

# Nová prognóza kurzu koruny

Stabilita do konce roku, dlouhodobé posilování

2. srpna 2005

## PROGNÓZA - ČÍSLA

### Čtvrtletní prognóza

Průměr	3Q05	4Q05	1Q06	2Q06	3Q06	4Q06
CZK/EUR	30,1	30,1	29,8	29,7	29,5	29,4
CZK/USD	24,9	24,7	23,8	23,2	22,8	22,5

### Dlouhodobý výhled

Průměr	2004	2005	2006	2007	2008	2009
CZK/EUR	31,9	30,1	29,6	29,0	28,5	28,0
CZK/USD	25,6	24,1	23,1	22,6	22,4	22,0

## PROGNÓZA - PŘÍBĚH

### Determinanty vývoje

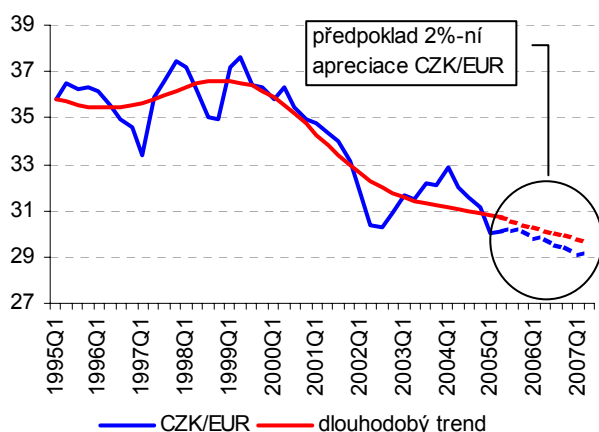
	Dlouhodobé	Střednědobé	Krátkodobé
<b>Posílení</b>	Konvergence	Obchodní bilance	
<b>Oslabení</b>		Odliv dividend, Úrokový diferenciál	Regionální sentiment, Averz k riziku

### 1. Dlouhodobé faktory

Konvergence české ekonomiky k zemím EU15 se projevuje vyrovnáváním cenových relací obchodovatelných a neobchodovatelných statků. Ceny v ČR jsou na nižší úrovni než v EU15, proto se toto vyrovnávání projevuje posilováním reálného kurzu. To znamená, že inflace u nás je vyšší než v zahraničí a/nebo posiluje nominální kurz koruny.

Nyní je průměrná úroveň českých cen na úrovni cca 50% cen v EU15. Předpokládáme, že proces dohánění cen bude pozvolný (cca 15-20 let). To implikuje rovnovážné posilování reálného kurzu o 1,5-3% ročně. Z počátku předpokládáme, že konvergence bude rychlejší a bude se více projevovat přes kurz. Rovnovážné tempo posilování nominálního kurzu bude proto v následujících letech dosahovat cca 2%.

### Rovnovážný nominální kurz: 2%-ní posilování



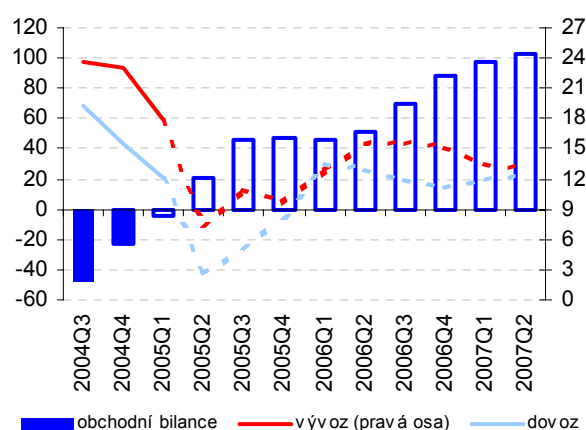
Se vstupem do ERM II (předpoklad: 2009) a následně do Eurozóny (předpoklad: 2011) bude nominální kurz zafixovaný, proto se konvergence bude projevovat pouze vyšší inflací v Česku než v EU15.

### 2. Střednědobé faktory

#### a) Obchodní bilance

Odhadujeme, že poprvé v historii ČR obchodní bilance letos skončí v černých číslech, cca 50 mld. Kč. Příští rok by měl být ještě lepší, cca 90 mld. Kč.

### Deficit obchodní bilance (kumulativně, mld. Kč) a růst reálných vývozů a dovozů (%)



Co stojí za naší prognózou rekordní bilance? Náš odhad je založen na hypotéze, že po vstupu do EU došlo ke dvěma významným změnám: (i) zvýšila se vnímaná kvalita českého zboží (EU made) a (ii) snížila se dovozní náročnost českého zboží (zahraniční dodavatelé zde mají už tolik zákazníků, že se jim vyplatí v ČR postavit továrnu). Obchodní bilance bude tlačit na posilování koruny.

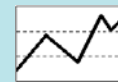
V případě, že naše hypotéza – vnímaná kvalita a nižší dovozní náročnost – je mylná a přebytek obchodní bilance bude nižší, pak koruna bude posilovat pomaleji.

#### b) Odliv dividend

S tím, jak investiční cyklus pokročil do fáze „vybírání zisků“, narůstá odliv dividend z ČR. Loni odteklo rekordních 65 mld. Kč (po vstupu do EU došlo k daňovým změnám a byly vyplaceny dividendy za několik let). Letos by měl být odliv nižší, podle našich odhadů cca 45 mld. Kč. Odliv dividend se kumuluje na letní měsíce. Dividendy tak budou tlačit na oslabení kurzu.

