

Komentář

Co čekat od české koruny?

14.3.2014

Opustí ČNB intervence dříve či později? – Sledujte inflaci!

Retrospekce:

V září roku 2012 dosáhl kurz české koruny EUR/CZK 24,30. ČNB tehdy začala hovořit o možnosti devizových intervencí, na což koruna reagovala oslabením na EUR/CZK 24,90 a za pomoci nepříznivého ekonomického vývoje pokračovala v oslabení do pásma EUR/CZK 25,50 – 26,0. Zde se nacházela až do 7.11., kdy ČNB oznámila počátek intervencí s tím, že bude udržovat kurz nad úrovní EUR/CZK 27,0. Devizové rezervy ČNB v listopadu narostly o cca 6 mld. EUR neboli o 17 % na necelých 41 mld. EUR. Podíl devizových rezerv vůči HDP tak vzrostl na cca 27 % z předchozích 23 %.

S ohledem na vysokou důvěru trhu v to, že ČNB kontrolu kurzu neopustí „jen tak“, došlo k dalšímu oslabení, neboť pravděpodobnostní koridor pro pohyb kurzu se stal asymetrický. Lidově řečeno: když vím, že koruna nemůže jít pod EUR/CZK 27,0, zatímco směrem vzhůru má mnohem větší prostor, kurz se bude pohybovat nad touto úrovní. K dalšímu oslabení navíc přispěly následné výroky členů ČNB, především Lubomíra Lízala, který připustil možnost dalších intervencí, pokud to bude potřeba.

Výhled:

Kurz EUR/CZK se aktuálně pohybuje v pásmu EUR/CZK 27,30 – 27,40. ČNB má důvěru trhu v tom smyslu, že pokud se budou pohybovat rizika tím, či oním směrem, použije ČNB kurz jakožto v tuto chvíli hlavní měnově-politický nástroj a bude intervenovat znovu. Hlavní indikátory pro odhad vývoje kurzu jsou tedy, jednak a) data, b) postoje jednotlivých členů rady. Od doby, kdy ČNB spustila intervence, přestala zveřejňovat poměry hlasování o intervencích, čímž se stala méně transparentní. Účelem může být snaha o vyjádření jednoty ČNB a také snaha o eliminaci spekulací proti ČNB. Současně došlo k zajímavému názorovému posunu ČNB v tom smyslu, že ČNB již nyní počítá do budoucna pouze s malým posilováním české koruny. Guvernér dokonce řekl, že čeká delší období podstřelování inflačního cíle ECB, což by i při plnění dvouprocentního inflačního cíle ČNB znamenalo menší nutnost posilování české koruny (navíc při nepřilíhlém růstu HDP). Takový výrok na adresu kolegů z ECB od guvernéra země aspirující na budoucí přijetí eura je zajímavý, i když může být samozřejmě pravdivý.

S ohledem na dřívější výroky členů ČNB lze mezi příznivce intervencí označit M. Singra, V. Tomšíka a Lubomíra Lízala. Za jazyček na vahách byl považován Mojmír Hampl. Výroky Kamila Janáčka a především Evy Zamrazilové před intervencemi naopak vyjadřovaly neochotu k tomuto kroku.

S nástupem Rusnoka a odchodem Zamrazilové se rada teoreticky posunula více ve směru sympatizantů intervencí. Nicméně to neznamená, že někteří z členů, kteří byli pro intervence, nebudou flexibilně a v závislosti na nově přichozích informacích prosazovat opuštění kontroly kurzu na 27,0.

Komentář

Co čekat od české koruny?

A co tedy očekávat od dat?

