EURCZK – kiedy CNB zniesie „*floor*”?

To już ponad dwa lata, od pamiętnej decyzji szwajcarskich władz monetarnych dotyczącej usunięcia poziomu obronnego na parze EURCHF równego 1,20. Wszyscy, którzy choć trochę zajmują się finansami zapewne doskalne wiedzą, co robili w pamiętny dzień 15 stycznia 2015 roku. Takich wydarzeń po prostu się nie zapomina. Mijają dwa lata i inny bank centralny być może zostanie zmuszony do podobnego ruchu. Mowa o czeskim banku centralnym (CNB).

CNB utrzymuje sztywny kurs czeskiej korony do euro na poziomie 27,00 (kurs EURCZK) już od dłuższego czasu. Tymczasem siły rynkowe zdają się jasno wskazywać, że kurs korony jest mocno niedowartościowany. Niemniej w przypadku CNB polityka monetarna jest nieco bardziej przejrzysta, a sam bank centralny gra uczestnikami rynku w otwarte karty. Kiedy zatem można oczekiwać zdjęcia ograniczenia? Pod tym kątem warto zajrzeć do grudniowego oświadczenia banku Czech.

The Bank Board ***decided to continue using the exchange rate as an additional instrument for easing the monetary conditions.*** *It confirmed the CNB's commitment to intervene on the foreign exchange market if needed to weaken the koruna against the euro* ***so that the exchange rate of the koruna is kept close to CZK 27 to the euro****. In line with this, the CNB still stands ready to intervene automatically without any time or volume limits.*

W tym paragrafie CNB wyraźnie podkreśla, że wciąż zostaje utrzymana polityka monetarna wykorzystująca utrzymywanie kursu korony do euro na poziomie 27,00. Jednocześnie bank zapewnił, że jest gotowy w dalszym ciągu na interwencje walutowe, jeśli tylko zajdzie taka potrzeba. Niemniej kluczowe fragmenty znajdują się poniżej.

This decision is based on the message of the CNB's current forecast and on an assessment of newly available information obtained since the current forecast was prepared. ***The forecast assumes that the exchange rate will be used as a monetary policy instrument until mid-2017.*** *Inflation is rising, but is still below the 2% target. According to the forecast, inflation will increase further and slightly exceed the 2% target at the monetary policy horizon.* ***According to the current forecast, sustainable fulfilment of the target, which is a condition for a return to conventional monetary policy, will thus occur from mid-2017 onwards.***

To w tym fragmencie CNB napisał wyraźnie, że **obecna prognoza zakłada, że kurs walutowy będzie wykorzystywany jako instrument polityki monetarnej do połowy 2017**

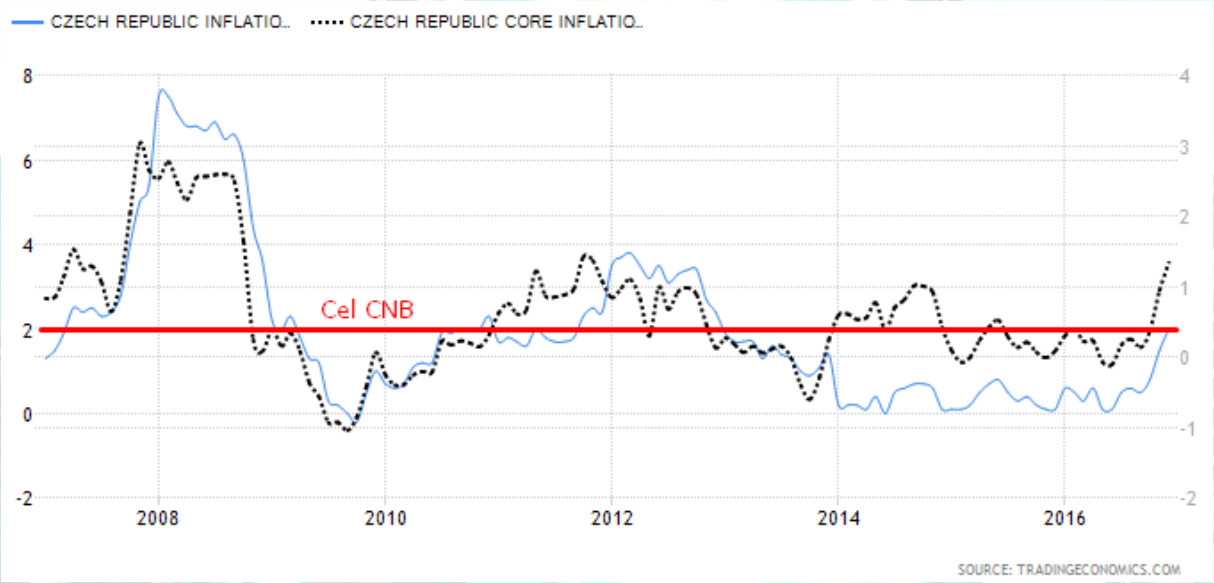
Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)

roku. Co więcej, bank twierdzi, że środowisko sprzyjające realizacji celu inflacyjnego na poziomie 2% pojawi się w drugiej połowie roku.

