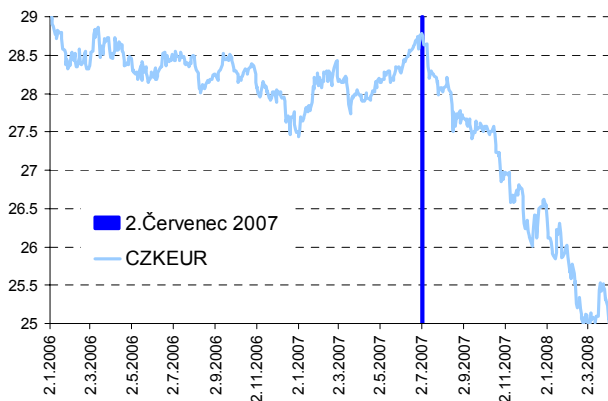


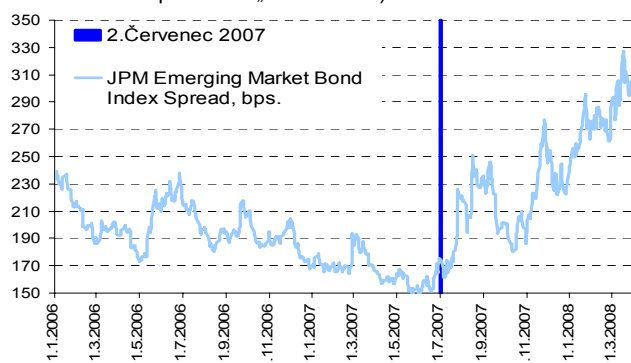
Hádanka jménem CZK aneb proč stále věříme oslabení?

Koruna na houpačce - co rok dal

- Koruna má za sebou rušný rok, je čas rekapitulace a nástinu toho, co můžeme od nevyzpytatelné kačky čekat do budoucna. Zejména v období, kdy se zdá, že létá z extrému do extrému a kdy už se pomalu ani neví, jestli se mají zajišťovat importéři nebo exportéři, je to stěžejní otázka.
- Začneme pohledem do minulosti – co posledních 12 měsíců? Obrázek vydá za 1000 slov, takže:



- Koruna v první polovině loňského roku spíše oslabovala, a to i navzdory tomu, že fundamentálně byla ekonomická situace (a její výhled) spíše nakloněna posilování. Nízké úrokové sazby a extrémně nízká averze k riziku v první polovině roku stále nahrávala carry obchodům – obchodům, využívajícím úrokový diferenciel mezi (v tom čase stále ještě) nízkou úročenou korunou a jinými měnami.
- Námí avizované posílení koruny skutečně přišlo, a to s propuknutím první vlny kreditní krize ve Spojených státech. K počátku rozvažování carry obchodů (a tudíž ke zpětným nákupům české měny) tak došlo počátkem července 2007 poté, co problémy 2 hedge fondů Bear Stearns odkryly, jak hluboké problémy spjaté s americkými hypotékami jsou. Právě propuknutí krize se (mimo jiného) zrcadlila v růstu (z historického pohledu v „normalizaci“) rizikové averze:

