



www.csob.cz

Petr Dufek, e-mail: [pdufek@csob.cz](mailto:pdufek@csob.cz), Jan Bureš e-mail: [jabures@csob.cz](mailto:jabures@csob.cz), Jan Čermák, e-mail: [jcermak@csob.cz](mailto:jcermak@csob.cz)

29. října 2008

## Finanční krize a české ekonomika: otázky & odpovědi

### Finanční krize má evidentní brzdící dopad na ekonomiku eurozóny, jak se to však podepíše na českém růstu?

Chmurné výsledky i vyhlídky západoevropských ekonomik se skutečně postupně začínají odrážet i na výkonu české ekonomiky. S určitým zpomalením se počítalo už předem, nicméně současná finanční krize vystavuje ekonomiky starých členských zemí EU riziku stagnace a v některých případech i recese. Zpomalující exportně orientovaný průmysl, který byl dosud motorem hospodářského růstu ČR, začíná výrazně brzdit a nejnak tomu bude i v dalších měsících. Dopad výrazného zpomalení zahraniční poptávky se nedotkne pouze automobilového průmyslu, ale bude v podstatě plošný. Pokles odbytu spolu s nejistými vyhlídkami v zahraničí nejspíše povede k přehodnocení investičních plánů firem a k ochlazení dosavadního růstu investic. Zhoršená spotřebitelská důvěra spolu s mírným růstem nezaměstnanosti a jen opatrným zvyšováním mezd zase zbrzdí spotřební poptávku. Z tohoto důvodu by proto česká ekonomika mohla dále zpomalit z letošních 4,3 % až na 3,0 % v r. 2009. Rizika dalšího vývoje leží i nadále na západ od českých hranic. Přesto po výrazném zpomalení na konci letošního roku a v prvním pololetí roku příštího by mohl závěr příštího roku být už ve znamení mírného zrychlení tempa ekonomiky. Mimořádným impulsem, který by mohl částečně kompenzovat propady výroby ve stávajících kapacitách, by měl být rozjezd nového závodu automobilky Hyundai na severní Moravě.

### Česká inflace se stále drží vysoko, bude tomu tak i do budoucna?

Nikoliv. Ještě do konce letošního roku můžeme očekávat rychlý pokles meziroční inflace ze současných 6,6 % až na 5 %. Hlavní roli sehráje bazický efekt (vysoký základ z konce loňského roku), ke kterému se nyní přidává výrazné zlevnění pohonných hmot. Začátek příštího roku přinese další výrazný propad inflace až k úrovni 3 %, která je stále ještě cílovou hodnotou ČNB. Ve druhé polovině roku by se již inflace mohla dostat pod tuto hranici. Jedním z hlavních důvodů pro tak pozitivní výhled inflace jsou svým rozsahem menší deregulace (na řadu by dokonce mohlo dojít zlevnění plynu), nižší ceny ropy a především levnější potraviny. Díky zásadnímu snížení cen zemědělských komodit, které v podstatě vymazalo veškeré nárůsty za poslední rok, se vytvořil výrazný prostor pro pokles cen základních potravin. Otázkou už jen zůstává,

jak rychle a v jakém rozsahu proběhne, což zůstává zcela v rukou obchodníků. K příznivějšímu vývoji inflace mohou přispět i nižší ceny dováženého zboží a také slabší spotřebitelská poptávka v obchodech, která může přimět obchodníky k viditelnějšímu zlevňování. Za současných podmínek existuje reálné riziko, že by inflace na konci příštího roku mohla atakovat dvouprocentní hranici.

### Jak na strmý pokles inflace zareaguje ČNB?

Předpokládaný rychlý pokles inflace rozvažuje centrální banka ruce k dalšímu snížení úrokových sazeb. K prvnímu kroku by se bankovní rada ČNB mohla odhodlat už na svém listopadovém zasedání a nemusel by to být s ohledem na slábnoucí růst české ekonomiky pokles jediný. Prostor pro nižší sazby s velkou pravděpodobností vytvoří i ECB, která po říjnové globální koordinované akci, bude ve snižování sazeb pokračovat. Ani snížení hlavní úrokové sazby na 3,25 % by však nemělo být poslední. Pravděpodobné podstřelení inflačního cíle spolu se slabým výkonem ekonomiky totiž umožní snížit tuto hlavní sazbu dále pod úroveň 3 %.

