

EUR/CZK: Globální faktory a carry trades oslabují korunu

Tabulka prognózy – základní scénář

Průměr	06	07	08	09	10	11	12	13
EUR/CZK	28,4	28,1	26,8	25,9	25,2	24,6	24,1	24,0
USD/CZK	22,6	20,7	21,2	20,9	19,8	19,1	18,5	18,3

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

Průměr	7M07	8M07	9M07	10M07	11M07	12M07	1M08	2M08
EUR/CZK	28,6	28,3	28,0	27,8	27,6	27,4	27,2	27,1
USD/CZK	20,7	20,4	20,0	19,9	19,8	19,9	20,1	20,4

Shrnutí a doporučení

- **Krátkodobě** nevidíme impuls pro otočení negativního vývoje CZK. Carry trades a toky na běžném účtu platební bilance budou v letních měsících působit proti koruně.
- **Dlouhodobě** jsme ovšem nadále pozitivní na EUR/CZK a očekáváme návrat koruny k posilujícímu trendu, který je dán konvergenční historkou ČR a pozitivním vývojem obchodní bilance.
- **Časování obratu:** obrat k posilování očekáváme na konci léta a na podzim – očekáváme pokles atraktivity CZK pro carry trades s tím, jak trh přehodnotí očekávané sazby Fedu dolů (letos čekáme dva cuty) a ČNB bude citlivě reagovat na kurz. Obrat podporuje i sezónní analýza.
- **Rizika:** významné z hlediska časování obratu a jsou vychýleny směrem k slabší koruně v případě rychlejšího růstu US ekonomiky a absenci cutů Fedu v letošním roce. Nicméně nevidíme důvody pro dlouhodobé opuštění posilujícího trendu: minulá zkušenost ukazuje, že koruna se i přes roční přestávku (2003) vrátila k posilujícímu trendu (v případě podobného vývoje jako v roce 2003 by koruna zakončila rok na cca 28,9).
- **Fundamentální analýza:** růst ekonomiky, přebytku obchodní bilance a úrokových sazeb. To vše mluví ve směru silnější koruny. K tomu připočteme reformní úsilí vlády, které tento směr jen podporuje. Fundamentální úroveň EUR/CZK je tak nyní blízko 27,8. Na konci tohoto roku očekáváme 27,4 EUR/CZK.
- **Globální faktory a carry trades** jsou ovšem nyní silnější než domácí faktory. Přehodnocení tržních prognóz ohledně sazeb USA nahoru vedlo k přesunu z rizikovějších aktiv (i CZK) do dolarových aktiv. Změna náhledu na US sazby navíc dále zatraktivnila carry trades financované z CZK (short CZK/USD). Myslíte si však, že jde o přechodný

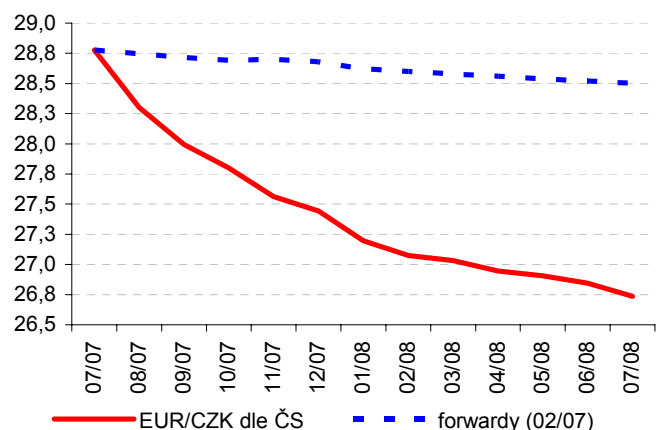
vývoj: (i) nadále čekáme pokles sazeb v US. (ii) růst sazeb v ČR carry trades rozbije, ČNB bude totiž velmi citlivě reagovat na korunu díky silné citlivosti inflace na korunu. Proto *střednědobě vidíme rizika spíše ve směru vyšších sazeb než slabší koruny.*

- **Technická analýza** = koruna se pohybuje v rostoucím (oslabujícím) tunelu. Proražení 28,50 otevřelo prostor pro další oslabení k 28,80. Další podpora na 29,10.
- **Sezónní analýza:** V průběhu léta čekáme stagnaci či mírný tlak na oslabení koruny (slabší obchodní bilance a odliv dividend + nízká letní aktivita na trzích). Koruna má obvykle tendenci skokově posílit v srpnu a pak pokračovat na posilovací vlně až do konce roku.
- **Doporučení:** Krátkodobě jsme negativní na korunu. Nicméně pro dlouhodobou strategii „long CZK“ doporučujeme využít slabé úrovně kurzu koruny. Vývozcům nedoporučujeme krátkodobý hedging, ale dlouhodobě hedgové strategie.

Shrnutí faktorů ovlivňující kurz EUR/CZK

	Dlouhodobé	Střednědobé	Krátkodobé
Posílení	Konvergence	Reálné toky (obchodní bilance), finanční toky (EU peníze, FDI), reformní úsilí vlády	CZK jako bezpečný přístav
Oslabení		Odliv dividend, Úrokový diferencál	USD, Averse vůči riziku, carry trades, sezónnost

Srovnání prognózy ČS a tržních forwardů



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 60%), 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. Předpokládáme, že **konvergence** postupně zpomalovat s přibližováním se a bude se více projevovat přes kurz, čemuž bude napomáhat i proexportní struktura ekonomiky.