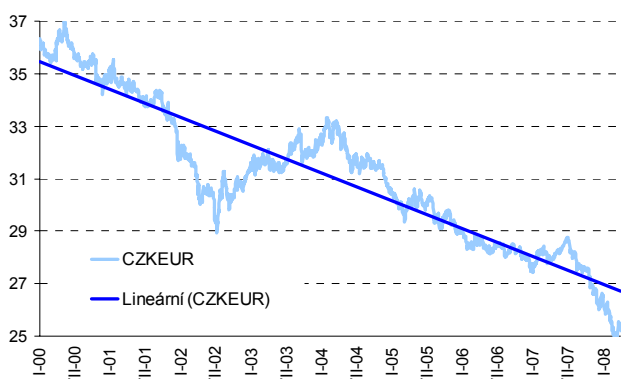


- Problémy v Americe se během podzimu dále vyhroutily, odpisy amerických a evropských bank z titulu investic do dluhových cenných papírů vázaných na americké hypotéky dosáhly několik stovek miliard dolarů. Poptávka po hotovosti ze strany bank ochromila mezibankovní trh, centrální banky byly nuceny pomáhat jak snížením sazeb (Fed) tak dodáváním likvidity. Obavy z přelítí krize do reálné ekonomiky (což se nakonec v roce 2008 potvrdilo) vyvolaly tlak na dolar a jeho bezprecedentní sesun až téměř k 1,60 vůči EUR.
- Úprk investorů z dolaru, podporován teorií de-couplingu (existence dalších relativně nezávislých ohnisek růstu mimo USA), vyústil do hledání bezpečných měn v regionech se silným růstem a nepřímou vazbou na problémovou Ameriku. Koruna – měna s posilující minulostí, měna krajiny s ekonomickou a politickou stabilitou se dostala do hledáčku investorů a rapidně posílila za několik měsíců o cca 3,70 CZK (na co měl vliv do jisté míry i vývoj obchodní bilance a zajišťovací operace ČEZ, ale nejspíš ne takto podstatný), což ji vyneslo mimo fundamentální úroveň.

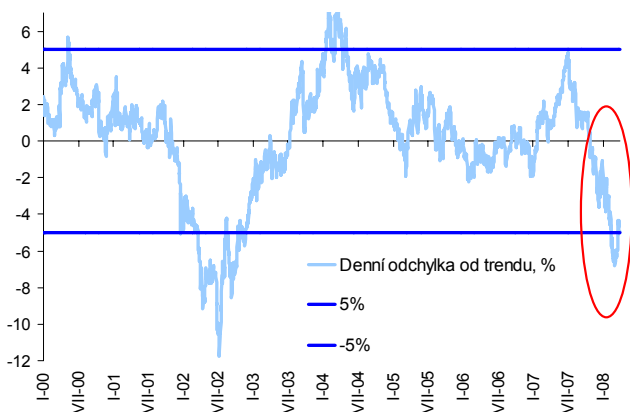
Kupředu, zpátky 'ni krok?

- A co je vlastně fundamentální úroveň? V podstatě je to hodnota kurzu, která (dle zvoleného kritéria) nejlépe odpovídá ekonomickým fundamentům, tomu, kde se ekonomika (v porovnání s vnějším světem) nachází.¹ V delším horizontu by měla koruna k této úrovni směřovat, v meziobdobí se ale může směnný kurz od této hodnoty (mnohdy významně) odchylovat.
- Kde by tedy koruna měla dnes být? Vycházím z toho, že kurz koruny ovlivňuje jak fundament (např. obchodní bilance), tak (očekávaný) inflační a úrokový diferenciel. Nemodeluji ale samotný kurz, spíše odchylku tohoto kurzu od trendu. Jako první aproximace zatím poslouží jednoduchý lineární trend (odhadnutý ze všech dat) – to zohledňuje předpoklad, že zhodnocování české koruny je dáno reálnou konvergencí české ekonomiky a že tato konvergence postupuje stejným tempem (a nebere v potaz možnost strukturálních zlomů v tempu reálné konvergence):

¹ To jsou známé modely (BEER, FEER), které se snaží odvodit rovnovážnou úroveň měny v daném okamžiku od fundamentálních faktorů jako např. produktivita práce nebo čistá devizová pozice krajiny.

