

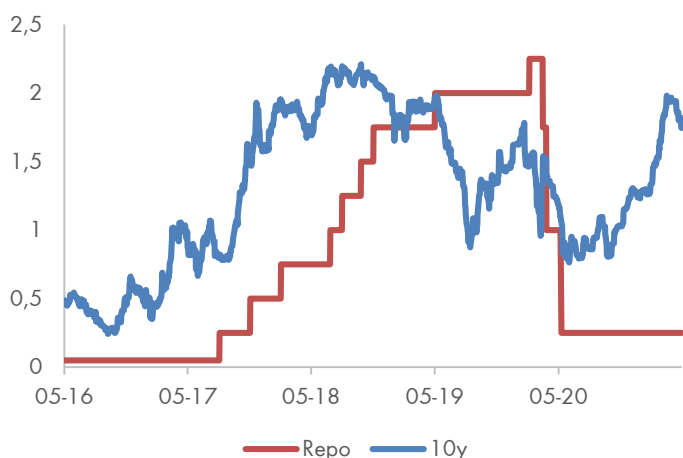
Adhoc analýzy

Dluhopisy v době pandemie

- **České výnosy se vzpamatovaly nečekaně rychle**
- **Pandemie proměnila i strukturu držitelů českých dluhopisů**
- **Spready v Česku rostou, v Polsku relativně stabilní**
- **Jen částečně to lze vysvětlit domácí měnovou politikou**
- **Silný vliv mají globální faktory**
- **Další prostor pro růst je již omezený**
- **Střednědobým rizikem této prognózy je ovšem rozpočtová politika české vlády**

Výnos desetiletého českého státního dluhopisu v uplynulých měsících prošel poměrně turbulentním vývojem, když během krátké doby **vystoupal přibližně o jeden procentní bod**. Tento nárůst poněkud zaskočil tuzemské analytiky (včetně nás), kteří jej očekávali v těchto týdnech zhruba o půl procentního bodu níže (zdroj: Bloomberg consensus). Jak je patrné z Grafu 1, výnos na přelomu března a dubna 2021 již atakoval hranici 2 % a dostal se tak na dostřed svého pětiletého maxima (2,21 %), kterého dosáhl v září roku 2018. V té době se ovšem dvoutýdenní repo sazba České národní banky (dále jen ČNB) nacházela na úrovni 1,5 %, tedy podstatně výše než nyní, a na trhu panovalo obecné přesvědčení, že dojde k jejímu dalšímu růstu.

Graf 1: 10letý výnos a repo sazba

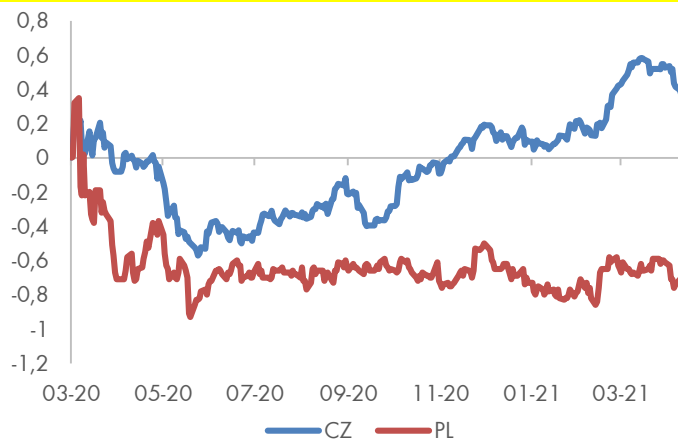


Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

Koronavirová pandemie pochopitelně představuje událost, jakou česká ekonomika předtím nezažila, a není tak nutně překvapivé, pokud nefungují historické paralely. O něco názornější by mohlo být srovnání vývoje dluhopisových trhů Česka a jeho nejbližších sousedů. Graf 2 znázorňuje „spread“ (tedy rozdíl) mezi výnosem desetiletých dluhopisů Česka a Polska oproti tomu německému, který je často používán jako benchmark vzhledem k makroekonomické síle a stabilitě našeho západního souseda. Spread pro Česko i Polsko je v grafu normalizován na hodnotu 0 pro 11. března 2020, tedy den vyhlášení globální pandemie Světovou zdravotnickou organizací. Následný vývoj byl diktován primárně reakcemi centrálních bank obou zemí. ČNB i Polská národní banka snížily mezi březnem a květnem 2020 ve třech krocích základní sazbu, přičemž v Česku šlo o pokles z 2,25 na 0,25 %, v Polsku pak z 1,5 na 0,1 %. Na rozdíl od té české ovšem polská centrální banka již v březnu zahájila i

