

## EUR/CZK: Strach z „W“ může korunu brzdit v rozletu

	10Q3		10Q4		11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
EUR/CZK (průměr)	25.3	↑	24.8	↑	24.6	24.6	24.4	24.0
EUR/CZK (konec období)	24.8	↑	24.5	↑	24.6	24.6	24.0	23.8

Šipky značí změnu oproti minulému výhledu

- Napětí kolem slabších členů eurozóny přestalo na korunu dopadat po schválení megazáchranných balíků a po několika úspěšných aukcích dluhopisů postižených zemí. Přesto, spokojenost trhů se zdravými českými fundamenty může být ještě zastíněna strachem ze scénáře vývoje růstu světové ekonomiky ve tvaru „W“.
- Až obavy globálních trhů pominou, měla by koruna pádit vpřed za silnými fundamenty. Zdravý vývoj české ekonomiky je důsledkem navázání na fundamentálně silnější části eurozóny – Německo. Česko by proto mělo růst rychleji než eurozóna jako celek. 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 až 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. Naopak fakt, že má Česko nejnižší sazby v regionu, bude korunu brzdit v časech regionálního optimismu, a ta může nakonec v průběhu roku 2010 zaostávat za svými sousedy (především polským zlotým).
- Příjemnou změnou je také otáčení rozpočtového kormidla směrem k výraznějším úsporám. Nová vláda chce dostat deficit pod 3 % HDP do roku 2013. Výsledkem je, že ratingové agentury nevyklučují vylepšení hodnocení Česka.

### Výhled – klíčové faktory

#### 1) Strach z finanční nákazy se střídá s obavami ze zpomalení globální ekonomiky

Hrozba státního bankrotu Řecka a nebezpečí přelití problémů do Španělska a Portugalska vedla v dubnu a květnu k panickému úprku do „super-bezpečných“ aktiv – tedy především amerických a německých dluhopisů. V důsledku toho se dostal pod prudký tlak i celý středoevropský region včetně devizových trhů.

Přijetí záchranného mega-balíku v hodnotě 110 mld. EUR pro Řecko, 720 miliard EUR pro zbytek eurozóny a pár úspěšných aukcí dluhopisů ve Španělsku a Portugalsku smetlo obavy z nejčernějších scénářů. Ve střední Evropě i na české koruně se tak pozornost rychle stočila 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 se velice dobře poprat o růstové exportní trhy. Pokud se tedy zklidní napětí na globálních finančních trzích, měla by koruna dále posilovat.

Globální rizika bohužel stále zůstávají na stole, byť jen v trochu pozměněné podobě. Na jednu stranu sice pominul strach z akutně hrozícího bankrotu některých slabších zemí eurozóny, finanční systémy ale ještě budou potřebovat v nejslabších místech (Řecko, Španělsko) do-kapitalizovat způsob jakým se Evropa zhostila stress testů, které zatím nebudí velkou důvěru. Druhým rizikem je, že úsporná opatření v eurozóně, v kombinaci s vyprcháním fiskálních stimulů v USA, stáhnou ekonomiku k tzv. druhému dnu, resp. růst HDP v USA a EMU v druhé polovině roku 2010 spadne do červených čísel. Ačkoliv my věříme „pouze“ ve výrazné zpomalení globální ekonomiky v druhé polovině roku 2010, rizikem je, že trhy mohou být pod palbou zhoršujících se makro-čísel z obou břehů Atlantiku nervózní, což se projeví i ve slabších hodnotách středoevropských měn. I proto dobré domácí fundamenty může ještě nějakou dobu překrývat globální napětí.

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

Nicméně pokud globální strach pomine, měla by se pozornost přesunout k potvrzujícímu se oživení. Čekáme, že růst bude silnější než v eurozóně (2,5 % versus 1,1 % v roce 2011), především díky tomu, že česká ekonomika je vázána na nejzdravější 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. Tomu pomůže i rozpočtově ukázněná politika nové vlády (viz bod 3). Zahraniční obchod tak může, nehledě na rostoucí ceny dovozů, skončit opět rekordním přebytkem (160 mld. CZK v roce 2010, 170 mld. v roce 2011).

