

Koruna je zmrzlá, ale pod ledem už je živo

Česká ekonomika je závislá na exportu a export aktuálně profituje z uměle oslabené koruny. Provázané nádoby přitom pravděpodobně příští rok čeká zásadní zkouška – posílení kurzu české měny poté, co Česká národní banka opustí svůj měnový závazek. Podle Josefa Jeřichy, senior dealera Finanční trhů ČSOB, může přijít konec intervencí dříve, než se všeobecně čeká, a může mít také razantní dopady na kurz. „Situace kolem kurzu koruny dnes vypadá jako takový zamrzlý rybník. Ale pod ledem je živo. Takže buďte připraveni, až ledy pod sluncem povolí,“ vzkazuje Josef Jeřicha s tím, že vždy je lepší mít plán a projít si firemní byznys i případné dopady silnější koruny na jeho fungování s předstihem, než situaci řešit pod tlakem.



Začneme více zeširoka. Někteří úspěšní lidé, kteří jsou aktivní na finančních trzích, přirovnávají dnešní situaci k 30. letům dvacátého století, kdy úspory vymazávala hyperinflace, zatímco dnes jsou to záporné úroky. Investoři jsou ochotni za relativní jistotu nakupovat dluhopisy stabilních států se záporným výnosem, naproti tomu ceny realit rychle rostou. Byla podle vás někdy na trzích větší nejistota, než je teď?

Díval bych se na realitu střízlivěji. Je dobré nesměšovat pohled investorů a zajišťovatelů, tedy firem, které primárně potřebují stabilitu a předvídatelnost pro svůj byznys. Investoři hledají výnos, který je vždy funkcí rizika, a myslím, že větší nejistota, řekněme až paniku, zažívali po pádu investiční banky Lehman Brothers na podzim roku 2008. Tedy v době, kdy naplno propukla finanční krize. Od té doby se zlepšila regulace a ekonomiky se vzpamatovaly. Teď jsou

investoři ochotni investovat i tak, aby si jen uchovali nominální hodnotu svých prostředků. To je věc, která byla dříve nepředstavitelná, kvůli monetárním politikám centrálních bank je z ní nová norma, ale já jsem přesvědčen, že je to jen dočasná situace.

Kdy tedy může období nulových a záporných sazeb skončit?

Řadu let byly ve vyspělých ekonomikách průměrné úrokové sazby kolem pěti šesti procent, což je stav, k němuž nám bude návrat trvat ještě dlouho, ale nakonec si tu vykloubenou končetinu nulových sazeb zase srovnáme. Lidé na to možná už trochu pozapomněli, ale to, že investor teď přemýšlí, jak hlavně o peníze nepřijít, jsou stále ještě následky finanční krize, kterou léčí centrální banky přes nulové sazby. A zatímco USA už se vracejí do normálu, čekají růst sazeb, roste tam inflace a trh práce vykázal velké zlepšení, Evropa je pořád trochu v křeči. Oproti Spojeným státům není zdaleka tak homogenní jak z hlediska ekonomiky, tak mentálně, hůře se proto domlouvá na jasném společném postupu a výsledkem jsou i záporné sazby. Paradoxně to teď vypadá, že země, jako jsme my, které se držely trochu stranou integračního procesu a nechaly si vlastní měnu, udělaly dobře. Měnový kurz je typicky něco, co dokáže do jisté míry krize mírnit. Pokud národní měna oslabí, exportéři mohou lépe zhodnocovat své produkty v zahraničí a v dobrém se to do domácí ekonomiky vrací.

Na druhou stranu existence domácí měny znamená nutnost zabývat se měnovými výkyvy. Co dále aktuálně řeší tuzemský podnikatelský sektor?

České firmy více vyrábějí, začínají přidávat zaměstnancům, protože lidé chybí a prognóza ČNB na příští tři roky říká, že mzdy porostou v průměru o pět procent. Jenže to, že nejistota v podnikatelské sféře zůstala, je vidět na poměrně nízkých firemních investicích. Šéfové mají v hlavě pořád ještě rok 2008 a následný drtivý výpadek zakázek. To je jejich nejistota, byť není tak veřejně a často komunikovaná jako

nejistota pro investory. I proto ČNB vytvořila měnový závazek a samozřejmě všechna její prohlášení vedou k tomu, aby na trhu panovala co největší stabilita, což je ostatně jedno z jejích důležitých posláních. Na druhou stranu intervencemi vytvořila pro podnikatele možná až nezdravý pocit nikdy nekončící jistoty, že euro bude za 27 korun.