program kvantitativního uvolňování, tedy nákupů polských státních dluhopisů, a hlubší pokles polského oproti českému spreadu tak lze patrně vnímat jako důsledek rozdílného přístupu měnové autority. Jak je z grafu dále zřejmé, **zatímco polský spread i nadále zůstává pod předpandemickou úrovní, ten český se na ni vrátil již na podzim roku 2020 a následně ji i bezpečně překonal.**

Graf 2: CZ-GER a PL-GER spready (11. března 2020=0)

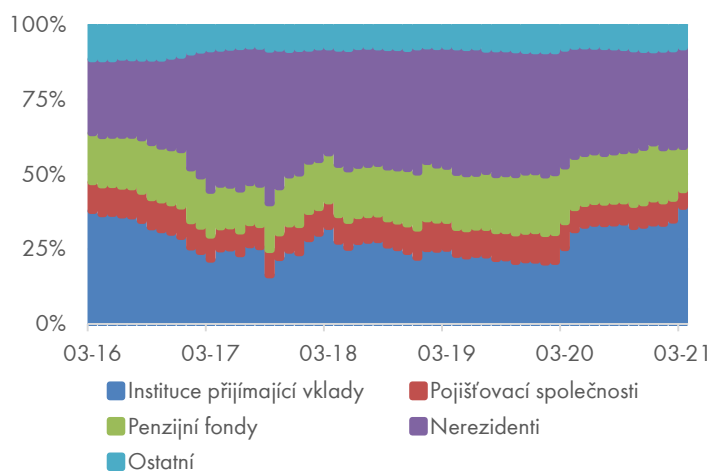


Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

Pandemie proměnila i strukturu držitelů českých dluhopisů.

Mezi těmi již od období ukončování kurzového závazku ČNB v roce 2017 hrají významnou roli nerezidenti, kteří v té době drželi i více než polovinu českých dluhopisů. Před nástupem pandemie nadále zaujímali významnou pozici, když se jejich podíl držel nad 40 %. Od té doby se tato hodnota snížila až na 33 %. O úprku zahraničních investorů z českých dluhopisů by bylo ovšem předčasné hovořit, jelikož jejich absolutní držený objem naopak narostl a snížení podílu vyplynulo hlavně ze skutečnosti, že **velkou část nově vydávaných cenných papírů skoupily tuzemské banky** (viz Graf 3).

Graf 3: Struktura držitelů českých dluhopisů



Zdroj: MFČR, Raiffeisenbank

Pro bližší pochopení nedávného vývoje na českých dluhopisech byla provedena **dekompozice jejich výnosů pomocí jednoduchého modelu**. Tržní výnos dluhopisu je v něm rozložen na čtyři podsložky, jak zobrazuje Graf 4.

První složka simuluje aktuální a očekávaný budoucí pohyb úrokových sazeb a je modelována pomocí desetiletého českého IRS (v grafu označena jako *Měnová politika*). Druhá složka používá index volatility S&P500 známý jako *VIX* a slouží jako měřítko globální tržní nervozity, která je tradičně spjata s odlivem kapitálu z rozvíjejících se trhů – mezi které se řadí i Česko – do bezpečnějších úložišť. Třetí složka (*CDS*) vyjadřuje trhem vnímané riziko nesplacení pohledávky ze strany emitenta dluhopisu, v tomto případě tedy českého státu. Poslední složka, označovaná jako *portfolio-efekt*, simuluje nárůst či pokles poptávky po tuzemských cenných papírech, který nelze vysvětlit předchozími třemi faktory.

