

Prognóza CZK/EUR

V 1H čekejte větší volatilitu, ve 2H posilování

26. února 2007

SHRNUTÍ

- Fundamentální analýza:** koruna bude letos posilovat, avšak pomaleji než v předchozích dvou letech díky méně příznivému vývoji platební bilance. Fundamentální úroveň EUR/CZK je nyní blízko 27,7. Na konci tohoto roku očekáváme 27,2 EUR/CZK.
- Krátkodobá analýza** = technická analýza: v nejbližších dnech očekáváme range 28-28,3 EUR/CZK, další silná podpora na 28,6.
- Volatilita:** panuje větší nejistota ohledně vývoje ekonomiky USA a následně i světové ekonomiky. To bude způsobovat vyšší volatilitu měn na rozvíjejících se trzích, tedy i CZK. Vyšší volatilitu očekáváme v první polovině roku. Ve druhé polovině roku se ke slovu více přihlásí fundamenty.
- Doporučení:** využít kurz nad 28 k nástupu do short EUR/CZK pozic, případně k zajištění (vývozci).

TABULKA PROGNÓZY

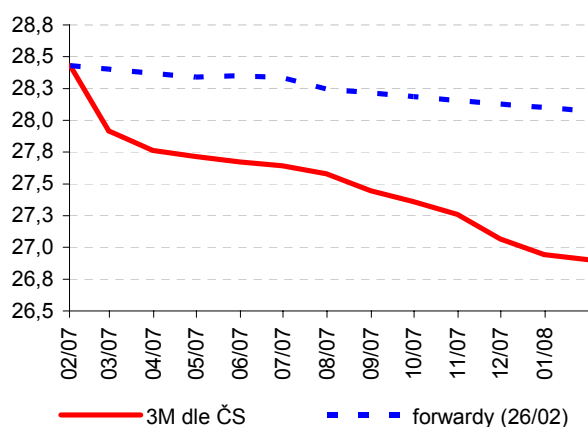
Průměr	06	07	08	09	10	11	12	13
CZK/EUR	28,4	27,7	26,7	26,0	25,2	25,0	25,0	25,0
CZK/USD	22,6	20,4	21,1	20,9	19,8	19,4	19,1	19,0

Průměr	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08
CZK/EUR	28,0	27,8	27,6	27,3	27,0	26,8	26,7	26,5
CZK/USD	21,4	20,7	19,9	19,7	20,3	21,2	21,5	21,5

Průměr	1M07	2M07	3M07	4M07	5M07	6M07	7M07	8M07
CZK/EUR	27,9	28,3	28,0	27,9	27,7	27,7	27,7	27,6
CZK/USD	21,5	21,6	21,2	21,0	20,7	20,5	20,2	19,9

SROVNÁNÍ PROGNÓZY ČS A FORWARDŮ

Prognóza CZK/EUR a CZK/USD



ZDŮVODNĚNÍ

Očekáváme, že letos koruna zakončí rok na úrovni 27,2 CZK/EUR. A příští rok pak na cca 26,4 CZK/EUR. Faktory, které budou kurz ovlivňovat, můžeme rozdělit na krátkodobé, střednědobé a dlouhodobé.

	Dlouhodobé	Střednědobé	Krátkodobé
Posílení	Konvergence	Reálné toky (obchodní bilance), finanční toky (EU peníze, FDI)	US dolar, CZK jako bezpečný přístav
Oslabení		Odliv dividend, Úrokový diferenciál	Averze vůči riziku, politika a fiskál, short CZK long CEE3, sezónnost

Fundamentální analýza

Dlouhodobým faktorem posilující CZK je přibližování českých cen k cenám v EU15. Ceny v ČR jsou na nižší úrovni než v EU15 (cca 55%), proto se toto vyrovnávání projevuje posilováním reálného kurzu zhruba o 3% ročně. To znamená, že inflace u nás je vyšší než v zahraničí a/nebo posiluje nominální kurz koruny. Z počátku předpokládáme, že konvergence bude rychlejší a bude se více projevovat přes kurz, čemuž bude napomáhat i proexportní struktura ekonomiky.

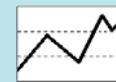
Střednědobým faktorem ovlivňujícím kurz je reálné a finanční toky na platební bilanci. V souhrnu bude platební bilance posilovat kurz, ale méně ve srovnání s předcházejícími dvěma roky.

Prvním faktorem, který bude působit na oslabení kurzu je úrokový diferenciál. Ten i přes růst českých sazeb zůstane letos záporný (100-125bb). Jeho umazání na nulu očekáváme až v roce 2008. Negativní efekt záporného úrokového diferenciálu na korunu je ovšem limitován relativně malým objemem portfoliových investic v ČR ve srovnání s Polskem, Maďarskem či Slovenskem.