„To, že dnes existuje trh pro zajišťovatele, kde si mohou zajistit budoucí kurzy, neznamená, že bude existovat v době, kdy ČNB bude závazek opouštět.“

Takže předpokládám, že se firmy méně zajišťují proti výkyvům. Proč by to ale měly dělat, když guvernér ČNB avizuje, že chce měnový závazek držet někdy do poloviny příštího roku?

Držel bych se oficiálních závěrů z posledního zasedání bankovní rady. Ty zní, že kurzový závazek neprodlouží, že ho opustí v první polovině příštího roku a pravděpodobně podle současných ekonomických parametrů na konci prvního pololetí. Jinak řečeno, ČNB si vždy nechává co nejširší prostor, kdy může kurzový závazek opustit. Vylučuje její formulace, že ho opustí v lednu 2017?

Ne.

Tak vidíte. Takže pokud si firmy vytvářejí scénáře vývoje měnového kurzu na příští rok, musí připustit, že pravděpodobnost opuštění kurzového závazku již na začátku příštího roku není nulová. Pak často nastupuje jejich logická úvaha, že bude stačit, když se zajistí třeba na konci letošního roku. Jenže trhy jsou velmi efektivní, na nejistotu ohledně budoucího kurzu koruny již začínají reagovat, a pokud poroste očekávání, že závazek bude opuštěn dříve, bude již v prosinci zajišťovací kurz EUR/CZK na rok či dva dopředu pravděpodobně výrazně nevýhodnější než dnes. Trhy jsou citlivé a reakce mohou být razantní. To, že dnes existuje trh pro zajišťovatele, kde si mohou zajistit budoucí kurzy, neznamená, že bude existovat v době, kdy ČNB bude závazek opouštět.

Likvidita trhu může zmizet nebo může budoucí (forwardový) kurz dramaticky propadnout.

Dejte příklad.

Dnes prodáte euro za cca 27 Kč. Když se budete chtít proti pohybu kurzu zajistit například s výhledem na jeden rok, dokážeme dnes od klienta nakoupit „budoucí eura“ za zhruba 26,80 Kč. V říjnu 2015, kdy investoři ze zahraničí vsadili na rychlejší zhodnocení koruny, roční forwardové kurzy byly v jeden moment i kolem 26,50 (!) za euro. Jinak řečeno, s blížícím se uvolněním kurzu mohou opět značně růst očekávání na zpevnění koruny, což ovlivní zejména hodnotu zajištění.

Když by firma chtěla držet kurz 27 Kč za euro třeba další tři roky, jak to má udělat?

Pak by si mohla koupit opci na prodej za kurz 27,00, která je poměrně drahá a každá banka ji trochu jinak oceňuje. Alternativou bude uzavření kombinace opcí, tzv. opční struktury, která obsahuje určitou asymetrii či případnou budoucí možnost změny parametrů zajištění. Korporátní klienti z řad například výrobních firem proto často používají jednodušší a přehlednější forwardy, což je kalkulovaná veličina budoucí hodnoty kurzu. Forwardové zajištění je transparentní a vhodné do zajišťovacího účetnictví. Firmy se zaváží, že k budoucímu datu nám prodají eura za předem dohodnutý kurz. Na jedné straně existuje ušlá příležitost, pokud by v budoucnu inkasovaly ze zahraničí eura a kurz by navzdory současnému očekávání ještě oslabil nebo pokud by ČNB intervenovala dál. Mnoho korporátních společností však preferuje zachovat hodnotu eurových cash flows, když koruna prudce posílí

Jak to funguje v praxi?

Je to přehledné, klientovi například nabídneme, že si může aktuálně zajistit pravidelné cash flow na 12 měsíců dopředu za 26,90 Kč za euro s tím, že náš současný expertní výhled je

takový, že koruna po opuštění závazku pravděpodobně posílí v průběhu roku pod 26,00 Kč.

Nevěříte tomu, že ČNB závazek znovu prodlouží?

Myslím, že už žijeme v trochu jiné realitě, než když byl vytyčen. Například bankovní rada má jiné složení a ekonomika vykazuje jiné parametry. Přišel navíc výrazný růst mezd, což byl pro ČNB vždy jeden z hlavních důvodů k opuštění závazku. Nemluvě o rostoucí inflaci, kdy dosažení inflačního cíle (2 %) nemusí být podmínkou opuštění kurzového závazku.

Na jak dlouho se obvykle forwardové zajištění uzavírá?