Počátkem roku 2020 (období v grafu označené číslem ①) se výnos českého dluhopisu vyvíjel zcela v souladu s výhledem měnové politiky a vnímanou rizikovostí Česka jako dlužníka. S přibývajícimi zprávami o šíření epidemie v ostatních zemích se výnos počal snižovat jednak v očekávání uvolněnější měnové politiky ČNB, zároveň jej ale snižovala i zvýšená poptávka (záporný portfolio-efekt), jelikož se Česku epidemie dosud prakticky vyhýbala. ② Dne 11. března 2020 vyhlásila Světová zdravotnická organizace stav pandemie a na globálních trzích zavládla panika. V nastalé nejistotě se již ani české dluhopisy nejevily jako dostatečně bezpečné úložiště a poptávka po nich poklesla (kladný portfolio efekt). Narostl také efekt obav o samotnou dlouhodobou kredibilitu Česka jako emitenta, což tlumilo pokles výnosů implikovaný sníženým výhledem na měnovou politiku. Po překonání první vlny pandemie ve střední Evropě a uvolnění ekonomických restrikcí na konci jara 2020 zájem o české dluhopisy znovu ožil a po celé léto ③ tak byly jejich výnosy zvýšenou poptávkou stlačovány směrem dolů. Tato etapa skončila začátkem října, kdy se Evropa – a Česko obzvláště – střetla s druhou vlnou pandemie ④. Po jarní zkušenosti již nebyl tržní úprk z českých cenných papírů zdaleka tak výrazný a podstatně menší roli sehrály i obavy o samotnou makroekonomickou stabilitu České republiky.

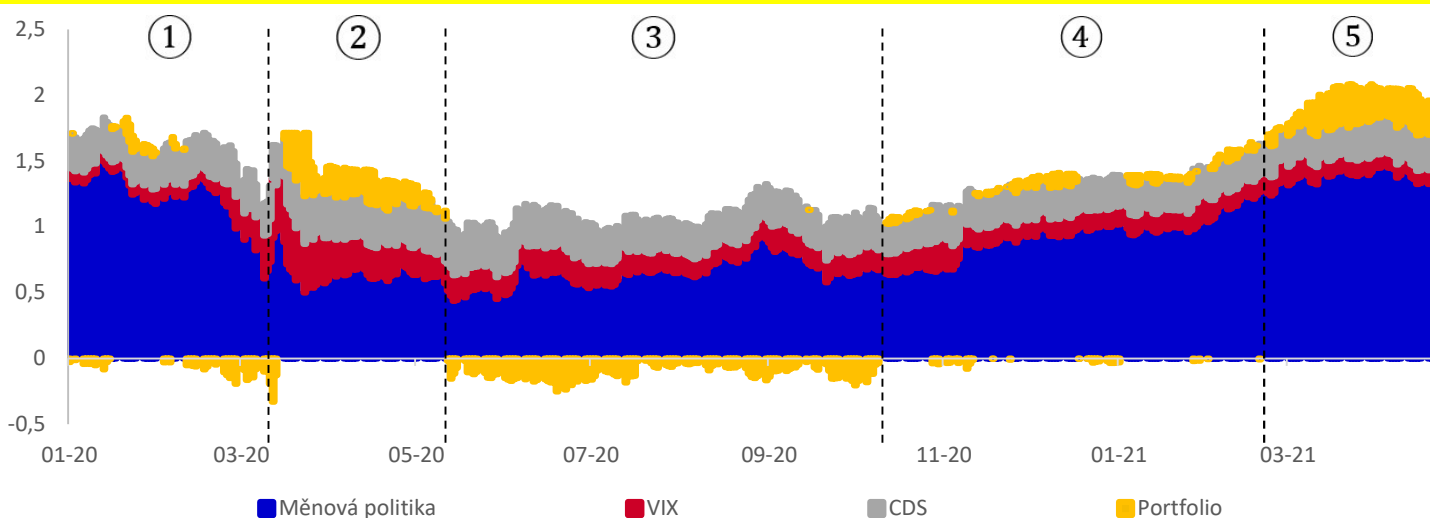
Přesto si nelze nevšimnout, že k určitému odlivu poptávky během podzimu docházelo. Po celou zimu se následně trh udržoval v dlouhodobé rovnováze, kdy výnosy dluhopisů ovlivňoval hlavně výhled na možné blížící se zvyšování českých sazeb. Přesto zůstala jistá opatrnost na trhu zřetelná a k českým výnosům přidávala kosmetickou přírážku. Poslední období analyzované v grafu ⑤ se neslo hlavně ve znamení dramatického zlepšení ekonomického výhledu ve Spojených státech. Po dvou kolech fiskálních podpůrných balíčků, pokroku v očkování a změně v politice Fedu – který explicitně deklaroval připravenost tolerovat zvýšenou cenovou dynamiku ve jménu podpory ekonomického restartu – začaly výnosy na tamních dluhopisech razantně narůstat. To odráželo jednak strmě rostoucí inflační očekávání a také přeliv kapitálu do rizikovějších, ale také výnosnějších aktiv. Následný růst výnosů na amerických dluhopisech – které představují přirozenou alternativu k těm evropským, potažmo i českým – je učinil citelně atraktivnějšími a počal tak zvedat i výnosy v tuzemsku (silně kladný portfolio-efekt).