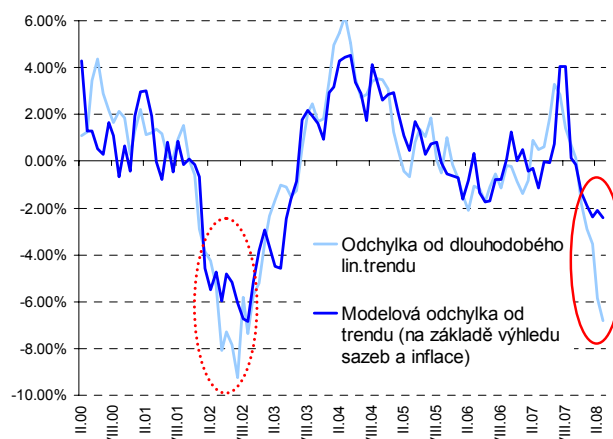


- Jak je vidět, kurz v některých obdobích sleduje poměrně úzce lineární trend, jsou ale období, kdy se od něj ale (i docela podstatně) odchyluje. Denní procentuální odchylky od trendu představují ze statistického hlediska dle DF testu náhodnou procházku (tudíž z definice nejlepší predikcí zítřejší odchylky je ta dnešní) :



- Zatímco říct, KDY se koruna vrátí poblíž trendu, je rigorózně statisticky nemožné, je zde přeci jen něco vidět. Kurz koruny je teď mimo svůj lineární trend, a to podstatně – zhruba o 5-6 procent, což se v historii již párkrát stalo – koruna se pak vždy vrátila blíž svému trendu. Posledně byla koruna mimo svůj lineární trend právě v první polovině roku 2007 – ano, to když pod tíhou carry obchodů oslabovala.
- To ale k uspokojivému zodpovězení otázky „co se s tou kačkou děje“ nestačí – přirozená otázka zde je, kde by tedy koruna měla být vzhledem k očekávanému inflačnímu a úrokovému diferenciálu, a vzhledem k vývoji obchodní bilance. Pomůžeme si jednoduchým modelem, který vychází z následující úvahy – kurz koruny reflektuje budoucí očekávaný vývoj tržních sazeb, inflačního diferenciálu a též fundamentální stav ekonomiky a jeho

vyhlídky. Z toho pramení pak i možné částečné vysvětlení toho, proč kurz nesleduje hezký, nerušený lineární trend (nebo alespoň trend po částech lineární) - očekávání o sazbách a inflaci se dokážou měnit relativně dynamicky. Takže o co jde:



- Jak je vidět, poměrně podstatnou část odchylky od lineárního trendu (ta světlomodrá čára) je možné vysvětlit na základě očekávaného vývoje úrokových sazeb (což je v modelu zakomponováno jako FRA), očekávaného inflačního diferenciálu a obchodní bilance. Tato „modelem odhadnutá úroveň CZK v daném čase“ je ta tmavomodrá čára. V zásadě je jenom pár období, kdy se těmito 3 faktory nedá vysvětlit odchylka od lineárního trendu. Jedním z těch výraznějších období byl rok 2002 (přerušovaná elipsa), kdy se mohutně spekulovalo na konverzi privatizačních příjmů z prodeje Telecomu. Koruna se tak od expost lineárního trendu dostala (u průměrných měsíčních dat) až k zhruba 9% na silnější stranu, z čehož ale zhruba jenom polovina byla zdůvodnitelná zmínovanými faktory (inflace, sazby, bilance), zbytek pak faktory mimo model.
- V současnosti (elipsa plnou čárou) je to podobná situace - CZK by dle našeho modelu měla být 2,4 procenta na silnější straně od svého dlouhodobého trendu, nachází se ale na silnější straně až o (běžnových průměrných) 6,8 procenta. Současná odhadovaná trendová úroveň je něco kolem 26,75, koruna by tak měla v současnosti být na úrovni 26,10 CZK.
- Co by mohlo očekávané oslabení spustit? Jednak odliv dividend (letos čekáme 145 mld. CZK, existuje zde možnost, že to bude i víc kvůli snaze zahraničních vlastníků dostat se v krizi k fin. zdrojům), jednak regionální pohyb (např. problémy některých krajín s vysokými deficity běžného účtu), i když zde by se muselo jednat o skutečně masivní záležitost, aby hnula i českou korunu. Poslední je pak zlepšení vyhlídek americké ekonomiky a návrat investorů k dolaru. Silná česká koruna tak s námi nějakou dobu může zůstat.