Začněme kardinální otázkou číslo 1. Tou je otázka konvergence české ekonomiky k eurozóně. Reálná konvergence s sebou nese nominální konvergenci, která se odehrává přes inflační diferenciál nebo přes posilování domácí měny. Za pohybem kurzu stojí poptávka a nabídka po dané měně a ta je samozřejmě ovlivňována řadou faktorů. Ovšem pokud reálná a potažmo nominální konvergence ČR k eurozóně nebude pokračovat, koruna posilovat nemusí. My jsme ovšem přesvědčeni, že fundamentální stav české ekonomiky je relativně příznivý a ačkoliv česká politika není tím, co by právě vzbuzovalo optimismus, počítáme s tím, že se české instituce budou posouvat blíže evropským, a politika nebude kazit byznys více, než v jiných případech. Věříme proto, že česká ekonomika je schopna se posouvat z úrovně 80 % HDP na hlavu vůči průměru eurozóny výše. Konvergence české ekonomiky se zastavila zhruba v roce 2009, možná o trochu dříve. Není náhodou, že od té doby koruna prakticky neposílila. Intervence ČNB pak úroveň kurzu posunula zpět až do roku 2007 (krizové období z počátku roku 2009 zde opomíjíme, neboť šlo o depreciaci způsobenou prudkým zvýšením rizikové přírážky – panika na trhu). Posunula se ČR od roku 2007 blíže eurozóně či ne? Moc ne. Z tohoto pohledu je úroveň kurzu EUR/CZK kolem 27,0 celkem ospravedlnitelná. Z fundamentálních hledisek bychom jej však viděli blíže pásmu EUR/CZK 25 – 26, a to s ohledem na sice negativní, ale stále se zlepšující vývoj běžného účtu platební bilance a ekonomikou rostoucí již třetí čtvrtletí, ale pracující přeci jen stále pod úrovní potenciálu. Krátkodobě bude efekt slabší koruny v souhrnu působit pozitivně na dále výstup ekonomiky a zlepšování rekordních přebytků obchodní bilance.

ČNB se k intervencím rozhodla na základě obav, že se inflace (měřeno spotřebitelským košem) ocitne v záporném pásmu. Rozhodla se tak v listopadu, tedy v době, kdy bylo zcela jasné, že dojde k poklesu cen energií a současně v době, kdy ekonomika již prožívala expanzi. Obava ze záporné inflace tak byla de facto reakce na spotovou inflaci respektive na obavu z přelítí záporné meziroční míry inflace do inflačních očekávání. **S ohledem na to, že hlavním cílem ČNB je inflace, je tato veličina nyní sledována více, než kdy jindy.** ČNB nyní dává jasně najevo, že si přeje návrat na 2% inflační cíl shora. Tzn. dokud inflace nedosáhne alespoň 2 %, koruna neposílí.

