



Může ČNB předčasně exitovat? Teoreticky ano, ale riskuje lynč

David Navrátil

research@csas.cz

ČNB říká, že „neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém čtvrtletí roku 2017.“ A vzhledem k tomu, že inflace je na dvou procentech a bankovní rada je naladěna pro exit, tak už v dubnu můžeme mít korunu po třech letech bez závazku.

Je možné, že by bankovní rada rozhodla o ukončení kurzového závazku dříve než v dubnu? Na první pohled bláznivá otázka, protože ČNB přece říká, že ne.

Ale teoreticky to možné je a za jistých okolností je to dokonce reálné.

Proč teoreticky může skončit kurzový závazek už v prvním čtvrtletí:

Bankovní rada rozhoduje na každém zasedání o nastavení měnové politiky.

Na posledním zasedání bankovní rady je v zápise z jednání [uvedeno](#): "Po projednání situační zprávy bankovní rada ČNB jednomyslně rozhodla ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 0,05 %. Pro toto rozhodnutí hlasovali Jiří Rusnok, Mojmír Hampl, Vladimír Tomšík, Vojtěch Benda, Lubomír Lízal a Pavel Řežábek. Bankovní rada dále rozhodla nadále používat devizový kurz jako další nástroj uvolňování měnových podmínek a potvrdila závazek ČNB v případě potřeby intervenovat na devizovém trhu na oslabení kurzu tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR."

Jinými slovy, bankovní rada na každém zasedání k měnové politice rozhoduje o sazbách a tom, zda bude používat kurz jako nástroj měnové politiky, zda bude podle potřeby intervenovat a jakou hladinu kurzu bude hlídat.

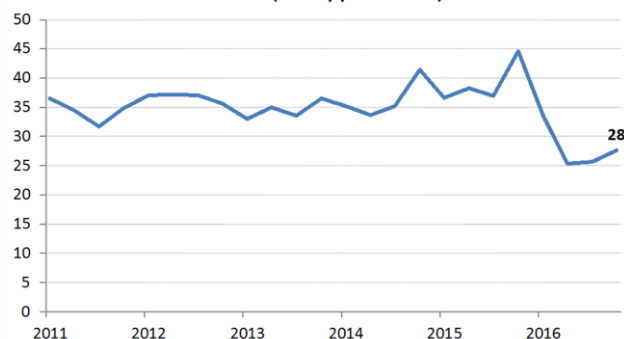
Tzv. tvrdý závazek, jak jej ČNB sama pojmenovala, nijak právně neomezuje bankovní radu v budoucích

zasedáních. Asi proto je také tento závazek uveden v jiné části zápisu než samotné rozhodnutí: "V platnosti zůstává předchozí prohlášení bankovní rady, že neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než ve druhém čtvrtletí roku 2017. Bankovní rada přitom i nadále vidí jako pravděpodobné ukončení závazku v polovině roku 2017."

Tzv. "tvrdý závazek", tedy neukončení kurzového závazku před koncem prvního čtvrtletí 2017, neomezuje bankovní radu v rozhodování jinak než morálně, tj. přes snahu zachovat kredibilitu. Že závazek má pouze tuto reputační sílu, je logické. Mohou se změnit podmínky tak dramaticky, že by bylo neúnosné trvat na závazku a bylo by lepší názor změnit.

Jiná otázka je, co by se stalo, pokud by ČNB skutečně dříve provedla exit. ČNB totiž (poněkud nesprávně) říká, že podnikům nabízí zajištění zadarmo minimálně do konce tohoto čtvrtletí. A podniky na to slyší a jsou podprůměrně zajištěné proti kurzovému riziku – na konci roku 2016 pouze 28 procent podniků. Porušení slibu by vyvolalo minimálně podobný „lynč“ ze strany podniků, médií a politiků jako v roce 2013 při zavedení kurzového závazku.

Zajištění vývozu proti kurzovému riziku v následujících 12 měsících (vážený průměr v %)



Zdroj: ČNB

Začátek roku 2017 byl pro ČNB mimořádný. Data o stahovacích operacích ČNB ukazují, že došlo ke zvýšení úloží bank u ČNB od začátku roku o 270 mld. CZK (bez efektu rezolučního fondu a dalších volatilních položek). Tato částka ČNB indikuje, že ČNB zvýšila devizové rezervy o cca 270 mld. CZK za první dva týdny. To představuje zhruba 1 mld. EUR denně.

