

Koruna po konci intervence ČNB moc neposílí

Intervence Česká národní banky (ČNB) drží kurz české koruny uměle podhodnocený. Spolupracovník LN Jan Macháček se předních českých ekonomů, analytiků a pedagogů ptá: Co se stane, jestli ČNB intervence v příštím roce ukončí? Zasáhne změna její politiky exportéry? A jak se mají české firmy na ukončení intervencí připravit?

[Domov](#)

[Jan Macháček](#)

4.11.2016

DEBATA JANA MACHÁČKA

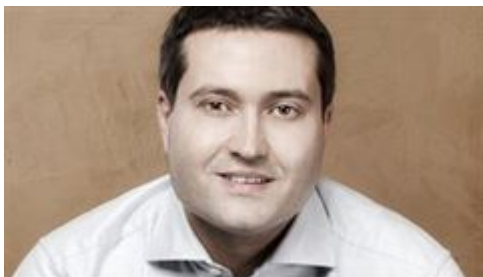


Komentátor Lidových novin Jan Macháček se každý týden ptá českých ekonomů, pedagogů a analytiků, co soudí o aktuálních a žhavých tématech ze světa ekonomiky a financí.

[objednat zaslání e-mailem](#)

Ukončí v příštím roce skutečně Česká národní banka (ČNB) intervence, které drží kurz české koruny uměle podhodnocený? Nedávno politiku intervencí ukončilo Švýcarsko a následovalo skokové posílení švýcarského franku. Místní exportní firmy to tvrdě zasáhlo, ale musely se s tím nějak vyrovnat a za necelý půl rok byly většinou z nejhoršího venku.

Jak se mají české firmy na ukončení intervencí připravit? Jsou české podniky schopné si vytvořit dostatečný polštář či nárazník proti prudkému posílení koruny? Existuje nějaký „trik“, jež lze vytáhnout z klobouku, který Švýcarsky nenapadl?



David Navrátil, hlavní ekonom České spořitelny

Spekulanti, vítajte!

Exit z kurzového závazku švýcarské centrální banky překvapil finanční trh a přinesl okamžité posílení franku o 20 procent, které bylo nakonec zmírněno „jen“ na 10 procent. V případě české koruny tomu bude jinak, proč?

Exit v případě Švýcarska nebyl očekáván, zatímco v našem případě očekáván je. Navíc je spojen s očekáváním posílení koruny ve stejném rozsahu jako u švýcarského franku. Kdo nekoupí korunu nyní, tak na jejím posílení nevydělá. A teď si představme spekulanta: koupí koruny a po exitu je bude chtít prodat za silnější kurz. Takových korun je nyní kolem 600 miliard. Nakupovat koruny od nich může ČNB, ale ta to dělat nebude. Korunu přirozeně poptávají vývozci. Roční přebytek obchodní bilance, poté co odečteme odliv dividend, nyní dosahuje necelých 150 miliard korun.

Švýcarsko nečekejme

Po exitu nečekejme, že by se koruna usadila do blízkosti 24 či 25 korun za euro, nečekejme naplnění snů zahraničních investorů. Proti sobě máme 600 miliard a 150 miliard českých korun. Takže „spekulanti“ budou čekat několik let (čtyři), než si od nich vývozci koupí jejich koruny. A to za hodně odvážného předpokladu, že od nynějška až do exitu už nepříteče ani koruna na spekulacích, a že se vývozci nebudou chtít zajistit proti kurzové volatilitě. Jinými slovy, snaha vydělat na posílení koruny povede k tomu, že hodně investorů ji po exitu bude chtít prodat, což bude kompenzovat tlak na rychlé a trvalé posílení koruny. Po exitu proto nečekejme, že by se koruna usadila do blízkosti 24 či 25 korun za euro, nečekejme tedy naplnění snů zahraničních investorů. Koruna bude mít tendenci vracet se do pásma 26,5 až 27 korun za euro minimálně několik čtvrtletí.

Z tohoto pohledu je příliv spekulativního kapitálu pro ČNB vlastně výhodný. Čím více se nechá nalákat investorů na „jistý výdělek“, tím nižší je pravděpodobnost, že skutečně k posílení dojde, respektive, že ČNB nebude nucena intervenovat po opuštění svého kurzového závazku. ČNB by tak vlastně měla vyvést transparent: Spekulanti, vítajte!