#### c) Úrokový diferenciál

Záporný úrokový diferenciál odrazuje příliv portfoliového kapitálu. A předpokládáme, že záporný úrokový diferenciál vůči



## Nová prognóza kurzu koruny

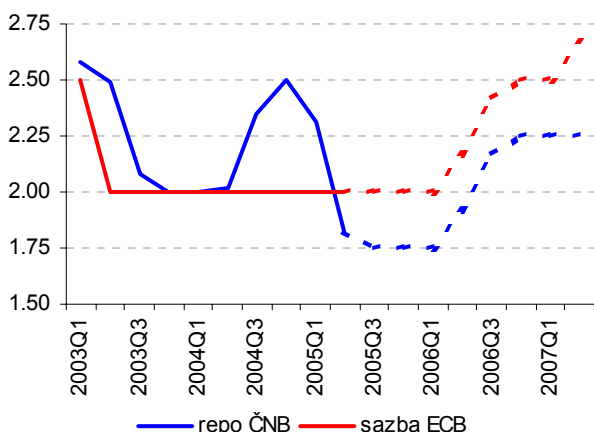
Stabilita do konce roku, dlouhodobé posilování

2. srpna 2005

Eurozóně vydrží do roku 2008. ČNB sice bude zvyšovat sazby (poprvé ve 2Q2006 o 25bb), ale pomaleji než ECB.

Také americké výnosy jsou velmi nízké. Očekáváme, že další zvyšování sazeb Fedem zvýší výnosy na dlouhém konci americké výnosové křivky, což by mohlo vést k odklonu investorů od rizikovějších aktiv a odchodu do kvality (viz dále). To by vedlo k tlakům na oslabení koruny.

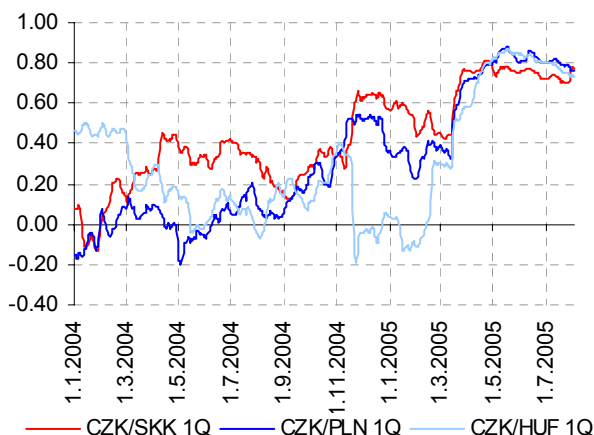
**Repo sazba ČNB a sazba ECB**



### 3. Krátkodobé faktory

Od konce minulého roku můžeme sledovat velmi těsný pohyb středoevropských měn. To dokazuje následující graf, na kterém jsou zobrazeny klouzavé (1Q) korelace mezi korunou a dalšími středoevropskými měnami (SKK, PLN, HUF) – korelace dosahují svých historických maxim. Jaký je důvod? Středoevropské ekonomiky jsou malé a proto (i) velmi citlivé na toky kapitálu a (ii) více vnímány jako jeden region.

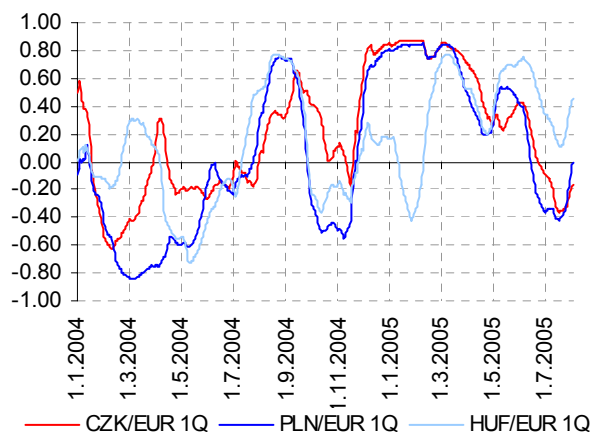
**Kros-korelace regionálních měn**



Globální přebytek likvidity, klesající výnosy amerických dluhopisů a snaha dosahovat vysokých výnosů zvyšovaly

poptávku i po rizikovějších aktivech. Růst jejich ceny a tudíž i pokles jejich výnosů tak vedl k obrácení pozornosti na výnosnější aktiva, mj. i regionální akcie a dluhopisy. Tento efekt byl umocněn očekávaným posílením těchto měn zvyšující očekávaný výnos. Důvod? Změnil se makro pohled na region po vstupu do EU: „vstup do EU pomůže těmto ekonomikám, ty porostou rychleji a kurz bude moci rychleji posilovat“. Jak je vidět na obrázku níže, korelace mezi rizikovou přírůzkou (měřena jako rozdíl mezi rizikovými BBB dluhopisy a AAA dluhopisy amerických podniků) a regionálními měnami se vyšplhala na vysoké úrovně v závěru minulého roku. Nicméně po březnové korekci a zvýšení rizikové přírůzky (mj. vliv Fordu a GM) se vliv poklesu rizikové přírůzky vyčerpal.

**Korelace rizikové přírůzky a regionálních měn**



Co se ale podle nás nevyčerpal je vnímání regionu jako celku. Proto si např. myslíme, že riziko vyplývající z voleb v Polsku (28. září) mohou vést k regionálnímu odlivu s negativním dopadem na korunu.

**Viktor Kotlán**  
Hlavní ekonom  
vkotlan@csas.cz

**David Navrátil**  
Analytik  
dnavratil@csas.cz