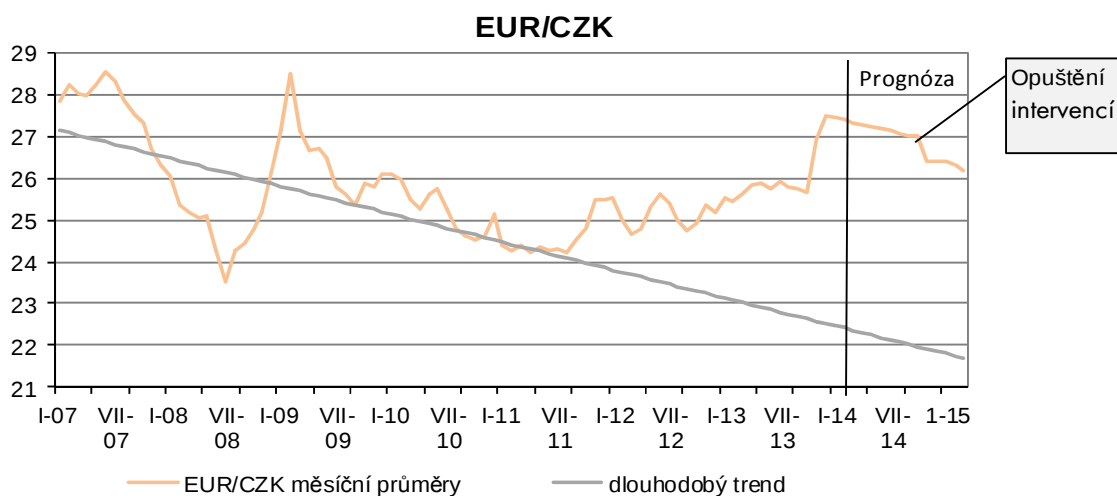
Aktuálně počítáme s tím, že inflace se bude koncem letošního roku nacházet 20 – 30 bazických bodů nad inflačním cílem a v prognóze ČNB bude mířit výš směrem k 3%. Z psychologických důvodů není nějaký zásadnější krok ČNB na konci roku vůbec vyloučený – spíše naopak. Ovšem z makroekonomického pohledu není žádný velký rozdíl, zda k posílení koruny dojde o jeden kvartál dříve nebo později. Odhad načasování konce kontroly kurzu, tak bude z principu vždy odsouzen k nejistotě ohledně rozpoložení jednotlivých členů bankovní rady. **Pokud se inflace bude vyvíjet v souladu s našimi předpoklady a ekonomika bude dále expandovat, bude silít očekávání, že ČNB opustí režim kontroly kurzu a koruna posílí.** I v případě, kdy se tato očekávání budou koncentrovat spíše až do první poloviny roku 2015 (jak je tomu nyní) mohou spekulativní obchody a zajišťovací aktivita již ve druhé polovině roku 2014 působit zvýšenou poptávku po koruně na spotovém trhu. Pokud by taková aktivita dosáhla větší míry, ocitla by se hladina EUR/CZK 27,0 pod tlakem. ČNB vzhledem k výši devizových rezerv na úrovni 27 % HDP, což není žádný extrém, má samozřejmě dostatek možností tuto hladinu držet, otázkou ovšem vždy bude, za jakou cenu?

Komentář

Co čekat od české koruny?

Pokud se ČNB bude nacházet v situaci, kdy by měla devizovými intervencemi navyšovat rezervy a současně by inflace směřovala nad cíl, pak by šla sama proti sobě, pokud bude trh na opuštění kontroly hladiny EUR/CZK 27,0 připravovat. Její úlohou bude trh přesvědčit, jak tomu z části činí už nyní, že i po konci intervencí není mnoho důvodů, proč čekat skokové posílení koruny. Odchod z režimu intervencí nebude vůbec jednoduchý. Domníváme se proto, že k opuštění devizových intervencí dojde o něco málo dříve, než bude trhem anticipováno a koruna následně posílí o cca 2 %. Při silnějším posílení by ČNB zřejmě zasáhla.

Současný vývoj ekonomiky a výhled na inflaci je takový, že posílení koruny přes EUR/CZK 27,0 dříve než ve druhé polovině roku je velmi málo pravděpodobné. Nejpravděpodobnějším datem pro posílení koruny se nám v tuto chvíli jeví přelom roku 2014/2015, přičemž o trochu větší pravděpodobnost vidíme již ve čtvrtém čtvrtletí. ČNB v tuto chvíli komunikuje začátek roku 2015 jako nejbližší možný termín pro konec intervencí. Pokud se inflace v průběhu letošního roku odchýlí o 1 procentní bod, znamená to v našich propočtech implicitně oddálení posílení kurzu koruny o 10 měsíců. Tzn., pokud inflace v polovině roku nebude, jak čekáme, poblíž 1 %, ale bude stále blízko 0 %, pak se časování konce intervencí posouvá až na konec léta 2015. Toliko mechanika. Ale ČNB jsou především lidé a nikoliv stroje, takže realita se může lišit.



Zdroj: ThompsonReuters Datastream, Raiffeisenbank a.s.

