

## Dobrodružstvo českej koruny

Najvýznamnejšou udalosťou v našom regióne za posledné týždne bolo uvoľnenie fixného režimu českej koruny. Skončila tak tri a pol ročná „akcia“ Českej národnej banky, počas ktorej držala prostredníctvom devízových intervencií kurz tesne nad hladinou 27 korún za euro.

Rozhodnutie o oslabení koruny pochádza z roku 2013. Vtedy v Európe vládla recesia a hrozila deflácia (nekontrolovateľný pokles cien sťahujúci ekonomiku čoraz hlbšie do recesie). ČNB chcela pomôcť v dvoch smeroch. V prvom rade zamýšľala získať konkurenčnú výhodu pre českých exportérov. Pri slabšej korune mohli znížiť ceny svojej produkcie v zahraničí a zvýšiť tamojšie predaje alebo mohli len jednoducho zvýšiť zisky tým, že by pri nezmenených predajných cenách v eurách či iných menách získali viac korún.

Druhou motiváciou bolo zrýchliť infláciu doma a vyhnúť sa tak deflácií - pri slabšej korune mali byť ceny zahraničných tovarov totiž vyššie. A tak sa 7. novembra 2013 sedemčlenná banková rada Českej národnej banky na čele s guvernérom Miroslavom Singerom rozhodla nepustiť korunu na silnejšie úrovne než 27 korún za euro. Nástrojom sa mali stáť devízové intervencie, a teda priame nákupy devíz Českou národnou bankou za české koruny. Išlo o tzv. nesterilizované operácie, ktoré zvyšujú samotný objem peňazí v ekonomike.

Kurz koruny sa od začiatku roku 2013 pohyboval v rozmedzí približne medzi 25 - 26 za euro, bezprostredne po rozhodnutí ČNB vystrelil na 27. Potom v ďalších dňoch koruna ďalej oslabovala smerom k 27.5 CZK / EUR, kde „plusmínus“ zostala až do nasledujúceho leta v roku 2014. Volatilita bola pritom výrazne nižšia ako v predchádzajúcich rokoch. Neskôr koruna ďalej oslabovala a v januári 2015 dosiahla najslabšiu úroveň od roku 2009, 28.3. V prvej polovici roka prudko posilnila smerom k 27.5 a od leta 2015 sa stabilne pohybovala tesne nad hranicou 27 korún za euro.

Počas tohto posledného takmer dvojročného obdobia koruna čelila tlaku „špekulantov - investorov“. Čím viac sa vzdaloval termín, kedy sa koruna k euru uviazala a teda čím viac sa približoval termín, v ktorom sa mala od eura odviazať, tým boli špekulácie silnejšie. Podiel devízových rezerv Českej národnej banky na HDP prudko narastal. Kým pred intervenciami dosahoval približne 20% HDP či 30% exportu tovarov a služieb, na jar 2017 dosahoval približne 70% HDP a 80% exportu. Objem špekulatívneho kapitálu tak možno odhadovať na približne 60 – 70 mld. EUR, na polovicu súčasných devízových rezerv ČNB. Celkový objem devízových intervencií dosiahol od roku 2013 do roku 2017 približne 75 mld. EUR.

Ďalší vývoj bude ovplyvnený niekoľkými faktormi. Na jednej strane fundamentálnymi, vyplývajúcimi zo samotného vývoja českej a svetovej ekonomiky a na druhej strane trhovými, vyplývajúcimi zo správania účastníkov na finančnom trhu, z výšky a časovania ich investícií.

Z dlhodobého pohľadu je česká ekonomika voči eurozóne v postavení tzv. konvergujúcej alebo približujúcej sa ekonomiky. To znamená, že priemerne rastie rýchlejšie ako eurozóna a české HDP na osobu sa postupne približuje priemeru eurozóny či jej najbližších obchodných partnerov. Ak porovnáme Českú republiku priamo k jednotlivým krajinám menovej únie od jej vzniku v roku 1998, potom česká ekonomika najrýchlejšie dobieha Cyprus, Grécko, Taliansko a Portugalsko (dokonca Grécko a Portugalsko za tie roky už prebehla). Naopak rýchlejšie ako Česko rástli v celej histórii eurozóny len pobaltské krajiny, Slovensko a aj Írsko. Čo je najdôležitejšie, Česko rástlo rýchlejšie ako väčšina veľkých obchodných partnerov z eurozóny vrátane Nemecka, do ktorého smeruje tretina exportu.

Problém ale je, že „sa bavíme“ o veľmi dlhodobom priemernom vývoji. Ak to rozmeníme na kratšie časové úseky, potom zistíme, že nie vždy rastie Česko rýchlejšie, ale len v dobrých časoch, keď eurozóna rastie. A čím vyšší rast dosahuje, tým sa Česko rýchlejšie k eurozóne približuje. A čím sa rýchlejšie približuje, tým viac aj posilňuje česká koruna voči euru. Vtedy panuje na trhu dobrá nálada, krajina priťahuje zahraničný kapitál, český export akceleruje. Produktivita práce sa rýchlo zvyšuje a rastie domáca spotreba. Naopak, v čase recesie sa konvergencia nekoná a neposilňuje ani česká koruna. Dokonca, vtedy často oslabuje.

