	tel.: 224 995 500	e-mail: lmachacek@csas.cz
Marie Bartošová	Treasury Sales	tel.: 224 995 573	e-mail: mabartosova@csas.cz
Daniel Maděra	Treasury Sales	tel.: 224 995 583	e-mail: dmadera@csas.cz

Důležitá upozornění (tzv. disclaimer)

Tento dokument byl vytvořen jako doplňkový zdroj informací k podpoře a marketingu transakcí, kterými se dokument zabývá. Není nabídkou ani propagací nákupu či prodeje cenných papírů, komodit či jiných finančních instrumentů ani nabídkou na účasti na obchodní strategii. **Tento dokument je marketingový dokument Obchodů Treasury České spořitelny, a.s. Tento dokument není research report a nebyl připraven nezávislým researchem České spořitelny, a.s.** Názory v tomto dokumentu, pokud není řečeno jinak, jsou názory autorů a mohou se lišit od názoru researche České spořitelny, a.s. Tento dokument je založen na nejlepších informačních zdrojích dostupných v době tisku. Použité informační zdroje jsou všeobecně považované za spolehlivé, avšak **Česká spořitelna, a.s. neručí za správnost a úplnost uvedených informací.** Názory v materiálu prezentované odrážejí naše nejlepší znalosti ke dni vydání publikace a mohou se změnit bez udání důvodu. **Veškeré informace a doporučení jsou pouze pro ilustraci a jsou ve své podstatě předběžné a obecné.** Další informace o možných transakcích jsou dostupné na vyžádání. V případě plánovaného uskutečnění transakce musí být informace v tomto dokumentu plně nahrazeny „term-sheet“ či prospektem. **Rozhodnutí uskutečnit transakci by mělo být pouze na základě finálního „term-sheet“ či prospektu.** Minulá výkonnost finančních nástrojů nezaručuje srovnatelnou budoucí výkonnost. Různé finanční nástroje a investice s sebou nesou různý stupeň investičního rizika. Hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní částky. Česká spořitelna, a.s. nepřebírá odpovědnost za případné ztráty způsobené přímo či nepřímo využitím informací v tomto dokumentu. Česká spořitelna, a.s., Erste Bank Group, jejich dceřiné společnosti a klienti mohou mít pozice ve finančních nástrojích uvedených v dokumentu, mohou obchodovat s finančními nástroji společností uvedených v dokumentu nebo mohou společností uvedených v dokumentu poskytovat investiční nebo bankovní služby. **Správním úřadem vykonávajícím dozor nad Českou spořitelnou, a.s. je Česká národní banka.**