Michal Brožka, Ekonomický výzkum, Raiffeisenbank a.s., 234 401 498, 724 119 739

Upozornění - Disclosure

Raiffeisenbank a.s. poskytuje v rámci své činnosti, v souladu s právními předpisy, zejména Vyhláškou č. 114/2006 Sb., o poctivé prezentaci investičních doporučení („Vyhláška“), ve znění pozdějších předpisů, připravuje a rozšiřuje investiční doporučení a výzkumné zprávy.

Investiční doporučení či výzkumné zprávy (dále jen „dokument“) nelze pokládat za nabídku nebo výzvu k úpisu nebo koupi investičních nástrojů a ani za jakoukoliv smlouvu nebo smluvní závazek. Dokument je určen výhradně pro potřeby adresáta a nesmí být kopírován a rozšiřován třetím osobám. Jakékoliv investiční rozhodnutí ohledně investičních nástrojů vydávaných emitentem musí být učiněno na základě dostupné nabídky emitenta nebo příslušného prospektu emitenta a nikoliv na základě tohoto dokumentu. Raiffeisenbank a.s. („RB“) může realizovat na vlastní účet investice uváděné v tomto dokumentu nebo související investice anebo může vlastnit práva k investičním nástrojům nebo může vlastnit investiční nástroje uváděné v dokumentu. RB může jednat jako manažer nebo spolumanažer veřejné nabídky investičních nástrojů uvedených v dokumentu nebo souvisejících investičních nástrojů. Informace obsažené v dokumentu jsou založeny na informačních zdrojích, včetně výročních zpráv a dalších materiálech, které mohou být zpřístupněny subjektem, který je dotčený tímto dokumentem. RB důvěřuje spolehlivosti podaných informací, nicméně nečiní ujištění o přesnosti a úplnosti podaných informací. Pokud není uvedeno jinak, veškeré názory, prohlášení a předpovědi v dokumentu uvedené jsou pouze činěny RB a mohou být ze strany RB změněny bez předchozího upozornění. **Platné stupně investičních doporučení a jejich historii naleznete** (<http://www.rb.cz/attachments/pdf/analyzy/disclosure.pdf>).

Investoři do investičních 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 trzích s dlouhodobou infrastrukturou. Likvidita investičních nástrojů emitovaných emitenty na rozvíjejících se trzích může být ovlivněna počtem tvůrců trhu, kteří mohou investiční nástroje ovlivňovat na základě informací obsažených v dokumentu.

Zvláštní ustanovení týkající se Rakouska

Zmíněný dokument nelze pokládat za veřejnou nabídku ve smyslu zákona o kapitálovém trhu “Kapitalmarktgesetz” („KMG“) ani prospekt ve smyslu KMG nebo zákona o burze cenných papírů „Börsengesetz“. Dokument není možné pokládat za doporučení ke koupi nebo prodeji investic ve smyslu zákona o dohledu nad cennými papíry „Wertpapieraufsichtsgesetz“. Dokument nenahrazuje poradenství týkající se koupě nebo prodeje investičních nástrojů. Pro účely poradenství týkajícího se koupě nebo prodeje investičních nástrojů kontaktujte svoji banku.

Zvláštní ustanovení týkající se Spojeného království Velké Británie, Severního Irska (UK) a Jersey (Channel Islands)

Dokumenty jsou schvalovány a vydávány Raiffeisen Bank International AG („RBI“) a RB z důvodu podpory investičních aktivit RBI a RB. RBI, pobočka Londýn je povolena od rakouského dohledového orgánu „Finanzmarktaufsicht“ a podléhá omezené regulaci dohledových orgánů Spojeného království The Financial Conduct Authority. Podrobné informace o dohledu dohledových orgánů Spojeného království nad RBI, pobočka Londýn bude poskytnuta na žádost. Dokument není určen pro retailové investory podle pravidel dohledových orgánů Spojeného království 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 investičních nástrojů. RB a nebo RBI mohou realizovat na vlastní účet investice uváděné v tomto dokumentu nebo související investice anebo mohou vlastnit práva k investičním nástrojům nebo mohou vlastnit investiční nástroje uváděné v tomto dokumentu. RB a nebo RBI mohou jednat jako manažer nebo spolumanažer veřejné nabídky investičních 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. Dokument může být přímo poskytnut ze strany RB International Markets (USA) LLC, registrovaný obchodník v USA („RBIM“) a podléhá tak podmínkám níže stanoveným.