V prvých rokoch po vzniku eurozóny v roku 1999 malo samotné Česko určité hospodárske problémy a zblížovanie HDP sa nekonalo. Koruna v roku 1999 oslabila a potom sa do roku 2001 dostávala na svoje pôvodné pozície, okolo 34 CZK / EUR. Potom pred vypuknutím svetovej recesie v roku 2002 koruna skokovite posilnila o 15%, v roku 2002 sa dostala pod 29 korún. Počas recesie ale oslabovala a na začiatku roku 2004 sa dostala naspäť k 34 korunám.

Potom sa hospodárska situácia vo svete a aj v eurozóne začala zlepšovať. Česko v roku 2004 vstúpilo do EÚ a naberalo rýchle tempá rastu. Česká ekonomika rástla dynamickejšie ako eurozóna. A tak kým počas recesie dosahoval český HDP na obyvateľa menej ako 65% „pôvodnej“ 12 člennej eurozóny, v roku 2008 už vyše 75%. V tomto období relatívne prudko, približne o 5% ročne, posilňovala voči euru aj koruna. V rokoch 2007 a 2008, tesne pred krízou, začala koruna posilňovať ešte

rýchlejšie a v lete 2008 sa pozrela 23 korún za jedno euro. To bola jej najsilnejšia úroveň vôbec.

V krízových rokoch 2008 a 2009 koruna prudko oslabila nad 29 korún. Prepad ale netrval dlho a od roku 2009 do roku 2011 postupne posilňovala až k úrovni 24 korún za euro. Avšak, v krízových a post - krízových rokoch 2008 až 2013 ale európska a s ňou aj česká ekonomika stagnovali, česká ekonomika sa prestala k európskej približovať. A tak od roku 2012 začala koruna opätovne oslabovať. A keď sa Česká národná banka rozhodovala o intervenciách, česká mena sa pohybovala pod 26 korunami za euro. Banka považovala takúto úroveň za prisilnú.

Od roku 2013 sa hospodárska situácia v eurozóne stabilizovala, ekonomika je aj vďaka kvantitatívnemu uvoľňovaniu zo strany ECB od roku 2015 v opatrnom raste. Česká ekonomika rástla v posledných rokoch, najmä v roku 2015, oveľa rýchlejšie ako eurozóna a k eurozóne sa teda približovala. Je čas, aby česká koruna dobehla zameškané. Je tu „ale niekoľko ale“.

Predovšetkým, v roku 2013 mohla ČNB korunu len zafixovať na aktuálnej úrovni. Ale ČNB to neurobila, oslabila ju o 5%. Túto úroveň považovala za nový normál, fundamentálne, ekonomicky vhodný pre českú ekonomiku. A teda, teraz nejde o korekciu v zmysle V – scenára, ale o len o „obyčajný“ začiatok novej etapy českej ekonomiky.

Ďalej, aj česká ekonomika a aj ekonomika eurozóny aktuálne rastú, ale rast je v slabší ako pred krízou. Vtedy rástla eurozóna o takmer 4% ročne, teraz ledva 2%. Česká ekonomika rástla pred krízou 7%, teraz 2%. Slabší ekonomický rast prináša pomalšiu konvergenciu, a tým pomalšie prirodzené posilňovanie českej koruny.

Česká centrálna banka nedávno avizovala, že po uvoľnení kurzu očakávala silnejšie posilnenie koruny, ktoré malo zastaviť rastúcu (jadrovú) infláciu. A keď koruna posilňovať nebude, vraj bude zvyšovať sadzby aby tak pritiahla kapitál. Avšak, napriek tomu, že základná úroková sadzba centrálnych bánk je podstate totožná (ECB 0.00%, ČNB 0.05%), úrokové prostredie (medzibankové pôžičky, klientske pôžičky) je teraz v českej ekonomike vyššie. ČNB by musela zvýšiť sadzby výrazne. Navyše, zvýšením sadzieb by ČNB lákala len ďalší špekulatívny kapitál, ktorý by chcel zarobiť na posilňovaní neskôr a teda by prípadné posilňovanie českej koruny v neskoršej budúcnosti odovzdala do rúk špekulantom. Mimo chodom, toto by mohlo byť problémom pri hodnotení kurzovej stability pred prípadným vstupom Českej republiky do eurozóny. Lebo posilnenie meny vstupujúcej krajiny sa toleruje, ale oslabovanie nie.

Napokon, už dnes je objem špekulatívneho kapitálu na úrovni asi 60 – 70 mld. EUR. Všetky tieto peniaze čakajú na to, kedy sa koruna dostane na silnejšie pozície, aby investori zrealizovali zisky. Čím je koruna silnejšia, tým je na trhu viac tých ktoré chcú predávať a tým je na trhu viac korún. To ďalšie posilňovanie brzdi. Investori sú v akejsi pasci.