Ve stejném směru bude působit odliv dividend. Loni odplynulo do zahraničí zhruba 114 mld. Kč díky mimořádně vysoké dividendě Telefonica O2 a také vyšší dividendě ČEZu. Pokračující dobrý výkon české ekonomiky a růst zisků se opět projeví ve vysokém objemu odlivu dividend, pro tento rok odhadujeme cca 110-120 mld. Kč.

Na druhou stranu bude působit vývoj obchodní bilance. Letos očekáváme růst přebytku na cca 70 mld. Kč. Další postupný růst přebytku očekáváme až s rozjetím Hyundai, tedy 2009.

Loni dosáhl čistý příliv přímých zahraničních investic cca 110 mld. Kč. V letošním roce očekáváme, že příliv dosáhne 120 mld. Kč. K tomu můžeme přičíst až 45 mld. Kč v případě, že by se vládě povedlo prodat Českou poštu, ČSA a Letiště Praha. Nicméně případné privatizační příjmy by byly konvertovány mimo trh, tudíž bez dopadů na kurz. Ve střednědobém horizontu očekáváme klesající vliv přímých zahraničních investic na kurz. Za prvé, roste podíl reinvestovaného zisku (zisk společností



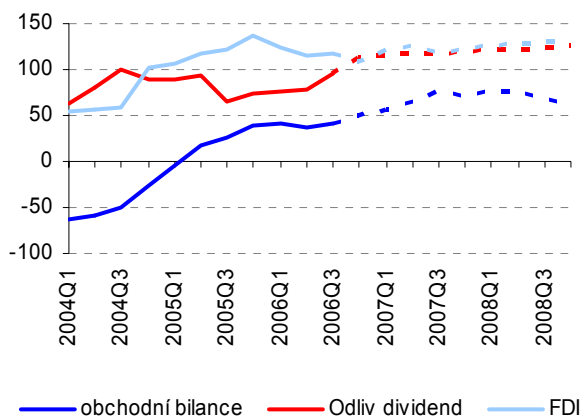
Prognóza CZK/EUR

V 1H čekaňte větší volatilitu, ve 2H posilování

26. února 2007

vlastněných zahraničním vlastníkem není vyplacen, ale je použit (na investice) na příliv kapitálu. Za druhé, postupně rostou investice českých společností v zahraničí. Jen ČEZ letos plánuje investovat v zahraničí až 37 mld. Kč.

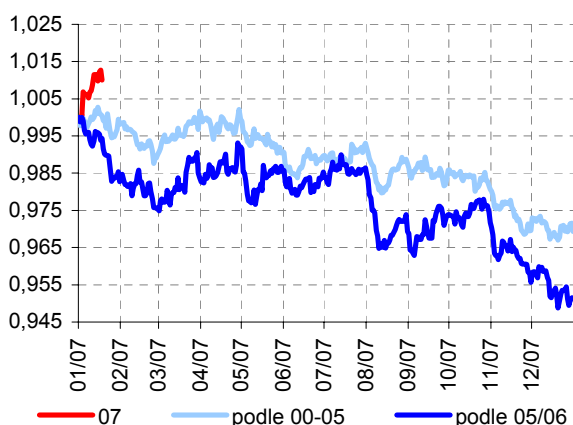
Odliv dividend, obchodní bilance a příliv zahraničních investic (bez privatizace), 12M saldo



Sezónnost na koruně?

Tolik fundamentální analýza. Na jejím základě dojdeme k relativně hladkému vývoji kurzu. Avšak zkušenost z posledních let ukazuje, že kurz má raději skokové změny se sezónním charakterem, což kurz vychyluje od hladkého průběhu posilování.

Sezónní vývoj CZK



Obrázek níže ukazuje průměrný vývoj kurzu koruny za roky 2000 a 2003-2006 (roky 2001 a 2002 se vyznačovaly velkými výkyvy) a samostatně pak za roky 2005 a 2006. Z obrázku je patrná sezónnost. S počátkem roku se budují pozice a koruna posiluje. Poté přichází jarní stabilita či dokonce korekce a před létem má koruna tendenci ještě dále posílit. O prázdninách klesá aktivita, před dovolenými obchodníci neradi nechávají

otevřené pozice. Také obchodní bilance přináší často horší čísla, takže ani psychologický důvod k posílení není. Zlomem bývá srpen, kdy často vidíme skokové posílení měny. Přichází podzimní korekce, no a pak už se to veze – před koncem roku potřebují hedge fondy nahnat profity a tak do CZK zase šlápou.