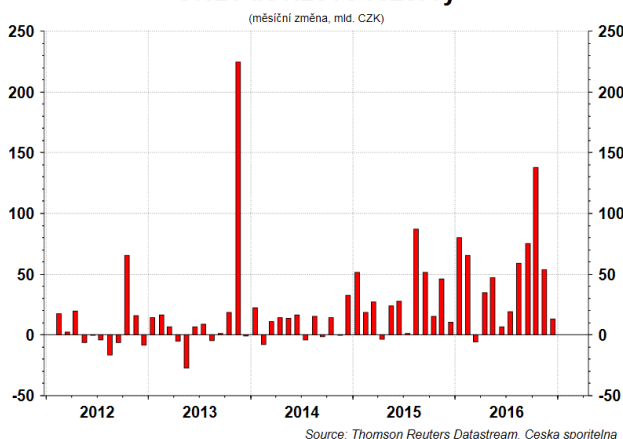
Pokud by objem intervencí nepolevil, tak by ČNB do konce tohoto čtvrtletí zdvojnásobila devizové rezervy, tj. zvýšení

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Vyhlášky o poctivé prezentaci investičních doporučení (114/2006 Sb.) jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete na: <http://www.investicnicentrum.cz/analzyupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.

z cca 40 procent HDP na konci roku 2016 na 80 procent HDP.

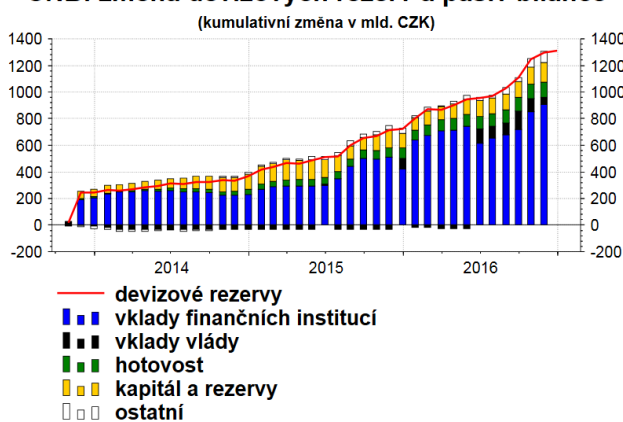
Pokud by skutečně tempo intervencí nepolevilo, tak si umím představit, že by to bankovní radu vyděsilo a v rámci zachování "finanční stability", „snížení nákladů“ a „stejně jsme to chtěli udělat, dříve nebo později“ by o dřívějším exitu minimálně uvažovala.

ČNB: devizové rezervy



Jinými slovy: pravděpodobnost zrušení kurzového závazku před koncem tohoto čtvrtletí není nulová. Nicméně podle mého názoru je stále velmi nízká.

ČNB: změna devizových rezerv a pasiv balance



Proč ČNB nakonec vydrží do druhého čtvrtletí?

Začneme základním, Dušínovským argumentem: bankovní rada to slíbila v rámci tzv. tvrdého závazku. Pokud si centrální banka nechce kredibilitu (která je pro efektivnost měnové politiky zatraceně důležitá) zničit na několik let dopředu, tak jí nezbyvá než vydržet.

Z tohoto pohledu bude nesmírně důležitá konzistence komunikace ČNB a jednotlivých členů bankovní rady. Pokud bude komunikace více rozevlátá a finanční trh najde skulinku nebo nějakou možnou dvojistou interpretaci, tak dojde k masivnímu přílivu kapitálu a intervencím.

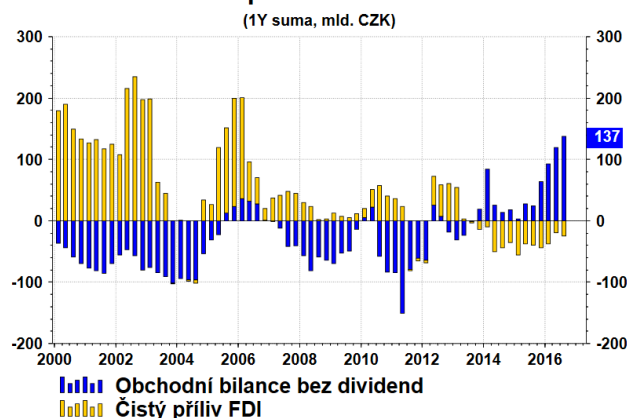
Dále, trh pořád spekuluje, že koruna v prvních týdnech po exitu posílí. Ale nemyslím si, že konsensus je stále na Švýcarsku, tj. na posílení o deset a více procent bezprostředně po exitu. Konsensus se spíše pohybuje někde kolem 3-4% (náš odhad). To je důležité pro dynamiku trhu. Na konci minulého týdne už někteří investoři nevydrželi a začali vybírat zisky, protože sazby a forwardy už samy o sobě nabízely zajímavý výnos i bez exitu.