Na druhej strane, silným hráčom na druhej strane trhu je samotná ČNB, ktorá v uplynulých rokoch tlačila veľké množstvo korún, menila ich za devízy a nakupovala likvidné a bezpečné zahraničné cenné papiere. Teraz by mohla vystupovať v opačnom garde – cenné papiere predávať, devízy meniť na české koruny a tvoriť tak dopyt po českej korune, koruna by tak posilňovala. Problémom ale je, že keďže ČNB predávala korunu pri slabších úrovniach a teraz by ju predávala pri silnejších, výsledkom by bola strata. V podstate na úrovni zisku, ktorá by zarobila protistrana. A pri týchto úrovniach kapitálu by bola táto strata enormná. To by mohol byť problém napriek tomu, že cieľom centrálnej banky nie je dosahovanie zisku, ale udržiavanie cenovej stability.

Celkovo, česká ekonomika a najmä investori a aj ČNB sú pripravení na posilňovanie koruny. Smer je teda jasný, koruna by mala posilňovať. Miera s akou sa to bude pravdepodobne diať, by mala byť ale veľmi mierna a postupná.

Čo – to naznačili už pohyby v prvom mesiaci po uvoľnení kurzového záväzku 6. apríla. Absolútne najsilnejšiu pozíciu mala koruna 10. apríla ráno, kedy sa dotkla úrovne 26.500 a následne otočila nahor na slabšie pozície. Naopak najslabšiu mala 27. apríla večer, 27.056 CZK / EUR. To je interval, v ktorom sa koruna pohybovala – na silnejšej pozícii sa rýchlo začali realizovať zisky (rýchlo sa predávali české koruny), na slabšej strane zasa investori prestali české koruny predávať. Do najbližšej zmeny trhového fundamentu alebo do zásahu ČNB je pravdepodobné, že koruna sa bude pohybovať v tomto intervale 26.5 – 27.0 CZK / EUR.

Ak bude (jadrová) inflácia stúpať, ČNB pravdepodobne zasiahne – zvýši sadzby. To potiahne korunu na silnejšie hodnoty. To ale bude len dočasné, nový špekulatívny kapitál by musel prúdiť v takom objeme, aby predčil predaje českej koruny už teraz prítomného špekulatívneho kapitálu. Lebo ten by pri silnejších úrovniach korunu predával.

A je aj niekoľko ďalších faktorov, prečo netreba mať príliš veľké oči. Aktuálne napríklad je ekonomická nálada v eurozóne dobrá, aj očakávania sú podľa viacerých indexov dôvery či napríklad podľa vysokých valuácií na akciových trhoch veľmi pozitívne. A teda, keďže nálada je „dlhodobu priemerná“, skôr príde sklamanie než ďalšie zlepšenie nálady.

Česko aktuálne čelí aj politickej nestabilite. De facto nejde z pohľadu ekonomiky o vážny problém, pretože všetci aktuálni a aj potenciálni hráči sú „systémoví“, ale zahraničný kapitál sa aj tak takýchto situácií vystríha.

V najbližšom roku sa teda dočkáme pravdepodobne len pomalého posilňovania českej koruny. Niekde smerom k 26 korún za euro.

**Richard Tóth**  
Hlavný ekonóm

**Kontakt:** Richard Tóth, Hlavný ekonóm. Tel. +421 2 3226 6531. Fax: +421 2 3226 6910. E-mail: [research@privatbanka.sk](mailto:research@privatbanka.sk), [toth@privatbanka.sk](mailto:toth@privatbanka.sk). Web: [www.privatbanka.sk](http://www.privatbanka.sk).

**Upozornenie:** Vyjadrené názory a pohľady sú stanoviskom autora v čase písania správy. Táto správa vyjadruje len všeobecné stanovisko. Žiadna informácia alebo názor nepredstavuje ponuku na nákup alebo predaj cenného papiera alebo iného finančného nástroja. Správa nie je určená na poskytovanie osobného investičného poradenstva a neberie do úvahy špecifické investičné ciele, finančnú situáciu a osobné záujmy kohokoľvek, kto by mohol túto správu prijať. Hoci sú informácie v správe považované za spoľahlivé, nie je možné zaručiť ich správnosť. Právo meniť akúkoľvek formuláciu kedykoľvek a bez upozornenia vopred je vyhradené. Hodnota cenného papiera alebo iného finančného aktíva a príslušného výnosu môže stúpať alebo klesať a návratnosť investície nie je zaručená. Výkonnosť cenného papiera alebo iného fin. nástroja v minulosti nie je zárukou alebo indikátorom výkonnosti v budúcnosti. Investície na trhoch rýchlo sa rozvíjajúcich krajín sú spravidla kvôli vyššej politickej a ekonomickej nestabilite a nerozvinutému trhu a systému rizikovejšie. Zmeny výmenných kurzov a daňový režim vplyvajú na hodnotu, cenu alebo výnos cenného papiera alebo iného finančného nástroja.