Edvard Outrata, státní úředník ve výslužbě



Přijmeme euro

Od počátku bylo jasné, že největším problémem umělé fixace kurzu koruny intervencemi bude opuštění této politiky. V podstatě jde o věčný svár mezi krátkodobými a dlouhodobými řešeními. Fixní kurz zřejmě krátkodobě a střednědobě pomohl našemu hospodářství v nebezpečné situaci. Zároveň tato ochrana našich exportérů zřejmě způsobila, že se hospodářství nemuselo přizpůsobovat měnícím se podmínkám trhu v reálném čase. Teď má ČNB dilema: kdy a jak přesně administrovat šok návratu a přitom minimalizovat negativní efekty? Obávám se, že ČNB bude muset volit mezi Scyllou prodlužování intervencí na ohlášenou a rozumnou dobu a Charybdou obviňování z politických motivů.

Rozhodnutí o opuštění intervencí nelze izolovat od politické situace. Jelikož jde o její autonomní rozhodnutí, nebude ČNB moci argumentovat tím, že si její akci vyžaduje situace na trhu. Je v situaci, kdy rozhodnutí začít omezovat intervence nemůže neovlivnit politickou situaci v období vypjaté politické soutěže kolem dvojích významných voleb a nejrůznějšího přeskupování politických sil v zemi. Obávám se, že ČNB bude muset volit mezi Scyllou prodlužování intervencí na ohlášenou a rozumnou dobu a Charybdou obviňování z politických motivů. Držme jí palce, aby se jí podařilo zalepit si uši voskem a zdárně proplout.

Náklady místních exportních firem vzrostou nejen kvůli pohybu kurzu, ale i proto, že nejistota v průběhu opuštění intervenčního režimu zvyšuje cenu pojištění proti kurzovému riziku. Doufejme, že se na to naše podniky řádně připravují. Většinou asi ano, ale šok to bude v každém případě. Snad tato zkušenost konečně ukáže i nevěřícím Tomášům, že se nám držet vlastní měny nevyplácí a že způsob, jak anulovat kurzové riziko v Evropě, spočívá v přijetí společné měny s našimi hlavními obchodními partnery.



Jan Pravda, Sanning Capital, Pravda Capital

Koruna posílí jen málo, nebo vůbec

O ČNB a ukončení intervencí mluví vrabci na střeše, proto si trh nejspíš najde způsob jak tuto informaci vstřebat. Například tak, že výrobní podniky, investoři i lidé nakoupí mnoho korun na spotu, forwardu nebo v korunových obligacích v naději, že na tom vydělají, anebo že se prostě jenom ochráně před domnělým nárůstem. Až skutečně dojde k ukončení, mohou tuto velkou pozici odprodat a velmi či tím nástup koruny zcela utlumit.

Oproti tomu o Švýcarská národní banka (Swiss National Bank) a ukončení jejich intervencí se nemluvilo téměř vůbec a korekce byla veliká – zhruba 20 procent.

Je proto realistické očekávat mnohem menší posílení v korunách než jaké nastalo u franku, anebo dokonce žádné (nebo dokonce korekci opačným směrem).



Michal Brožka, investiční stratég Raiffeisenbank, lektor Unicorn College

Nejsme Švýcarsko

Pokud se něco nepokazí, ČNB příští rok pravděpodobně nechá korunu „proběhnout“, ale nikoliv bez dozoru. Deformace, která na devizovém trhu byla uskutečněna, tím však nezmizí. Slovo deformace vyvolává negativní konotace, ale do kontroverze na téma užitečnosti intervencí se nebudou pouštět. Klíčovou otázka zní: co čekat dál?

Všechny odhady férového kurzu, které se snaží odpovědět na otázku, kde by koruna byla bez intervencí, je dobré vidět v souvislosti s tím, že ČNB od začátku intervencí navýšila devizové rezervy o téměř 40 miliard eur, proti čemuž prodala více než tisíc miliard korun. V řeči ČNB to znamená, že po ukončení závazku bude posilování koruny tlumeno předchozím zajištěním exportérů a uzavíráním spekulativních pozic v koruně. V řeči druhé strany to znamená, že ČNB trh deformovala, a tato deformace z trhu jen tak nezmizí. Nikdo však s jistotou neví, co se s korunou stane, až přestane mít od ČNB „zaracha“.

Na chvíli se můžeme cítit jako Švýcarsko. Takový jev ale bude zřejmě trvat právě jen do konce intervencí.