Zvláštní ustanovení týkající se USA a Kanady

Výše zmíněný dokument je určen pouze institucionálním investorům a nepodléhá veškerým standardům pro nezávislost informací, které mohou být používány v dokumentech připravených pro retailové investory. Tento dokument byl adresátovi poskytnut ze strany RB International Markets (USA) LLC, U.S. registrovaný obchodník v USA (dále „RBIM“), nicméně byl zpracován pobočkou RBI nebo přidruženou nebo 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, 16th Floor, New York, NY 10036, 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 účinnými v USA. Analytik nebo analytici, kteří připravili dokument, nejsou registrováni nebo kvalifikováni jako analytici podle Financial Industry Regulatory Authority („FINRA“) v USA a nejsou přidružení 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 k datu tohoto dokumentu a podléhají předchozím změnám učiněným ze strany RB anebo RBI bez předchozí výzvy. Informace obsažené v dokumentu byly vytvořeny RB anebo RBI ze zdrojů, o kterých se RB nebo RBI domnívají, že jsou spolehlivé. Nicméně RB nebo RBI ani jiná přidružená společnost nebo jiná osoba nečiní výslovně ani nevýslovně záruky a ujištění s ohledem na přesnost, úplnost a správnost informací obsažených v dokumentu. Investiční nástroje, které nejsou registrovány v USA, nemohou být nabízeny k prodeji a koupi, přímo ani nepřímo v USA nebo USA občanům (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 investičního 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.

Odměna pro analytiky výzkumu

Analytici výzkumu zaměstnaní v RB nebo v RBI nejsou přímo odměňováni podle obchodů s investičními nástroji. Autoři dokumentu jsou odměňováni podle celkové ziskovosti RB nebo RBI (mimo jiné), 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.

Potvrzení analytiků výzkumu

Každý z analytiků RB nebo RBI, který se účastní přípravy dokumentu, prohlašuje, že

- názory vyjádřené v dokumentu přesně odrážejí osobní pohled analytika na předmětné investiční nástroje a emitenty a
- jákolikv část odměny analytika komi přímo nebo nepřímo odvozena od doporučení nebo názoru obsaženého v dokumentu.

RB ani RBI nemají povinnost aktualizovat dokument. Investoři jsou povinni se zajímat o současný vývoj podnikání příslušných emitentů, změny v podnikatelské činnosti emitentů a jiné relevantní faktory. Adresát dokumentu, který má k dispozici výzkumnou zprávu či investiční doporučení nebo na ně spoléhá, vyslovuje souhlas s omezeními vyjádřenými v dokumentech. Dodatečné informace k obsahu dokumentu jsou k dispozici na žádost.

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. Podrobné upozornění podle § 48 rakouského zákona o burze lze nalézt na <http://www.raiffeisenresearch.at>, v části „Disclaimer“. Raiffeisenbank a.s., Hvězdova 1716/2b, Praha 4, Česká republika je oprávněna k distribuci tohoto dokumentu. Raiffeisenbank a.s. upozorňuje na <http://www.rb.cz/financni-trhy/analyzy/disclosure/> na některé souvislosti spojené s investičními doporučeními vypracovanými Raiffeisenbank a.s. Dohledovým orgánem pro Raiffeisenbank a.s. je Česká národní banka, Na Příkopě 28, Praha 4.