### Projeví se pokles oficiální úrokové sazby v poklesu tržních úrokových sazeb, především pak PRIBORu?

Za normálních okolností se nejkratší úrokové sazby na peněžním trhu jen málo odchylojí od repo sazby ČNB (nyní 3,50 %), přičemž ze spodu by nejkratší sazby měly být ohraničeny diskontní sazbou (nyní 2,5 %), která bankám umožňuje ukládat přebytečnou likviditu a ze shora pak sazbou lombardní (nyní 4,50 %), ze které si naopak banky mohou půjčovat proti kolaterálu likviditu. Delší sazby na peněžním trhu by pak měly odrážet především očekávání, kam by se měla repo sazba centrální banky vydat.

Nicméně zvýšená averze vůči (úvěrovému) riziku vedla k tomu, že sazby na peněžním trhu se významně odpoutaly od repo sazby, přičemž, pokud vezmeme v úvahu očekávání pohybu repo sazby ČNB, je riziková prémie u delších sazeb na peněžním trhu ještě výraznější. Překvapivě přitom je, že ke vzniku této rizikové premie došlo i navzdory tomu, že v českém bankovním systému je na rozdíl od řady jiných zemí postižených finančních krizí stále přebytek likvidity a ČNB ji musí stále skrze repo operace stahovat (je pravdou, že ČNB nyní skrze tzv. dodávací repo poskytuje sektoru likviditu, ale objem

poskytnutých prostředků je ve srovnání s tím co stahuje zatím minimální). Ovšem dostatečná likvidita je pouze nutnou nikoliv postačující podmínkou pro to, aby došlo k poklesu tržních úrokových sazeb. Jak ukazuje situace v USA, eurozóně či Velké Británii, centrální banka sice může obrazně řečeno (zajištěním likvidity) přivést koně (komerční banky) k řece, avšak nemůže jej donutit k tomu, aby se napil (resp. aby si mezi sebou půjčovaly).

K vymizení rizikové prémie u PRIBORu, resp. k poklesu tržních sazeb, tedy dojde v okamžiku kdy se banky zbaví obav z úvěrového rizika a začnou si opět půjčovat bez zajištění. Tento proces je do značné míry spojen s tím jak se bankám ve vyspělých zemích podaří rekapitalizovat po ztrátách, které dosud utrpěly. Je třeba počítat s tím, že tento proces bude trvat spíše měsíce či čtvrtletí, než týdny či dokonce dny.

### Jaký zamíchá finanční krize s českou korunou?

Česká koruna zažívá v posledních týdnech pravé rodeo. Relativně nízká likvidita devizového trhu způsobuje, že jakékoliv větší objednávky k nákupu nebo k prodeji vyvolávají prudké pohyby. Proto jsme se rozhodli dát dohromady určitou bilanci toho, jak koruna do dneška proplouvala finanční krizí a co lze ve světle posledních pohybů čekat dál.

Česká koruna v počátku globální finanční krize těžila ze dvou skutečností – v první řadě si získala pověst bezpečného přístavu nezávislého na probíhající hypotéční krizi v USA, v druhé řadě pak podobně jako ostatní měny v regionu těžila z propadů dolaru, z kterého masivně v první polovině roku odtékaly peníze.

Situace se ale změnila s tím, jak se finanční krize začala šířit do západní Evropy. Česká koruna jednak s rychlým zhoršováním hospodářské situace u nejbližších obchodních partnerů (eurozóna a speciálně Německo) postupně ztrácela postavení „bezpečného“ ostrova. Současně výsokce povýšil na atraktivitě americký dolar a krátkodobý spekulativní kapitál, jehož příliv pomohl koruně

k novým maximům v prvním pololetí 2008, v druhém pololetí zase rychle odtekl. Posledním negativním faktorem v řadě byl přímý dopad globální likviditní krize na některé země v regionu, konkrétně Maďarsko, Ukrajinu nebo Pobaltské ekonomiky. Vysoký zahraniční dluh a schodky běžného účtu platební bilance dostaly tyto ekonomiky do problémů s financováním. I když česká ekonomika žádným podobným neduhem netrpí (jeden z nejnižších zahraničních dluhů v celé Evropě), nervozita a výprodej se z Maďarského trhu přelily i na českou korunu.

