

Komentář

Intervence ČNB proti koruně

11.11.2013

■ Štiplavé otázky k intervenci ČNB proti koruně

Česká národní banka (ČNB) se na základně podzimní prognózy rozhodla „zaútočit“ na korunu a oslabit ji (aspoň prozatím) na 27 Kč za euro. Podle samotné ČNB je cílem tohoto nekonvenčního kroku zabránit deflaci (absolutnímu poklesu cenové hladiny) a vedle toho podpořit ekonomiku a tvorbu pracovních míst. Proč netleskám a nejasám, ačkoliv jsem si vědoma negativních důsledků deflace a naopak pozitivních efektů rychlejšího ekonomického růstu? Nabízím pár vysvětlení:

Načasování – pozdě ale přeci

ČNB přišla s intervencemi „10 minut po dvanácté“. Oslabení koruny na začátku listopadu bude mít jen okrajový vliv na inflaci počátkem roku. Centrální bankéři měli jednu z posledních možností ovlivnit lednovou inflaci na svém srpnovém zasedání a neudělali to... Navíc tehdy jsme si nebyli jisti, zda-li ekonomika opravdu ožívuje. Nyní je oživení ekonomiky potvrzeno tvrdými daty (viz průmysl a objednávky v průmyslu). Listopadové rozhodnutí oslabit korunu mi připomíná snahu **za každou cenu doběhnout už rozjetý vlak**. Centrální banka tak může díky své zpožděné reakci ekonomiku spíš rozkolísat, než stabilizovat.

Zvýšení nejistoty

Podnikatelé se oprávněně bouří proti oslabení koruny v závěru roku, kdy plány a rozpočty na příští rok jsou už téměř dané. Navíc musíme počítat s tím, že **cílová úroveň kurzu se během příštího roku může měnit OBĚMA SMĚRY v závislosti na změně ekonomické prognózy ČNB**. Je pro trh a podniky snazší předvídat tržní vývoj kurzu nebo skokové (ad-hoc) změny kurzu podle prognózy ČNB, do jejíž tvorby vidí jen pár vyvolených? Osobně sázím na to první.

Podpora vývozu a ekonomiky

Můžeme obecně předpokládat, že v případě exportně orientované české ekonomiky vyvážející produkty, po kterých, když zlevní, vzroste poptávka, povede oslabení kurzu ke zvýšení vývozu. To ale k úspěchu nestačí. Za relativně krátkou dobu by měl klesnout i objem dovozu, jinak se bude dovážet stejně ale za vyšší cenu a hodnota dovozu vzroste, bilance zahraničního obchodu se zhorší. Kromě toho nejsou firmy ale povětšinou čistě jen vývozci či dovozci. Nesmíme proto opomíjet tzv. dovozní náročnost české produkce, která zeslabuje pozitivní vliv slabého kurzu na zahraniční obchod. Vliv kurzu na podniky tlumí také jejich proaktivní zajištění právě proti výkyvům v kurzu nebo tzv. přirozené zajištění, kdy podniky v eurech nejen platí, ale zároveň inkasují. Suma sumárum, tyto faktory **pozitivní vliv kurzu na ekonomiku rozmělní**. Příznivý vliv slabého kurzu na zahraniční obchod můžeme čekat až za několik čtvrtletí. V nejbližších měsících může být dopad slabé koruny naopak negativní (jak i předpokládá ekonomická teorie).

Podpora spotřeby – zbožné přání nebo reálná možnost?

ČNB se dost spoléhá na stimulující vliv slabého kurzu na domácí poptávku. Obávám se, že až příliš. Domácnosti mohou na přechodnou dobu sice podlehnout „nákupní horečce“ v obavě před budoucím růstem cen. Ale v situaci, kdy se jejich reálné příjmy propadají, jejich ochota podlehnout nákupní horečce bude malá. Bez růstu reálných příjmů domácností, spotřeba neporoste, spíše naopak. A která firma v ČR může bez problémů svým zaměstnancům závazně přislíbit růst platů, který vykompenzuje očekávané zvýšení inflace,

Komentář

Intervence ČNB proti koruně

když na světových trzích vládne ostrá cenová konkurence někdy až válka? A i kdyby domácnosti přece jen podlehly nákupní horečce před očekávaným zdražením, mohou svoji spotřebu později odložit až na dobu, kdy inflace bude zase nízká. Nemohu tak bohužel souhlasit s předpokladem ČNB, že slabší kurz rozjede spotřebu domácností.

Víc pracovních míst?

Slabší koruna nepřinese v nejbližších měsících viditelnou úlevu na trh práce. K tomu by bylo zapotřebí nejen dlouhodoběji slabší kurz, ale také stabilnější příliv zakázek. Nejdříve přelom jara léta ukáže, jak koruna pomáhá trhu práce.

Pandořina skříňka cílování kurzu

ČNB otevřela Pandořinu skříňku, když se snaží zkombinovat cílování inflace s cílováním kurzu. Jakmile ČNB zahájila intervence, vyvstala otázka, co bude dělat, až nebude slabé koruny třeba? Mezitím, co ČNB bude držet aktivními intervencemi kurz koruny UMĚLE na slabší úrovni, rozevře se propast mezi „cíleným“ kurzem a kurzem, který by býval nastavil trh. ČNB nebude moci ze dne na den skončit s intervencemi, jinak by dopustila přestřelení kurzu koruny k silným úrovním. **Bude muset přijmout „exit“ strategii**, ve které bude aktivně usměrňovat pohyb koruny zpátky směrem k silnějšímu kurzu. V tom okamžiku přestane kurz ekonomice pomáhat a začne ji pro změnu „škodit“. To učitíme nejspíš ke konci roku 2014 a v roce 2015. Může ale nastat situace, kdy přes všechnu snahu inflace neporoste a centrální banka bude muset dál udržovat kurz na slabších úrovních. K cílování inflace se tak přidá cílování kurzu.

Bobtnající bilance – Japonsko náš vzor?

Vedlejším produktem současných intervencí je uvolňování korunové likvidity na trh (tisk peněz proti devizovým rezervám) a bobtnající devizové rezervy. Podle neověřených informací mohla ČNB za první den intervencí nakoupit 3 až 5 miliard eur (od 81 miliard až přes 100 miliard korun). Devizové rezervy tak za jediný den vyskočily z 34,6 miliard korun na cca 40 miliard. Bilance centrální banky se tak posunula z původních cca 23 % HDP na 25,8 %! **Utratí-li ČNB na intervencích dalších 100 miliard korun, relativní velikost bilance Evropské centrální banky a Bank of England (měřeno k jejich HDP) se bude v grafu tísnit pod ČNB! K dosažení relativní velikosti bilance japonské centrální banky (ve vztahu k HDP) bude stačit utratit na devizových intervencích dalších zhruba 370 miliard korun.** Můžeme zatím jen hádat, kolik dní bude ČNB k dosažení této meze potřebovat. Budeme vědět více, až ČNB zveřejní listopadové údaje o devizových rezervách (6. prosince).

Helena Horská, Ekonomický výzkum, Raiffeisenbank a.s., 221 141 413, 725 526 678