Podle našeho názoru tak **globální vývoj během jara dočasně vyhnal české výnosy nad jejich rovnovážnou úroveň**, a to v určitých momentech až o cca 0,4 procentního bodu. V posledních týdnech se situace poněkud uklidnila, k čemuž kromě vývoje v USA přispěla i Evropská centrální banka úpravami programu PEPP. **Tento trend bude podle nás pokračovat i v nejbližších měsících a bude tak působit proti rostoucím očekáváním na zvyšování sazeb ČNB. Od českých výnosů tak předpokládáme již jen umírněný růst**, tažený hlavně rozhodnutími českých centrálních bankéřů. **Střednědobým rizikem této prognózy je ovšem rozpočtová politika české vlády**. Ta se dosud neodhodlala představit uvěřitelný plán na post-pandemickou konsolidaci veřejných financí a navzdory četným varováním odborné veřejnosti – a nejnověji i ratingové agentury Moody's – nadále pracuje s výhledem na pokračování v dříve nevídaných stamiliardových deficitech i po odeznění pandemie. **Tím Česko riskuje ztrátu důvěry finančních trhů a následný růst požadovaných výnosů.**

Autor: Vít Hradil, analytik

Editor: David Vagenknecht, analytik, Helena Horská, hlavní ekonomka

Graf 4: Dekompozice výnosu českého 10letého dluhopisu



Zdroj: Bloomberg, Macrobond, Raiffeisenbank

Raiffeisenbank a.s.

Banka inspirovaná klienty

Hvězdova 1716/2b, 140 78, Praha 4

tel.: 234 401 111

ID datové schránky: **skzfs6u**

SWIFT kód: RZBC CZ PP

Reuters Dealing kód: RAIF

jmeno.prijmeni@rb.cz

<http://www.rb.cz>



Banka inspirovaná klienty

Vaše nápady a připomínky zasílejte na: info@rb.cz

Nepřetržitá bezplatná telefonní linka: 800 900 900

(+420 412 446 400 při volání ze zahraničí).

Business linka: 841 164 164

Seznam poboček:

<https://www.rb.cz/o-nas/kontakty/pobocky-a-bankomaty?personal=true&atm=true>

23 44 01 461	Ekonomický výzkum	
23 44 05 253	Helena Horská	23 44 01 413
23 44 01 877	David Vagenknecht	23 44 01 070
23 44 05 551	Vít Hradil	23 44 05 685
23 44 01 461	Lenka Kalivodová	

Publikace byla vydána 10. května 2021

Uzávěrka statistických dat 30. dubna 2021

UPOZORNĚNÍ

Vydává či šíří: Raiffeisenbank a.s., Hvězdova 1716/2b, Praha 4, Česká republika.

Dozorový orgán: Česká národní banka, Na Příkopě 28, Praha 1, Česká republika.

Raiffeisenbank a.s. („RB“) v rámci své činnosti, v souladu s právními předpisy, zejména s nařízením (EU) 596/2014 o zneužívání trhu a prováděcím nařízením (EU) 2016/958, kterým se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhujících investiční strategii a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na sítě zájmů, ve znění pozdějších předpisů, rozšiřuje investiční doporučení vypracované třetími subjekty, zejména Raiffeisen Bank International AG, Rakousko („RBI“) a Raiffeisen Centrobank AG.

