

EUR/CZK: Strach z finanční nákazy v. silné fundamenty

	10 Q2	10Q3		10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
EUR/CZK (průměr)	25,6	25,0	↓	24,5	24,6	24,6	24,4	24,0
EUR/CZK (konec období)	25,3	24,6	↓	24,0	24,6	24,6	24,0	23,8

- Problémy eurozóny s Řeckem nakonec zasáhly i českou korunu. Vidina druhých Lehman Brothers v podobě katastrofální řetězovité nákazy šířící se jihem eurozóny vyhnala investory načas do superbezpečných aktiv. Přijetí mega záchranného balíku pak ale rychle obrátilo pozornost zpět k pozitivním domácím fundamentům a česká koruna se vrátila na výsluní přízně investorů.
- Zdravý vývoj české ekonomiky je důsledkem navázání na fundamentálně silnější části eurozóny – Německo. Potvrzující se oživení by proto v Česku mělo být silnější než v eurozóně jako celku. Navíc bude v tomto roce oživení tažené zahraničním obchodem a s tím spojeným zlepšováním vnější rovnováhy, kterému navíc pomůže i rostoucí tok peněz z Bruselu. Proto věříme, že v ročním horizontu může pár EUR/CZK atakovat hladinu 24,0.
- ČNB svým překvapivým květnovým snížením sazeb pravděpodobně vystřílela veškerou municí. Politika centrální banky by tak již neměla mít na korunu přímý negativní vliv. Pouze fakt, že má Česko nejnižší sazby v regionu, bude korunu brzdit v časech regionálního optimismu, a může tak nakonec v průběhu roku 2010 zaostávat za svými sousedy (především polským zlotým).
- Pro náš pozitivní scénář vidíme dvě zásadní rizika. Na prvním místě krach záchranných prací v Řecku, ať už kvůli odporu Řeků nebo zachránců. Finanční nákaza v eurozóně by znamenala i pro korunu prudké ztráty srovnatelné s výprodeji na začátku roku 2009. Druhým, i když o mnoho řádů nižším, rizikem jsou květnové volby a ochota nově vzešlé vlády držet veřejné finance na uzdě.

Výhled – klíčové faktory

1) Strach z finanční nákazy a koruna

Rizika spojená s osudem Řecka dokázala česká měna po delší dobu poměrně dobře ustát. Situace se ale změnila ve chvíli, kdy začal reálně hrozit scénář finanční nákazy šířící se napříč eurozónou.

Hrozba státního bankrotu a s tím spojené reminiscence na pád Lehman Brothers vedla k panickému úprku do „superbezpečných“ aktiv – tedy především amerických a německých dluhopisů. V důsledku toho se dostal pod prudký tlak i celý středoevropský region.

Přijetí záchranného mega-balíku v hodnotě 110 mld. EUR pro Řecko a 720 miliard EUR pro zbytek eurozóny, poměrně rychle přitáhlo pozornost zpět k solidním domácím fundamentům (viz bod 2 fundamenty). **Česká ekonomika je totiž navázána na zdravější jádro eurozóny – Německo.** To je vedle Číny světovým exportérem číslo jedna a dokáže velice solidně využít probíhajícího globálního oživení. **Pokud se tedy zklidní napětí kolem předlužených členů eurozóny, měla by to koruna ocenit.**

Hrozbou pro celý region je ale bezesporu krach záchranných prací na jihu Evropy. Rizika mají dvojí povahu. V první řadě může řecké veřejnosti či stádalům dojít trpělivost a Řecko může podobně jako Argentina v roce 2002 i za asistence MMF zbankrotovat. Druhé riziko leží v neochotě některých členů eurozóny podílet se dále na záchranných balíčcích pro předlužené země. Pokud by došlo ke katastrofálnímu scénáři a ať už z jakéhokoliv důvodu by došlo uvnitř eurozóny k nekontrolované finanční nákaze, pak by koruna prošla podobně tvrdým výprodejem – zřejmě podobným tomu po pádu Lehman Brothers.