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. Investiční doporučení na akcie vybraných emitentů vytváří Raiffeisen Centrobank AG a Raiffeisenbank a.s. je pouze rozšiřuje.
- Raiffeisen Centrobank AG a Raiffeisenbank a.s. jsou součástí konsolidačního celku Raiffeisen Bank International AG. Dohled nad Raiffeisenbank a.s. vykonává Česká národní banka, dohled nad Raiffeisen Bank International a nad Raiffeisen Centrobank vykonávají FMA - Finanzmarktaufsicht a Oesterreichische Nationalbank.
- Raiffeisenbank a.s. rozšiřuje v ČR investiční doporučení Raiffeisen Bank International AG a Raiffeisen Centrobank AG. Informace o Raiffeisen Bank International AG a Raiffeisen Centrobank AG podle Směrnice Komise 2003/125/ES ze dne 22. prosince 2003, kterou se provádí směrnice Evropského parlamentu a rady 2003/6/ES o poctivém předkládání investičních doporučení a zveřejnění střetů zájmů, jsou obsaženy v publikacích Raiffeisen Bank International AG a Raiffeisen Centrobank AG obsahujících investiční doporučení a na webových stránkách Raiffeisen Bank International AG a Raiffeisen Centrobank AG - viz <http://www.rbinternational.com> a <http://www.rcb.at/>.
- V Raiffeisenbank a.s. vytvářejí investiční doporučení pracovníci týmu Ekonomický výzkum (podrobněji viz <http://www.rb.cz/financni-trhy/analyzy/kontakty/>). Jiné osoby nemají k investičním doporučením, na jejichž tvorbě se podílí Raiffeisenbank a.s., před jejich rozšířením přístup. Jméno pracovníka týmu Ekonomický výzkum, který vytvořil doporučení, je vždy uvedeno v dokumentu obsahující předmětné doporučení.
- Tým Ekonomický výzkum náleží do organizační vrchního ředitele divize Treasury & Investiční bankovníctví. Při tvorbě investičních doporučení je nezávislý na obchodních útvarcích banky včetně obchodních útvarců divize Treasury & Investiční bankovníctví. Vzniku střetu zájmů ve vztahu k investičním doporučením brání organizační a administrativní opatření a informační bariéry definované vnitřními předpisy Raiffeisenbank a.s. Postupy při tvorbě investičních doporučení v Raiffeisen Bank International AG, Raiffeisen Centrobank AG a Raiffeisenbank a.s., a spolupráce mezi Raiffeisen Bank International AG a Raiffeisenbank a.s. a mezi Raiffeisen Centrobank AG a Raiffeisenbank a.s. při tvorbě investičních doporučení jsou upraveny vnitřními předpisy Raiffeisen Bank International AG, Raiffeisen Centrobank AG a Raiffeisenbank a.s., zejména předpisem Research Manual.
- Raiffeisenbank a.s. obchoduje s cennými papíry tuzemských emitentů, u nichž se podílí na tvorbě investičních doporučení, i s dalšími investičními instrumenty emitovanými emitenty těchto cenných papírů nebo vztahujícími se k těmto cenným papírům a jejich emitentům. Raiffeisenbank a.s. je tvůrcem trhu akcií emitenta Telefonica O2 Czech Republic na Burze cenných papírů Praha. S emitentem Telefonica O2 Czech Republic má Raiffeisenbank a.s. uzavřenou smlouvu o poskytování investičních služeb.
- Emitenti investičních instrumentů, na něž spoluvytváří investiční doporučení Raiffeisenbank a.s. („Emitenti“), nejsou seznamováni s investičními doporučeními Raiffeisenbank a.s., Raiffeisen Bank International AG a Raiffeisen Centrobank AG týkajícími se jimi emitovaných investičních instrumentů před jejich rozšířením.
- Raiffeisenbank a.s. nemá přímý nebo nepřímý podíl na základním kapitálu žádného Emitenta přesahující 5%.
- Žádný Emitent nemá přímý nebo nepřímý podíl na základním kapitálu Raiffeisenbank a.s. přesahující 5%.