Nad rámec uvedených předpisů Raiffeisenbank a.s. připravuje a rozšiřuje výzkumné zprávy. RBI uveřejňuje informace k vydaným investičním doporučením ve svých výzkumných zprávách a doporučeních, a dále na www.raiffeisenresearch.com. Dozorovým orgánem RBI je Finanzmarktaufsicht in Österreich, Rakousko a dále European Central Bank (ECB).

Investiční doporučení či výzkumná zpráva (dále jen „dokument“) má informativní charakter a je určena výhradně pro potřeby adresáta a nesmí být kopírována a rozšiřována třetími osobami bez souhlasu RB a RBI. Tento dokument nelze pokládat za nabídku nebo výzvu k úpisu nebo koupi investičních nástrojů, nebo prospekt podle právních předpisů účinných v České republice, Rakousku (zejména podle zákona o rakouském kapitálovém trhu „Kapitalmarktgesetz“ („KMG“) a zákona o rakouské burze cenných papírů („Börsegesetz“)), nebo podle jiných příslušných zahraničních právních řádů. Jakékoliv investiční rozhodnutí ohledně finančních nástrojů, finančních produktů a jiných investic (dále jen „produkty“) musí být učiněno na základě schváleného a publikovaného prospektu emitenta anebo jiné příslušné kompletní dokumentace a nikoliv na základě tohoto dokumentu.

Tento dokument nezakládá individualizované doporučení ke koupi nebo prodeji finančních nástrojů podle právních předpisů účinných v České republice a Rakousku, zejména zákona o cenných papírech (Wertpapieraufsichtsgesetz). Tento dokument ani jeho části nevytváří jakoukoliv smlouvu nebo jakýkoliv závazek a ani jakoukoliv radu ohledně nákupu nebo prodeje finančního nástroje, finančního produktu a jiných investic. Případné individualizované poradenství ohledně koupě nebo prodeje výše zmíněných produktů může poskytnout oprávněný finanční nebo bankovní poradce.

Analýzy obsažené v dokumentu jsou založeny na obecně přístupných informacích a nikoliv na neveřejných informacích, které byly získány na základě smluvních vztahů s klientem.

RB a RBI pokládají informace obsažené v dokumentu za spolehlivé, ale nečiní žádné ujištění ohledně přesnosti a úplnosti podaných informací, není-li v publikaci výslovně uvedeno jinak. Platné stupně investičních doporučení a jejich historie naleznete (https://raiffeisenresearch.com/en/web/rb-research-portal/recommendation_history).

Investoři do finančních nástrojů emitovaných emitenty na rozvíjejících se trzích si musí být vědomi, že riziko vypořádání a správy investičních nástrojů na těchto trzích může být vyšší než na etablovaných trzích. Likvidita cenných papírů/finančních nástrojů emitovaných emitenty na rozvíjejících se trzích může být ovlivněna mimo jiné i počtem tvůrců trhu. Uvedené skutečnosti mohou zvyšovat riziko bezpečnosti investic učiněných na základě informací uvedených v tomto dokumentu.

Informace uvedené v dokumentu jsou aktuální k datu zveřejnění publikace, není-li v publikaci výslovně uvedeno jinak. Informace mohou následným vývojem ztratit na své aktuálnosti. To však nezakládá povinnost aktualizovat příslušný dokument.

Není-li uvedeno jinak na webu RB (https://investice.rb.cz/fileadmin/files/disclaimer_RBroker.pdf) nebo na webu RBI (http://www.raiffeisenresearch.com/special_compensation), analytici RB a RBI nejsou odměňováni podle obchodů s investičními nástroji. Autoři dokumentu jsou odměňováni (mimo jiné) podle celkové ziskovosti RB nebo RBI, která zahrnuje výnosy z investičních obchodů RB nebo RBI a výnosy z jiných činností. RB a RBI obecně zakazuje svým analytikům a osobám reportujícím analytikům být angažováni v cenných papírech či jiných finančních instrumentech jakékoliv společnosti, kterou analytik pokrývá, pokud nabytí těchto finančních nástrojů nebylo předem projednáno s oddělením Compliance RB nebo RBI.