Platební bilance (kumulativně, mld. CZK)



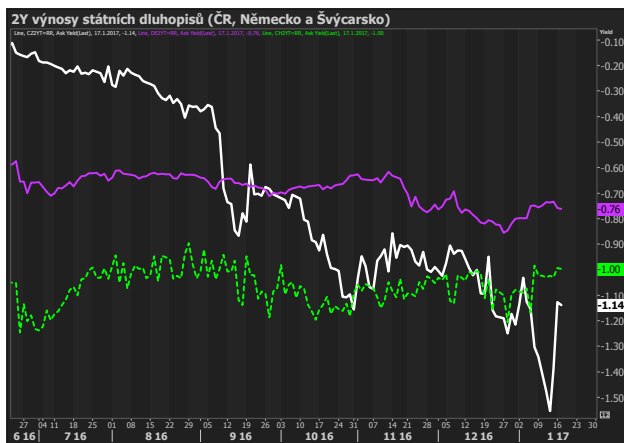
Trh si také správně začíná uvědomovat limity přílivu a námi zdůrazňovaný argument chybějící protistrany. Známá data ukazují, že ostatní investice (vklady u bank) a investice do dluhopisů kumulativně od listopadu 2013 do listopadu 2016 přesáhly 700 mld. CZK. Když k tomu připočteme náš odhad intervencí do dnešního dne, tak jsme nad 1000 mld. CZK spekulativního kapitálu. Ten korunu nakoupil primárně s vidinou posílení. A aby zisk realizoval, tak korunu bude muset někomu prodat. Ten někdo nebude ČNB, ale především exportéři. Nicméně roční přebytek obchodní bilance, když od ní odečteme dividendy, je cca 150 mld. CZK. Jinými slovy, investoři nebudou mít komu prodat koruny a budou v pozicích zamknutí mnoho let. Proto každé posílení bude využíváno k uzavření pozice, což povede ke korekci jakéhokoli výraznějšího posílení kurzu CZK.

ČR: platební bilance





Důležitou roli v čištění trhu sehrávají tržní sazby. Roční sazba státních dluhopisů poklesla na -1,7%. Dvouleté dluhopisy se obchodovaly s výnosem -1,6% před korekcí na konci minulého týdne. Krátkodobé české státní dluhopisy jsou tak bezkonkurenčně nejdražšími dluhopisy na světě. Podobně implikovaný 6M swap poklesl dokonce až na -3,8% (!) před korekcí.



Zdroj: Thomson Reuters

Vývoj tržních sazeb mimo jiné také jasně ukazuje, že zavedení záporných sazeb by nemělo valný účinek, protože finanční trh záporné sazby na sebe „uvalil“ sám.

Je možné, aby se tempo růstu devizových rezerv udrželo na úrovních ze začátku roku? Považuji to za málo pravděpodobné. Praktickým limitem budou limity na české banky. Každá nakoupená koruna v rámci spekulace musí ve finále skončit na účtech české banky. Jinde koruny bezhotovostně neuložíte. Každopádně pro zahraničního investora úložka u české banky představuje pohledávku za touto českou bankou. A risk management v každé instituci jasně stanovuje limity, kolik můžete mít uloženo u jedné instituce, v jedné měně... Už nyní je spekulativní pozice zahraničních investorů kolem 22% českého HDP.

A nakonec: budoucnost už se děje - tempo nárůstu stahovacích operací v posledních dvou pracovních dnech výrazně zvolnilo.

Stahovací operace ČNB
(depozitní facilitata a repo operace, mld. CZK)



Zdroj: ČNB

Suma sumárum:

- Pokud by tempo intervencí pokračovalo tempem ze začátku roku, tak úvahy o dřívějším ukončení kurzového závazku nejsou vyloučené.
- Nicméně limity zahraničních bank na českou ekonomiku, tržní záporné sazby a uvědomění si problému chybějící protistrany takovou pravděpodobnost výrazně omezuje.