The Bank Board therefore states again that the ***CNB will not discontinue the use of the exchange rate as a monetary policy instrument before 2017 Q2. The Bank Board still considers it likely that the commitment will be discontinued in mid-2017.***

W ostatnim fragmencie CNB raz jeszcze podkreśla, że kurs walutowy jako narzędzie prowadzonej polityki monetarnej **nie zostanie porzucony przed drugim kwartałem 2017.**

Jak widać retoryka jest zgoła inna w porównaniu do tej, jaką mieliśmy (a raczej nie mieliśmy) w przypadku Szwajcarskiego Banku Narodowego. CNB podkreśla jasno, że najbardziej prawdopodobnym terminem porzucenia tej polityki jest drugi kwartał bieżącego roku. Przejdźmy teraz do analizy kilku kluczowych aspektów, na podstawie których twierdzę, że kurs korony jest mocno niedowartościowany, a EURCZK może pokaźnie spaść po decyzji czeskich władz monetarnych.



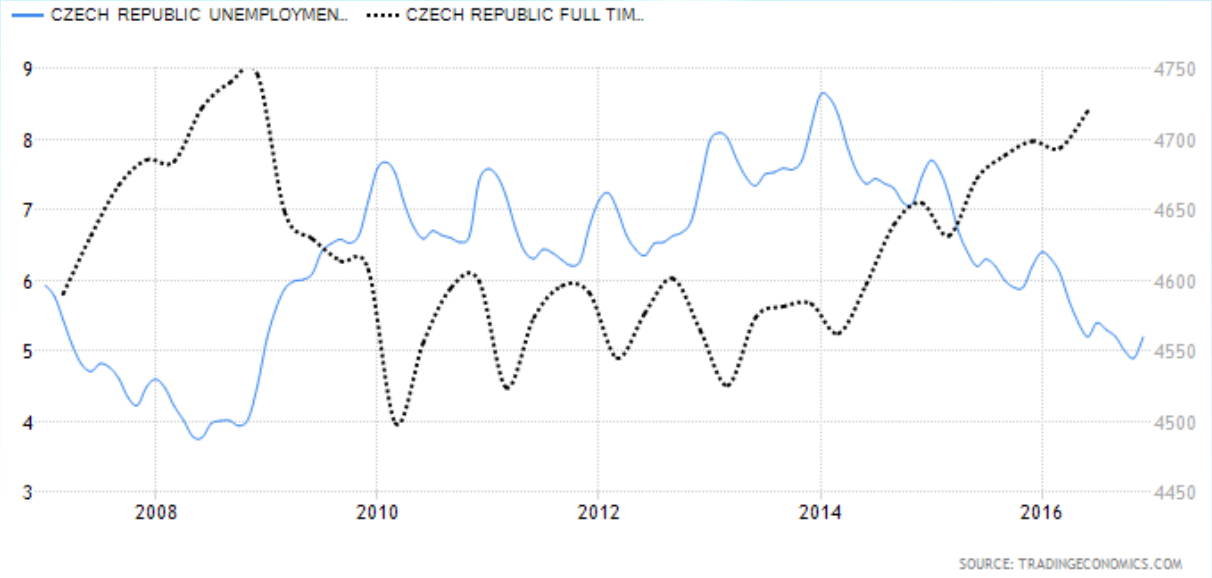
Inflacja CPI i core CPI w Czechach, źródło: tradingeconomics.com

Po pierwsze fakt, na który uwagę zwrócił CNB przy okazji grudniowego posiedzenia, czyli rosnąca inflacja. Wskaźnik CPI w grudniu już uderzył w cel inflacyjny (jeszcze wcześniej, niż zakładały to władze monetarne w grudniu, nie znając wówczas jeszcze tych dnaych). Ponadto należy zauważyć, że rośnie również inflacja bazowa co świadczy o tym, że rosnąca dynamika cen ma charakter nie tylko egzogeniczny wywołany wzrostem cen ropy naftowej, ale i również endogeniczny – spowodowany czynnikami krajowymi. Zatem możemy powiedzieć,

Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)

że cel, dla którego ustanowiono sztywny kurs korony (powrót inflacji na skutek stworzenia relatywnie bardziej konkurencyjnego eksportu do importu) został już osiągnięty.