RB a RBI zavedla mj. organizační a administrativní opatření, zahrnující informační bariéry bránící nebo předcházející konfliktům zájmů. RB a RBI vymezily v rámci vnitřních organizací zóny obsahující vnitřní informace. Tyto zóny obsahující vnitřní informace jsou izolovány od jiných organizačních jednotek organizačními opatřeními, které řídí výměnu vnitřních informací. Vnitřní informace musí být uchovány v jednotlivých zónách a musí s nimi být nakládáno jako s přísně důvěrnými, s výjimkou běžného použití pro provoz RB a RBI. Toto použití je však omezeno pouze na nezbytné nutné potřeby. Výměna informací mezi zónami obsahující vnitřní informace může být uskutečněna pouze po zapojení oddělení Compliance.

Zvláštní ustanovení týkající se Spojeného království Velké Británie, Severního Irsku (UK)

Tento dokument nelze pokládat za nabídku nebo výzvu k úpisu nebo koupi investičních nástrojů nebo prospekt podle právních předpisů účinných v České republice, Rakousku (zejména podle zákona o kapitálovém trhu „Kapitalmarktgesetz“ („KMG“) a zákona o burze cenných papírů („Börsegesetz“) nebo jiných právních řádech. Tento dokument nezakládá individualizované doporučení ke koupi nebo prodeji finančních nástrojů podle právních předpisů účinných v České republice a Rakousku, zejména zákona o cenných papírech (Wertpapieraufsichtsgesetz). Tento dokument ani jeho části nevytváří jakoukoliv smlouvu nebo jakýkoliv závazek a ani jakoukoliv radu ohledně nákupu nebo prodeje finančního nástroje, finančního produktu nebo jiných investic. Nemá ani nahrazovat nutně individualizované poradenství ohledně koupě nebo prodeje investičního nástroje, finančního produktu nebo jiné investice. Případné individualizované poradenství ohledně koupě nebo prodeje finančního nástroje, finančního produktu nebo jiné investice může poskytnout oprávněný finanční nebo bankovní poradce RB či RBI. Dokument je schvalován a vydáván RBI či RB z důvodu podpory investičních aktivit RB a RBI, pobočka Londýn je povolena od rakouského dohledového orgánu „Finanzmarktaufsicht“ a podléhá omezené regulaci dohledových orgánů Spojeného království The Financial Conduct Authority („FCA“). Podrobné informace o dohledu dohledových orgánů Spojeného království FCA bude poskytnuta na žádost. Dokument není určen pro retailové investory podle pravidel dohledových orgánů Spojeného království FCA a neměl by jim být rozšiřován. Informace nebo názory vyjádřené v dokumentu nezakládají a ani nevytváří nabídku nebo žádost o nabídku ke koupi nebo k prodeji finančních nástrojů. RB a nebo RBI mohou realizovat na vlastní účet investice uváděné v tomto dokumentu nebo související investice anebo mohou vlastnit práva k finančním nástrojům nebo mohou vlastnit finanční nástroje uváděné v tomto dokumentu. RB a nebo RBI mohly jednat a mohou jednat jako manažer nebo spolupředseda veřejné nabídky finančních nástrojů uvedených v tomto dokumentu nebo souvisejících investičních nástrojů.

Zvláštní omezení týkající se USA a Kanady

Dokument nesmí být rozšiřován nebo distribuován do USA nebo Kanady nebo jejich teritorií; rovněž nesmí být distribuován občanům USA a Kanady. Dále dokument je určen pouze institucionálním investorům a nepodléhá veškerým standardům pro nezávislost a pro uveřejnění informací, které mohou být používány v dokumentech připravených pro retailové investory. Tento dokument byl adresátovi poskytnut ze strany RB International Markets (USA) LLC (RBIM), U.S. registrovaný obchodník v USA (dále „RBIM“), nicméně byl zpracován pobočkou RBI nebo přidruženou popřípadě dceřinou společností RBI mimo území USA. Jakékoliv pokyny k nákupu nebo k prodeji investičních nástrojů učiněné na základě dokumentu musí být prováděny RBIM, který se nachází v 1133 Avenue of the Americas, 16. patro, New York, NY 10036, telefon +1 212-600-2588. Dokument byl zpracován mimo území USA jedním nebo více analytiky, kteří nemusejí podléhat pravidlům o zpracování zpráv a nezávislosti analytiků srovnatelných s pravidly užitými v USA. Analytici nebo analytici, kteří připravili dokument, nejsou registrováni nebo kvalifikováni jako analytici podle Financial Industry Regulatory Authority („FINRA“) v USA a nejsou přidruženi k RBIM a proto nepodléhají regulaci FINRA, zahrnující regulaci vztahující se k chování nebo nezávislosti analytiků.