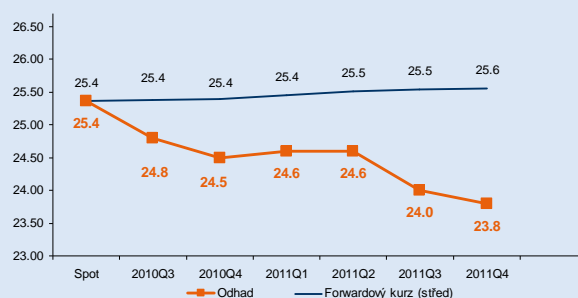
Vedle toho může již v tomto roce výrazně zlepšit náš běžný účet saldo hospodaření s Bruselem. To je přitom velká novinka. V minulých letech hrály transfery z Unie jen velice omezenou roli. V lednu 2010 ale pomohly běžnému účtu už s +6 mld. korun! Do budoucna se přitom situace bude dále zlepšovat. **V současné chvíli jsou v Česku podány žádosti na čerpání ze strukturálních fondů v celkové hodnotě 875 mld. CZK (23 % HDP) a schváleny jsou již projekty v celkové hodnotě 349 mld. korun (11 % 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, potvrzeno, budoucnost koruny vypadá čistě z pohledu domácích fundamentů slibně. A to jsme ještě nevzali v potaz pozitiva plynoucí z rozpočtové střídmosti nové vlády (viz bod 3). Naopak pokud jde o měnovou politiku, tak má za to, že ČNB svým překvapivým květnovým snížením sazeb pravděpodobně vystřílela veškerou municí proti koruně. Politika ČNB by tudíž již neměla mít na korunu přímý negativní vliv. Naopak fakt, že má Česko nejnižší sazby v regionu, by měl korunu brzdit v časech globálního (a tedy i regionálního) optimismu, a ta tak může nakonec v průběhu roku 2010 zaostávat za svými sousedy (především polským zlotým).

### 3) Domácí rozpočtové kormidlo se otáčí správným směrem

Předčasné parlamentní volby skončily vítězstvím stran pravého středu, které podle svého programu hodlají šetřit. Česko navíc zdaleka není v pozici Řecka nebo jiné fiskálně-problematické země. Kombinace nízkého veřejného dluhu s rostoucími přebytky soukromých úspor (běžného účtu) vytváří dostatečně komfortní prostor k promyšlené reformě veřejných rozpočtů, při které nemusí "téct krev". Nový kabinet si v tomto směru vytkl reálný cíl snížit schodek pod 3 % do roku 2013. Tempo snižování o necelý procentní bod ročně je velice rozumné a nijak neohroží probíhající oživení ekonomiky. Snižování schodku jde navíc z velké části na vrub osekávání administrativních výdajů a sociálních transferů a neměly by se zvyšovat již tak vysoké přímé daně. Vláda se navíc rozhodla rozhybat léta zamrzlou penzijní reformu. Sečteno, potvrzeno, pro trh je to výborný reformní koktejl a líbí se i ratingovým agenturám, které začínají připouštět možnost lepšího hodnocení, což je samozřejmě voda na mlýn české koruny.

EUR/CZK - Odhady ČSOB a forwardové kurzy  
(údaje ke konci období, spot 20.7.2010)



Informace obsažené v tomto dokumentu poskytuje Československá obchodní banka, a.s. v dobré víře a na základě pramenů, které považuje za správné, důvěryhodné a odpovídající skutečnosti. Přesto ani Československá obchodní banka, a.s. ani žádný z jejích zaměstnanců či zmocněnců nepřebírá žádnou právní odpovědnost ani záruku vůči klientovi za jakoukoliv informaci, která je obsažena v tomto dokumentu a zároveň Československá obchodní banka, a.s. nečiní žádné prohlášení ohledně přesnosti a úplnosti těchto informací. Československá obchodní banka, a.s. také nepřebírá jakoukoliv odpovědnost za případnou ztrátu nebo škodu, kterou může klient utrpět. Bez předchozího souhlasu Československé obchodní banky, a.s. nelze tento dokument ani jeho části kopírovat nebo dále šířit.