Nicméně vloni začalo sezónní posílení dříve, což podle našeho názoru souvisí s vyšší nejistotou ohledně globálního vývoje, viz níže.

Když jeden scénář nestačí, potom roste volatilita

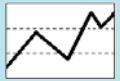
Odhady jednotlivých významných analytickou domů ohledně budoucího vývoje jsou relativně široké a nepanuje jeden široce přijatý názor ohledně vývoje USA a zprostředkovaně pak trhů. Lze tudíž identifikovat tři možné scénáře, se kterými trh pracuje.

Prvním je tzv. „hladké přistání“, které jsme přijalo jako základní scénář: ekonomika USA zpomalí díky korekci na trhu nemovitostí, nicméně zpomalení nebude nijak citelné (cca 3% růst HDP) a Fed bude v tomto případě snižovat sazby na 4,5-5%. Tento svět bude nejméně příznivý pro dolar, který oslabí na 1,35-1,40. Naopak kurzy rozvíjejících se trhů, kde patří i CZK by z tohoto vývoje profitovaly, protože averze vůči riziku by nevzrostla z nízkých úrovní. V tomto scénáři tudíž oslabení dolaru bude posilovat korunu nad fundamenty ospravedlnitelné úrovně. Tomuto scénáři dáváme pravděpodobnost 60%.

V prvním alternativním scénáři „vyšší růst“ předpokládáme, že trh nemovitostí se brzy oživí a dobrý vývoj na trhu práce zabezpečí, že ekonomika USA nijak nezpomalí. V tomto případě by Fed naopak sazby začal zvyšovat, což by bylo pozitivní pro dolar. Ani v tomto případě by averze vůči riziku nijak zvlášť nerostla, ale vyšší sazby v USA by relativně znevýhodnily investice na rozvíjejících se trzích a trhy by byly v první fázi pod prodejním tlakem. Nicméně ve druhé fázi (se zpožděním 1-2Q), by se vyšší růst USA promítl i ve vyšší výkonnosti exportů těchto ekonomik. Rostl by tak přebytek obchodní bilance, což by kompenzovalo negativní vývoj na finančním účtu platebních bilancích. V případě CZK by tento vývoj znamenal pohyb nad 28 do poloviny roku a následně postupné posilování k 27 EUR/CZK. Tomuto scénáři dáváme pravděpodobnost 30%.

Ve druhém alternativní scénáři předpokládáme, že ekonomika USA by dramaticky zpomalila směrem k 1%. V tomto případě by Fed sazby snižoval pod 4%. Co se týká vývoje USA, v první fázi by oslabil. Nicméně následně by se ze strachu přelítá recese do celého světa zvýšila averze vůči riziku a profitovaly by měny, které patří mezi tzv. „bezpečné přístavy“, tedy i USD. Tento vývoj by byl nejméně příznivý pro rozvíjející se trhy, protože vedle odlivu finančních investic, by se pod tlak dostal i běžný účet díky nižším vývozům. CZK by také oslabila, ale díky své pověsti „regionální bezpečný přístav“ méně, než zbytek regionu: zhruba na 28,50-29. Tomuto scénáři dáváme pravděpodobnost 10%.

Ačkoliv se přikláníme ke scénáři „hladké přistání“, nejistota povede k tomu, že jednotlivá data a události o vývoji světové



Prognóza CZK/EUR

V 1H čekaňte větší volatilitu, ve 2H posilování

26. února 2007

ekonomiky budou bedlivě sledovány: s pozitivním daty se bude relativně rychle zvyšovat trhem vnímaná pravděpodobnost scénáře „dobrý růst“ s odpovídající změnou cen jednotlivých aktiv a naopak.

Očekáváme, že zvýšená volatilita bude znakem trhů v 1-2Q. Ve druhé polovině roku očekáváme uklidnění a zvýšení váhy fundamentů ve vývoji koruny.

Technická analýza

Koruna se drží v konsolidačním pásmu 28,00 až 28,30. Co se týká indikátorů, situace se proti minulému týdnu prakticky

nezměnila. Klesající trend u momentových indikátorů (MACD, ROC) pokračuje a je spíše výraznější. Vzhledem k návratu koruny na slabší úroveň v druhé polovině týdne je možné mluvit o divergenci mezi momentem a aktuální cenou, což by měl být poměrně silný příznak přesunu koruny na silnější úroveň. Klouzávé průměry se stabilizovali, podporují scénář pokračování konsolidace.

David Navrátil

Analytik ČS

224 995 366, dnavratil@csas.cz