Podobná atmosféra strachu a nejistoty okolo osudu některých našich sousedů může korunu udržet pod tlakem do konce tohoto roku. Konce roku navíc obecně bývají na trzích spojeny spíše s nedostatkem likvidity, což může platit o to víc v dnešním případě. Těžké hledání protistran tak může na trzích jenom udržet dnešní extrémní výkyvy všemi směry. Rok 2009 by ale měl být o poznání optimističtější a současnou negativní korekci vnímáme spíše jako příležitost k zajištění dlouhodobějších otevřených eurových pozic.

K optimismu máme hned několik důvodů. V první řadě na začátku roku 2009 může alespoň částečně odeznít dnešní napětí na mezibankovních trzích a opadnout částečně i nervozita kolem osudu našich sousedů, především v Maďarsku. Současně si načas může vybrat pauzu americký dolar, který dnes spolu s japonským jenem jako nízko-úročená měna číslo 2 těží z nárůstu averze k riziku a z propadu globálních akciových trhů. Vedle toho mohou hrát koruně do karet čistě domácí fundamenty – česká ekonomika navzdory evidentnímu zpomalení růstu bude stále výrazně překonávat tempo svých západních sousedů (3,0 % v ČR versus 0,7 % v Německu). Současně jsme přesvědčeni, že nehledě na zpomalení reálné dynamiky exportů se může nominální zahraniční obchod a rovnováha obecně dál vylepšovat (především díky poklesu cen dovážených komodit a energií). Současně také krize podle nás může působit na nižší odtok dividend do zahraničí, což je další faktor, který je pozitivní jak z pohledu nominální vnější rovnováhy, tak i koruny...

|  |                 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008<br><i>odhad</i> | 2009<br><i>odhad</i> | 2010<br><i>odhad</i> |
|--|-----------------|------|------|------|----------------------|----------------------|----------------------|
| <b>Růst HDP</b>                        | meziročně, %    | 6.3  | 6.8  | 6.6  | 4.3                  | 3.0                  | 4.0                  |
| <b>Saldo zahraničního obchodu</b>      | mld. CZK        | 38.6 | 39.8 | 86.1 | 100.0                | 130.0                | 145.0                |
| <b>Spotřebitelské ceny (meziročně)</b> | konec období, % | 2.2  | 1.7  | 5.4  | 5.1                  | 2.5                  | 2.7                  |
| <b>Míra inflace (průměr)</b>           | konec období, % | 1.9  | 2.5  | 2.8  | 6.6                  | 2.8                  | 2.6                  |
| <b>Míra nezaměstnanosti</b>            | konec období, % | 8.9  | 7.7  | 6.0  | 5.5                  | 5.7                  | 5.5                  |
| <b>Hlavní sazba ČNB (2T)</b>           | konec období, % | 2.00 | 2.50 | 3.50 | 3.25                 | 2.75                 | 3.25                 |
| <b>PRIBOR 3M</b>                       | průměr, %       | 2.01 | 2.30 | 3.09 | 4.00                 | 3.45                 | 3.55                 |
| <b>CZK/EUR</b>                         | průměr, %       | 29.8 | 28.3 | 27.8 | 24.8                 | 24.0                 | 23.9                 |
| <b>CZK/USD</b>                         | průměr, %       | 23.9 | 22.6 | 20.3 | 16.9                 | 19.2                 | 19.9                 |

Informace obsažené v tomto dokumentu poskytuje Československá obchodní banka, a.s. (dále jen „ČSOB“) v dobré víře a na základě pramenů, které považuje za správné, důvěryhodné a odpovídající skutečnosti. Přesto ani ČSOB 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. ČSOB jako aktivní účastník obchodování na finančních trzích upozorňuje adresáty tohoto dokumentu, že obchoduje s investičními nástroji ke kterým se vztahují informace obsažené v tomto dokumentu. Bez předchozího souhlasu Československé obchodní banky, a.s. nelze tento dokument ani jeho části kopírovat nebo dále šířit.