Věřím ČNB v tom, že bude koruně bránit v takovém vývoji, který by byl pro ekonomiku velmi špatný. To neznamená, že v horizontu několika málo dnů mohou být pohyby kurzu skutečně divoké. Sám guvernér Jiří Rusnok se nechal slyšet, že pohyby do 10 procent by nás neměly rozrušovat. Ostatně i zmiňovaný švýcarský frank se po původním posílení přes 30 procent rychle vracel a jeho konečné posílení bylo v rozmezí 6 až 10 procent. V prognóze Raiffeisenbank počítáme s posílením koruny kolem 4 procent. Pokud by pro jakoukoliv firmu měly být pohyby kurzu v takovýchto rádech podstatné, a takových není málo, pak je samozřejmým řešením kurzové zajištění. Mezi námi a Švýcarskem je naneštěstí mnoho rozdílů, a tak silný tlak zahraničního kapitálu v Česku asi nezažijeme. Ale například krátkodobé vládní dluhopisy České republiky jsou aktuálně úročeny stejně nízko jako švýcarské, což je důsledkem očekávání budoucího posílení koruny. Na chvíli se tak můžeme cítit jako Švýcarsko. Takový jev ale bude zřejmě trvat právě jen do konce intervencí. Hlavním trikem, jak si neprojit švýcarským scénářem, je nebýt Švýcarsko; v tom jsme obecně docela dobří.



Ondřej Jonáš, investiční bankéř

Nelehká výzva

Vzhledem k četnosti geopolitických rizik – ať už americké prezidentské volby dopadnou jakkoli – čeká Evropu v roce 2017 řada svízelných politických i ekonomických překážek. ČNB bude jistě sledovat především stabilitu a udržitelnost nastavené měnové politiky. Nikdo nemá tak kvalitní informace a věrohodné analýzy jako ČNB, a tudíž ani úsudek o vhodném postupu včetně načasování změny intervenčního režimu. Z veřejných čísel můžeme pouze odhadovat míru tlaku a možná řešení.

Operace by byla usnadněna nájezdem do režimu ERM II., pokud by politická reprezentace a česká společnost uměla překonat iracionální averzi ke společné měně coby užitečné pojistky vůči hrozící geopolitické nejistotě.

Režim intervencí užitečně potlačil volatilitu kurzu koruny vůči euru zhruba na třetinu, stimuloval export a podpořil zaměstnanost. Překvapivě mírné byly protesty střadatelů a zaměstnanců na pokles kupní síly, když Česká republika uvnitř Evropské unie spíše cenovou hladinu přebírá, nikoli určuje. Pokud se obnoví společenská poptávka po konvergenci na vyšší úroveň prosperity, a posilování kupní síly koruny se v zemi 15 let před devalvací těšilo široké podpoře, bude ČNB hledat vhodný exit. Možná budeme o některé neděli překvapeni, stejně jako Švýcaři, ale i ČNB bude zřejmě hledat několik revalvačních kroků před nájezdem na udržitelný konvergenční trend. Operace by byla usnadněna nájezdem do režimu ERM II., pokud by politická reprezentace a česká společnost uměla překonat iracionální averzi ke společné měně coby užitečné pojistky vůči hrozící geopolitické nejistotě. Je tento rozumný tah státnické odpovědnosti, který je zcela v národním zájmu, mimo naše politické schopnosti?

Naše politiky by měla trápit hrozba izolace, která po brexitu (a vzhledem k averzi k euru) hrozí. Existuje řada divokých scénářů krizových vývoju v našem sousedství. ČNB společně s vládou se musí umět odpovědně vypořádat s nelehkou výzvou.



Lubor Lacina, think tank Mendelovo evropské centrum

Neočekávanost reakce

ČNB intervence ukončí, ale pouze tehdy, bude-li mít jistotu o neohrožení svého inflačního cíle. Apresiasi měny působí na snižování cen dovozu a zprostředkovaně na pokles cen. Pokud ovšem bude udržena stávající růstová tendence ekonomiky, s mírou nezaměstnanosti blížící se přirozené míře nezaměstnanosti a tlakem na růst nominálních mezd, neměl by být efekt apreciacie na cenovou hladinu klíčovým faktorem.

Otázka přípravy firem na ukončení intervencí bude záviset na scénáři exitu. Zatím se stále nabízejí různé scénáře vývoje kurzu po ukončení intervencí. ČNB může předem ohlásit svou strategii a sdělit, jak bude exit probíhat. V tomto případě se podniky mohou zajistit s využitím finančních derivátů typu měnového forwardu, a výrazně tak minimalizovat dopad postupného zhodnocování na své cash flow. Nevýhodou tohoto scénáře je pravděpodobnost spekulací finančních trhů a vysokých nákladů exitu. Druhým extrémem je případ, kdy ČNB provede exit bez ohlášení, a to právě s důvodem na omezení možnosti spekulace.