2) Pozornost se nakonec přesune k solidním domácím fundamentům české ekonomiky

Nicméně pokud strach z finanční nákazy pomine, měla by se pozornost přesunout k potvrzujícímu se oživení. Čekáme, že bude silnější než v eurozóně, především díky

tomu, že Česká ekonomika je vázána na zdravější část měnové unie – Německo.

Česká ekonomika by si navíc i v pokračujícím oživení měla uchovat poměrně solidní vnější rovnováhu. Růst totiž bude tažen především oživujícími exporty, zatímco domácí poptávka a na ní vázané dovozy zůstanou více v útlumu. Zahraniční obchod tak může, nehledě na rostoucí ceny dovozů, skončit podobně dobrým přebytkem jako v roce 2009 (140-150 mld. CZK).

Vedle toho může již v tomto roce výrazně zlepšit náš běžný účet saldo hospodaření s Brusel. To je přitom velká novinka. V minulých letech hrály transfery z Unie jen velice omezenou roli. V lednu 2010 ale pomohly běžnému účtu už s +6 mld. korun! Do budoucna se přitom situace bude dále zlepšovat. **V současné chvíli jsou v Česku podány žádosti na čerpání ze strukturálních fondů v celkové hodnotě 836 mld. CZK (22 % HDP) a schváleny jsou již projekty v celkové hodnotě 330 mld. korun (10 % HDP). Tyto peníze do ČR potečou z velké části v nadcházejících třech letech a mohou výrazně vylepšit vnější rovnováhu.** I když konverze nebudou probíhat přímo přes trh, ale přes centrální banku, na koruně by se měly i tak nepřímo pozitivně projevit. Je totiž pravděpodobné, že centrální banka nebude chtít nafukovat své devizové rezervy takovým tempem, a proto alespoň část eur bude chtít sama na trhu prodat. I kdyby ovšem všechna eura kumulovala a rozhodla se za ně natisknout peníze, mohla by silná měnová expanze v budoucnu dohnat českou národní banku k rychlejšímu růstu sazeb. To by se koruně samozřejmě také líbilo.

Sečteno, podtrženo, budoucnost koruny vypadá čistě z pohledu domácích fundamentů slibně. Také centrální banka svým překvapivým květnovým snížením sazeb pravděpodobně vystřílela veškerou municí. Politika ČNB by již neměla mít na korunu přímý negativní vliv. Pouze fakt, že má Česko nejnížší sazby v regionu, bude korunu brzdit v časech regionálního optimismu, a může tak nakonec v průběhu roku 2010 zaostávat za svými sousedy (především polským zlotým).

3) Volby a riziko veřejných financí

Jestliže externím rizikem našeho pozitivního scénáře pro korunu je finanční nákaza v eurozóně, pak hlavní domácí riziko představuje politická situace po volbách a především povolební vývoj veřejných financí.

Na konci května nás čekají předčasné parlamentní volby, po kterých budou na podzim následovat komunální a senátní volby. Politický výsledek bude rozhodující pro další osud veřejných financí. I v roce 2010 totiž dál rychle poroste

veřejný dluh a vyšplhá se nad 40 % HDP. Z ratingových agentur již přitom zní varování, že rychlý růst dluhu nemusí být do nekonečna tolerován. V Česku se přitom již delší dobu odkládají nezbytné střednědobé reformy spojené s vysokým podílem mandatorních výdajů na rozpočtu. Současný rychlý růst dluhu (který je sice sám o sobě na evropské poměry nízký) ovšem manévrovací prostor pro nezbytné reformy snižuje. **Pokud tedy po parlamentních volbách vznikne koalice, která se k řešení rozpočtových problémů postaví zády, hrozí Česku reálné zhoršení výhledu na rating nebo dokonce jeho snížení. To by se dříve či později odrazilo i na slabší české koruně.** Ztráty by ale pravděpodobně byly pouze dočasné, neboť uvolněnější fiskální politika by byla kompenzována přísnější politikou ČNB.