Nejčastěji na rok až tři, i když v určitých případech dokážeme zajistit kurz i např. na 10 let. Zajišťuje se zpravidla jen část tržeb, do jednoho roku se zajišťuje mezi 50 až 80 procenty salda devizových inkas a plateb, kdy počítáme s určitou proměnnou na obchodních kontraktech. A přirozené zajištění vyplývá také z toho, že firmy samy v zahraničí část eur zase použijí. S delším časem pak logicky podíl zajištění na tržbách klesá. V dlouhodobém horizontu se může objem zakázek měnit, proto doporučujeme zajišťovat menší část například 30%.

„Část klientů se na možné výkyvy připravila jen mentálně, část se rozhodla pro defenzivní strategii, ale nejdůležitější vlastně bylo, že s takovou možností počítali.“

Kolik firem z vašich klientů se zajišťuje?

Zhruba třicet procent. A teď určitě zájem roste, i když tomu tak vždy nebylo. Podnikatelé jsou totiž obvykle ze své povahy hráči a spíše mají tendenci spekulovat na to, že na kurzu vydělají. My jim na to říkáme, že nejsou spekulanti, a že by se měli spíše věnovat svému core byznysu (smích). Často od nich slyšíme, že třeba ještě čekají, že koruna oslabí někam k 27,50 Kč za euro. Na to jim objektivně argumentujeme, že tak slabý už kurz nebyl rok a půl a takto s ním nezahýbal dokonce

ani brexit. Koruna po brexitu krátce oslabila, avšak pouze na 27,20 za euro a po 2 dnech se vrátila zpět na 27, na rozdíl od polského zlotého a maďarského forintu a HUF, které zůstaly pod větším tlakem.



Byl brexit pro finanční trhy velkým šokem?

Byl to typický příklad události, kterou moc lidí nečekalo, ale stala se. Byla to však reálná alternativa, nikoliv nečekaný šok – ne tzv. „černá labuť“. A podobně to je s možným rychlým opuštěním intervencí ČNB vůči koruně. S několika klienty jsme ovšem byli před hlasováním v Británii schopni se vpravit do debaty, co by se stalo s kurzy libry vůči dolaru a euru, pokud by brexit nastal, a taková debata se, myslím, rozhodně vyplatila. Část klientů se na možné výkyvy připravila jen mentálně, část se rozhodla pro defenzivní strategii, ale nejdůležitější vlastně bylo, že s takovou možností počítali. Pomohlo také, že si udělali firemní cvičení „co by, kdyby“ a dali na stůl scénáře. Nejhorší je totiž vše řešit až následně a pod tlakem situace. Pak se často člověk rozhodne špatně.

Jaké je tedy vaše hlavní poselství firmám, které začínají uvažovat nad kurzem koruny a jeho vývojem v příštím roce?

Uvědomte si, že nejistota na trhu ohledně kurzu koruny panuje už teď, byť je trochu skrytá. Existuje celkem reálná možnost, že během jednoho roku bude kurz vůči euru někde kolem 26,50 nebo i pod 26 Kč. Třeba jen v nějakém krátkém období. Ale promyslete si, co to pro váš byznys znamená. Byl by to problém? Přenesete to na zákazníka? Nejlepší je dopředu si vytvořit určitou road mapu možností, což je věc, s níž by ČSOB měla umět dobře pomoci. Lépe se vše řeší v situaci relativního klidu, který ještě panuje, než v době dramatické změny hodnoty exportu české ekonomiky, která podle nás může přijít. Exportéři si musí uvědomit, že trhy budou na blížící se konec intervencí reagovat a opce na zajištění proti posílení budou

stále dražší. Takže doporučuji, aby se firmy dobře zamyslely, jaké jsou jejich možnosti a rizika. Často se nám stává, že jednáme ve firmě s určitým profesionálem, který je se situací obeznámený, ale když nastane nějaký zásadní pohyb na trhu a je třeba rozhodnout, má například dovolenou a nelze se s ním spojit. Naše dlouhodobá zkušenost je, že situace na trhu se prostě změní rychleji, než se zdá či očekává. A proto je pro nás důležité najít s klienty společnou řeč a napojit jejich experty na naše. Může to vypadat nadneseně, ale opravdu rádi hledáme společná řešení, známe řadu úspěšných alternativ a dokážeme pomoci. Prostě – dnes situace kolem kurzu koruny vypadá jako takový zamrzlý rybník. Ale pod ledem je živo. Takže buďte připraveni, až ledy pod sluncem povolí.

Autor: ČSOB Panorama

Foto: Jiří Coufal



Josef Jeřicha, Senior Dealer, Obchodování pro korporátní klienty

UPOZORNĚNÍ: Tento text je základní informací o možném přístupu k zajištění a není výzvou nebo doporučením k uzavření konkrétního obchodu.