Názory, odhady a předpovědi obsažené v dokumentu jsou činěny RB nebo RBI k datu tohoto dokumentu a podléhají změnám, které mohou být učiněny bez předchozího upozornění. Informace obsažené v dokumentu byly vytvořeny RB nebo RBI ze zdrojů, o kterých se RB nebo RBI domnívá, že jsou spolehlivé. Nicméně RB nebo RBI ani jiná přidružená společnost nebo jiná osoba nečiní výslovně ani nevýslovně záruky s ohledem na přesnost, úplnost a správnost informací obsažených v dokumentu. Finanční nástroje, které nejsou registrovány v USA, nemohou být nabízeny k prodeji a koupi přímo ani nepřímo v USA nebo občanům USA (podle významu uvedeného v Regulation S under the Securities Act of 1933 (the „Securities Act“)) s výjimkou podle Securities Act. Dokument nezakládá nabídku na koupi nebo prodej finančního nástroje ve smyslu Section 5 of the Securities Act a rovněž nevytváří pro kohokoliv jakoukoliv smlouvu nebo závazek. Dokument poskytuje pouze obecné informace. Dokument může být distribuován v Kanadě osobám, které jsou rezidenty Kanady. Obchody s investičními nástroji, které jsou uvedeny v dokumentu, mohou být s těmito osobami uzavřeny, pokud nepodléhají požadavkům obsažených v prospektech podle místních právních předpisů.

Nařízení Rady (EU) č. 833/2014 o omezujících opatřeních vzhledem k činnostem Ruska destabilizujícím situaci na Ukrajině

Výzkum a doporučení se týkají pouze finančních nástrojů, které nejsou přímo ovlivněny sankcemi přijatými Nařízením Rady (EU) č. 833/2014 o omezujících opatřeních vzhledem k činnostem Ruska destabilizujícím situaci na Ukrajině (dále jen „Nařízení“), a jejich postupným rozšiřováním. Jedná se tak o finanční nástroje vydané před 1. srpnem 2014. Upozorňujeme, že nákup finančních instrumentů se splatností delší než 30 dní a vydaných po 31. červenci 2014 je Nařízením včetně pozdějších rozšíření sankcí zakázán. Žádné názory týkající se těchto zakázaných finančních instrumentů nerozšiřujeme.

Informace týkající se Lichtenštejského knížectví

Směrnice Komise 2003/125/ES ze dne 22. prosince 2003, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a Rady 2003/6/ES, pokud jde o pověť předkládání investičních doporučení a uveřejňování střetů zájmů byla implementována do právního řádu Lichtenštejského knížectví na základě předpisu Finanzanalyse-Marktmisbrauchs-Verordnung.

Bude-li jakákoliv část tohoto upozornění shledána neplatnou, neúčinnou nebo nevymahatelnou podle právních předpisů, ostatní části upozornění budou nadále platné, účinné a vymahatelné, lze-li tyto části upozornění oddělit od ustanovení, která budou neplatná, neúčinná a nevymahatelná.

RB je oprávněna aktualizovat tento dokument, přičemž aktualizace dokumentu je uvedena na https://investice.rb.cz/fileadmin/files/disclaimer_RBroker.pdf.

Informace o zájmech a střetech zájmů

Investiční doporučení na dluhopisy emitenta Česká republika vytváří Raiffeisen Bank International AG („RBI“) ve spolupráci s Raiffeisenbank a.s. Raiffeisen Centrobank AG a Raiffeisenbank a.s. jsou součástí konsolidačního celku Raiffeisen Bank International AG. Veškeré informace o investičních doporučeních a výzkumných zprávách Raiffeisen Bank International AG a Raiffeisen Centrobank AG jsou k dispozici na webových stránkách Raiffeisen Bank International AG a Raiffeisen Centrobank AG - viz <http://www.rbiinternational.com> a <http://www.rcb.at/>.