Subscénáře

V případě obou zmíněných scénářů se pak nabízejí dva subscénáře. Prvním je jednorázové opuštění intervencí s rizikem přestřelení dlouhodobého rovnovážného kurzu. Reakce trhů má vždy tendenci být přehnaná a nějakou dobu trvá, než se situace vrátí k rovnováze. Kurz by tedy mohl apreciovat krátkodobě více, než je očekáváno. Druhý subscénář nabízí postupné předem oznámené řízené posilování kurzu známé jako crawling peg.

Návrat od intervencí k trhu je vždy neprobádanou akcí s nepředvídatelnými dopady. Trhy mají vždy silnější palebnou kapacitu než kterákoliv centrální banka.

Ať bude zvolen jakýkoliv scénář, vždy bude hrozit neočekávaná reakce trhů. Návrat od intervencí k trhu je vždy neprobádanou akcí s nepředvídatelnými dopady. Trhy mají vždy silnější palebnou kapacitu než kterákoliv centrální banka.

Co se týká firem, právě informace o zvolené strategii ČNB ovlivní jejich zajišťovací strategie. Jakákoliv potřeba zajištění však zvýší náklady firem.

Samostatnou otázkou je, jak se firmy vypořádají s poklesem konkurenceschopnosti v důsledku posilování měny. Již v minulosti se objevily obavy, že firmy využily „devalvačního polštáře“ na klidný spánek. Získaná výhoda je netlačila ke zvyšování produktivity práce. Nebudou jim více než tři roky spánku chybět, až se opět střetnou s konkurencí bez ochranného deštníku ČNB a jejího „umělého“ znehodnocení české koruny?



Miroslav Radiměřský, Mendelova univerzita v Brně

Obtížně srovnatelný případ

Srovnání se Švýcarskem se nabízí, ale jde o obtížně použitelný případ. Švýcarsko reagovalo na nadhodnocení franku vyvolané útekem investorů do bezpečí. ČNB uměle podhodnocuje korunu, protože nemá lepší nástroj. Tedy alespoň dle názoru banky.

Švýcarská ekonomika se začala přehřívat a inflace si vynutila změnu tamní politiky. České ekonomice se sice daří, ale inflace zůstává blízko nule. Není zde tedy vnitřní tlak na ukončení intervencí. Zvenčí působí mimo jiné intervence Evropské centrální banky, které by za normálních okolností tlačily na umělé posílení koruny.

Jasně a srozumitelně

Z těchto důvodů je velmi obtížné odhadovat, kdy ČNB ukončí intervence. Samotná skutečnost, že rozhodnutí padne až příští rok, to potvrzuje. ČNB říká, že intervence vytrvají a nebudou ukončeny dříve než v polovině roku 2017. Naznačuje tím, že nekoná a v nejbližší době ani žádné kroky k ukončení intervence konat nebude. Reakční doba ekonomik se sice liší, ale lze předpokládat, že druhá část příštího roku nechává bance dostatečný prostor na vyčkávání.

Důležité je, aby se ukončení intervencí ČNB odehrálo jasně a srozumitelně. Firmám neprospívají překvapení, na která se nemůžou připravit.

Pro firmy také není Švýcarský příklad použitelný. Švýcaři zažívali spekulativní šok. U nás bude ukončení intervencí znamenat návrat na tržní hodnotu a ukončení umělé podpory. Přejít sice chvíli trvá, ale tomu se lze bránit zajištěním kurzu na nutnou dobu. Poté musejí firmy dokázat žít se silnější korunou a není důvod, aby to nedokázaly, když to zvládaly před intervencí.

Česká měna dlouhodobě reálně posilovala a lze očekávat, že v tom bude pokračovat. Takové prostředí domácí podniky prokazatelně zvládaly a zvládat budou. Problémy může způsobit nejistota a šok z rychlého a nečekaného ukončení intervencí. Nemusíme hledat triky, důležité je, aby se ukončení intervencí ČNB odehrálo jasně a srozumitelně. Firmám neprospívají překvapení, na která se nemůžou připravit.

MONITOR JANA MACHÁČKA

na serveru LIDOVKY.cz **Číst**



Jan Macháček

© 2018 MAFRA, a.s., ISSN 1213-1385 © Copyright ČTK, Reuters, AFP. Publikování nebo šíření obsahu je zakázáno bez předchozího souhlasu.