Wyższa inflacja zachęca zatem do wzrostu stóp procentowych. Prócz tego Czesi mogą pochwalić się jedną z najniższych stóp bezrobocia w całej Unii Europejskiej. W grudniu co prawda bezrobocie nieco wzrosło, aczkolwiek spoglądając na sytuację sprzed kilku lat poczyniony został ogromny postęp.



Stopa bezrobocia i zmiana zatrudnienia na pełen etat, źródło: tradingeconomics.com

Na dodatek widać, że to ilość osób zatrudnianych na pełen etat stanowiła trzon spadającego bezrobocia. Jakby tego było mało siłę rynku pracy pokazuje stopa partycypacji pracy mierząca stosunek zatrudnionych i aktywnie poszukujących zatrudnienia w ogóle siły roboczej. Czechy są jednym z nielicznych państw, gdzie stopa ta na przestrzeni ostatnich czterech lat dynamicznie wzrosła.

Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)

Stopa partycypacji pracy w Czechach (L) i USA (P), źródło: tradingeconomics.com

Dla zobrazowania pokazuję również trend w stopie partycypacji pracy w USA. Należy również zauważyć, że skale są różne. Od 2012 roku stopa ta w USA zmalała o ponad 1pp (to całkiem sporo), z kolei w Czechach wzrosła o około 1,5pp. Zatem w przypadku Czech mamy idealną mieszankę za podnoszeniem stóp procentowych: rosnąca inflacja i zacieśniający się rynek pracy.

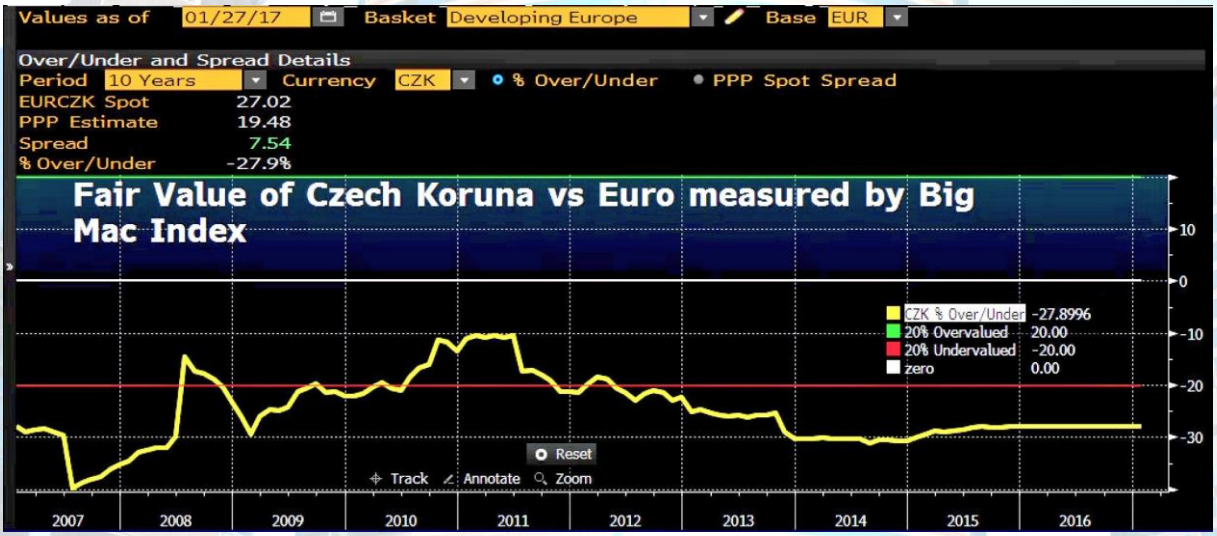
Uczestnicy rynku widzą dane makro i od pewnego czasu bardzo mocno inwestują w pozycje krótkie na EURCZK, oczekując ostatecznego porzucenia kursu obrony pary przez CNB i silnej aprecjacji korony. Póki co ruchy te widoczne są jedynie na rynku terminowym.