<http://www.csas.cz/analiza>

1. Kontakty

Odbor Ekonomické a strategické analýzy

Hlavní ekonom	David Navrátil	+420/956 765 439	dnavratil@csas.cz
Makroekonomický tým:			
ČR, makroekonomická prognóza	Jiří Polanský	+420/956 765 192	jpolansky@csas.cz
Fixed income	Jana Urbánková	+420/956 765 456	jurbankova@csas.cz
ČR a bankovní sektor	Michal Skořepa	+420/956 765 172	mskořepa@csas.cz
Hlavní ekonomiky (EMU, USA), komodity	Roman Sedmera	+420/956 765 391	rsedmera@csas.cz
Akciový tým:			
Head, Utilities, F&B, O2 CR, Pegas	Petr Bártek	+420/956 765 227	pbartek@csas.cz
Zahraniční trhy	Jan Šumbera	+420/956 765 218	jsumbera@csas.cz
Technická analýza, CZ akciový trh	Pavel Smolík	+420/956 765 434	pasmolik@csas.cz
EU Office a sektorové analýzy:	Tomáš Kozelský	+420/956 718 013	tkozelsky@csas.cz
	Tereza Hrtúsová	+420/956 718 012	thrtusova@csas.cz
	Radek Novák	+420/956 718 015	radeknovak@csas.cz
Poradenství a strukturální analýzy	Petr Zahradník	+420/956 765 213	pzahradnik@csas.cz

Financial Markets - Wholesale & Trading and Financial Institutions

Director	Libor Vošický	+420/956 765 800	lvosicky@csas.cz
Group Positioning	Robert Novotný	+420/956 765 817	rnovotny@csas.cz
Markets Strategist	Miroslav Plojhar	+420/956 765 520	mplojhar@csas.cz
Corporate Treasury Sales & Structuring	Tomáš Pícek	+420/956 765 511	tpicek@csas.cz
Institutional Fixed Income Sales	Ondřej Čech	+420/956 765 577	ocech@csas.cz
Institutional Equity Sales	Michal Řízek	+420/956 765 537	mřízek@csas.cz
Institutional Asset Management	Petr Holeček	+420/956 765 453	pholecek@csas.cz
Trading	Ivan Kaspar	+420/956 765 541	ikaspar@csas.cz
Financial Institutions	Stanislav Šnajdr	+420/956 765 105	ssnajdr@csas.cz
Correspondent Banking	Jana Gabrielová	+420/956 765 346	kgabrielova@csas.cz
Debt Capital Markets	Tomáš Černý	+420/956 765 205	tcerny@csas.cz

Financování a poradenství

Ředitel	Jan Seger	+420/956 714 130	jseger@csas.cz
Syndikované a klubové financování	Zbyněk Pěla	+420/956 765 963	zpela@csas.cz
Akviziční financování	Martin Viliš	+420/956 713 970	mvilis@csas.cz
Corporate finance	Antonín Piskáček	+420/956 765 810	apiskacek@csas.cz
Projektové a exportní financování	Lenka Tomanová	+420/956 714 020	ltomanova@csas.cz

Erste Group Research

Head of Group Research	Friedrich Mostböck	+43 501 00 119 02	friedrich.mostboeck@erstegroup.com
Head of CEE Equities	Henning Esskuchen	+43 501 00 196 34	henning.esskuchen@erstegroup.com
akcie – sektor průmysl	Christoph Schultes	+43 501 00 115 23	christoph.schultes@erstegroup.com
akcie – sektor základních materiálů a realit	Franz Hoerl	+43 501 00 18 506	franz.hoerl@erstegroup.com
akcie – realitní sektor	Martina Valenta	+43 501 00 11 913	martina.valenta@erstegroup.com
akcie – sektor telekomunikace	Maria Veronika Sutedja	+43 501 00 17 905	mariaveronika.sutedja@erstegroup.com
akcie – sektor farmacie	Vladimíra Urbánková	+43 501 00 17 343	vladimira.urbankova@erstegroup.com
akcie – sektor IT	Daniel Lion	+43 501 00 174 20	daniel.lion@erstegroup.com
akcie – sektor pojišťovnictví a bankovníctví	Thomas Unger	+43 501 00 173 44	thomas.unger@erstegroup.com
Head of Major Markets & Credit	Gudrun Egger	+43 501 00 119 09	gudrun.egger@erstegroup.com
Head of CEE Macro / Fixed Income Research	Juraj Kotian	+43 501 00 173 57	juraj.kotian@erstegroup.com