Kurs spot i 6-miesięczny forward dla EURCZK, źródło: Bloomberg

Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)

Na powyższym wykresie zaprezentowany został kurs spot EURCZK oraz 6-miesięcny kurs terminowy (*forward).* Wraz z rosnącym przekonaniem inwestorów o silniejszym kursie korony, mocno w górę wspina się popyt na euro w kursie terminowym (co jest wyrażone poprzez ujemne punkty *forward* dla EURCZK, przez to kurs terminowy jest sporo niższy od ceny spot). Mechanizm jest prosty. Obecnie uczestnicy rynku sprzedają na potęgę euro (kupują korony) po to tylko, aby to samo euro móc odkupić za kilka miesięcy (na wykresie powyżej za pół roku) po niższej cenie. Różnica jest czystym zyskiem, a prawdopodobieństwo silniej przeceny EURCZK jest pokaźne.

W tym konkretnym scenariuszu inwestor ma jeszcze prościej, gdyż cena spot jest póki co zakotwiczona przy poziomie 27,00. Zatem, im dalej kurs terminowy od ceny spot, tym większy zysk możliwy do osiągnięcia (inwestor cały czas sprzedaje euro po spocie w rejonie 27,00 mogąc jednak odkupić je w terminie za coraz niższą wartość – kiedy kurs *forward* spada). Na dodatek korony czeskie na rynku międzybankowym mają wyższą stawkę aniżeli euro, dla którego choćby 3-miesięczna stawka LIBOR znajduje się poniżej zera. Tym samym, inwestor zarabiać może symboliczne wartości na oprocentowaniu korony, a na koniec sprzedać je za wyższą cenę, po której je kupował.



Wycena EURCZK na podstawie parytetu siły nabywczej (PPP), źródło: Bloomberg

Na koniec ostatni aspekt pokazujący, jak bardzo niedowartościowana jest czeska waluta. Względem wyceny w oparciu o parytet siły nabywczej (PPP), który bierze pod uwagę rzeczywistą wartość pieniądza w danej gospodarce w korelacji do tejże wartości widocznej w innym regionie, CZK jest niedowartościowana o blisko 30%! Taki poziom widoczny jest co prawda już od dłuższego czasu, niemniej jednak teraz, kiedy władze centralnego banku Czech

Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)

zaczynają otwarcie mówić o usunięciu „*floor*” spod EURCZK, informacja ta daje do myślenia. Jeśli o tyle miałby dostosować się kurs pary wlautowej, wówczas obserwowalibyśmy ruch nawet w kierunku 19,50. Uczciwie pisząc, jest to mało prawdopodobny scenariusz, gdyż wcześniej zapewne CNB wkroczy na rynek, celem redukcji aprecjacji korony po usunięciu ograniczenia na EURCZK.

Tak czy inaczej obrazuje to nam potencjał, że przestrzeni do aprecjacji CZK nie brakuje. Poziom terminowego kursu EURCZK również to potwierdza, choć nie daje aż tak dużej szansy spadku pary.

Na koniec spójrzymy jeszcze na wykres pary, prognozując potencjał do ewentulnego spadku. W mojej ocenie władze Banku Czech mogą pozwolić na spadek co najmniej w kierunku 26,00 lub nawet 25,00.

Kurs spot EURCZK, źródło: Investing.com

Jeśli chodzi o umieszczanie zleceń obronnych dla pozycji krótkich to minimalny stop loss, wydający się mieć sens powinien być zlokalizowany w okolicy 27,20. W takim układzie otrzymujemy bardzo korzystny stosunek zyku do ryzyka. Jednocześnie należy oczekiwać, że przestrzeń do choćby korekcyjnego odbicia pary jest niemalże zredukowana do zera, biorąc pod uwagę jak bardzo uczestnicy rynku nakierowani są na sprzedaż EURCZK i jego odkupowanie w transakcji *forward*.

Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)

Arkadiusz Balcerowski

E-mail: kontakt@insiderfx.pl
Tel.: 793 385 825

Śledź media społecznościowe InsiderFX

Facebook
Twitter
GooglePlus
YouTube

Przedstawione w powyższych analizach treści, sporządzone z najwyższą starannością i według najlepszej wiedzy autora, mają charakter wyłącznie informacyjny. Nie stanowią one porady inwestycyjnej, ani rekomendacji w rozumieniu rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715) w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Autor nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie powyższych danych, ani za szkody poniesione w ich wyniku.

Kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakiejkolwiek formie treści zawartych w niniejszym dokumencie bez zgody autora jest zabronione i stanowi naruszenie praw autorskich (podstawa: Dz.U. 1994 Nr 24 poz. 83 i Dz.U.94 nr43 poz.170)