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

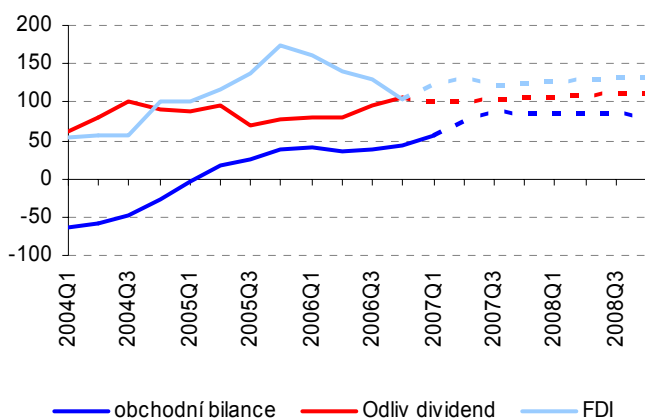
Prvním faktorem, který bude působit na oslabení kurzu je **úrokový diferenciál**. Ten i přes růst českých sazeb zůstane letos záporný (100-125bb). Jeho umazání na nulu očekáváme v příštím roce. Síla úrokového diferenciálu na korunu je limitován relativně malým objemem portfoliových investic v ČR ve srovnání s Polskem, Maďarskem či Slovenskem. Nicméně jeho síla narostla v souvislosti s tzv. carry trades: roste objem pozic v USD, případně v CEE3. Nicméně námi očekávaná revize výhledu sazeb v USA (viz dále), pokles sazeb v Maďarsku, růst sazeb ČNB a posílení CZK omezí atraktivitu carry trades.

Ve stejném směru (slabší kurz) bude působit **odliv dividend**. Loni odplynulo do zahraničí zhruba 105 mld. Kč díky mimořádně vysoké dividendě Telefonica O2. Pokračující dobrý výkon české ekonomiky a růst zisků se opět projeví ve vysokém objemu odlivu dividend. Naši kolegové z akciové analýzy odhadují růst dividend firem ze SPADu o 3-4%. Pro tento rok tudíž odhadujeme cca 110-120 mld. Kč.

Na druhou stranu bude působit vývoj **obchodní bilance**. Rychlý růst v EU12 se podepisuje na dalším zlepšování obchodní bilance, letos očekáváme růst přebytku z loňských 68 mld. Kč na cca 84 mld. Kč. Další postupný růst přebytku očekáváme až s rozjetím Hyundai, tedy 2009.

Loni dosáhl čistý příliv **přímých zahraničních investic** cca 104 mld. Kč. V letošním roce očekáváme, že příliv dosáhne 110 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 vlastněných zahraničním vlastníkem není vyplacen, ale je použit na investice) na přílivu kapitálu. Za druhé, postupně rostou investice českých společností v zahraničí. Jen ČEZ letos plánuje investovat v zahraničí cca 15 mld. Kč.

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



Globální faktory

Trh v červenci dramaticky přehodnotil své očekávání na vývoj **sazeb v USA** (viz obrázek na konci). Ještě na konci května cca 60% trhu očekávalo pokles sazeb a pouze zanedbatelné procento očekávalo růst sazeb. V červnu se situace překlápila a nyní téměř 50% trhu očekává růst sazeb na 5,5%. Tento obrát vedl ke zvýšení poptávky po amerických aktivech a naopak poklesu rizikovějších aktiv, tedy i CZK.

My stále vidíme důvody pro pokles sazeb. Ekonomický růst zpomalil pod rovnovážné tempo (3-3,5%). Červnové čísla jsou spíše obrazem zlepšujícího se korekce na zásobách než-li odrazem akcelerace poptávky. Dále celková inflace sice roste, ale pouze díky ropě. Naopak jádrová inflace klesá a dostala se do komfortního pásma Fedu (1-2%). Ve 2H očekáváme další pokles inflace. Očekáváme proto, že jestřábí nálada postupně během léta vyprchá a dojde k návratu očekávání na pokles sazeb USA, a dolar oslabí. To bude negativní pro carry trades short CZK/USD.

Aktuální průběh velmi připomíná loňskou korekci, která měla stejný zdroj (nejistotu ohledně sazeb USA) a trpěla rizikovější aktiva. A v srpnu došlo k obrátu.

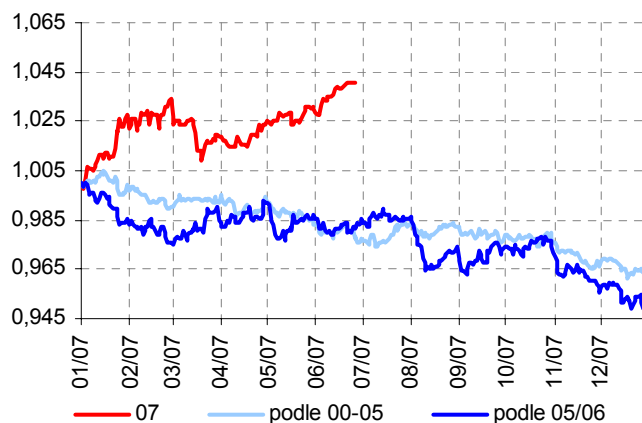
Sezónnost na koruně?

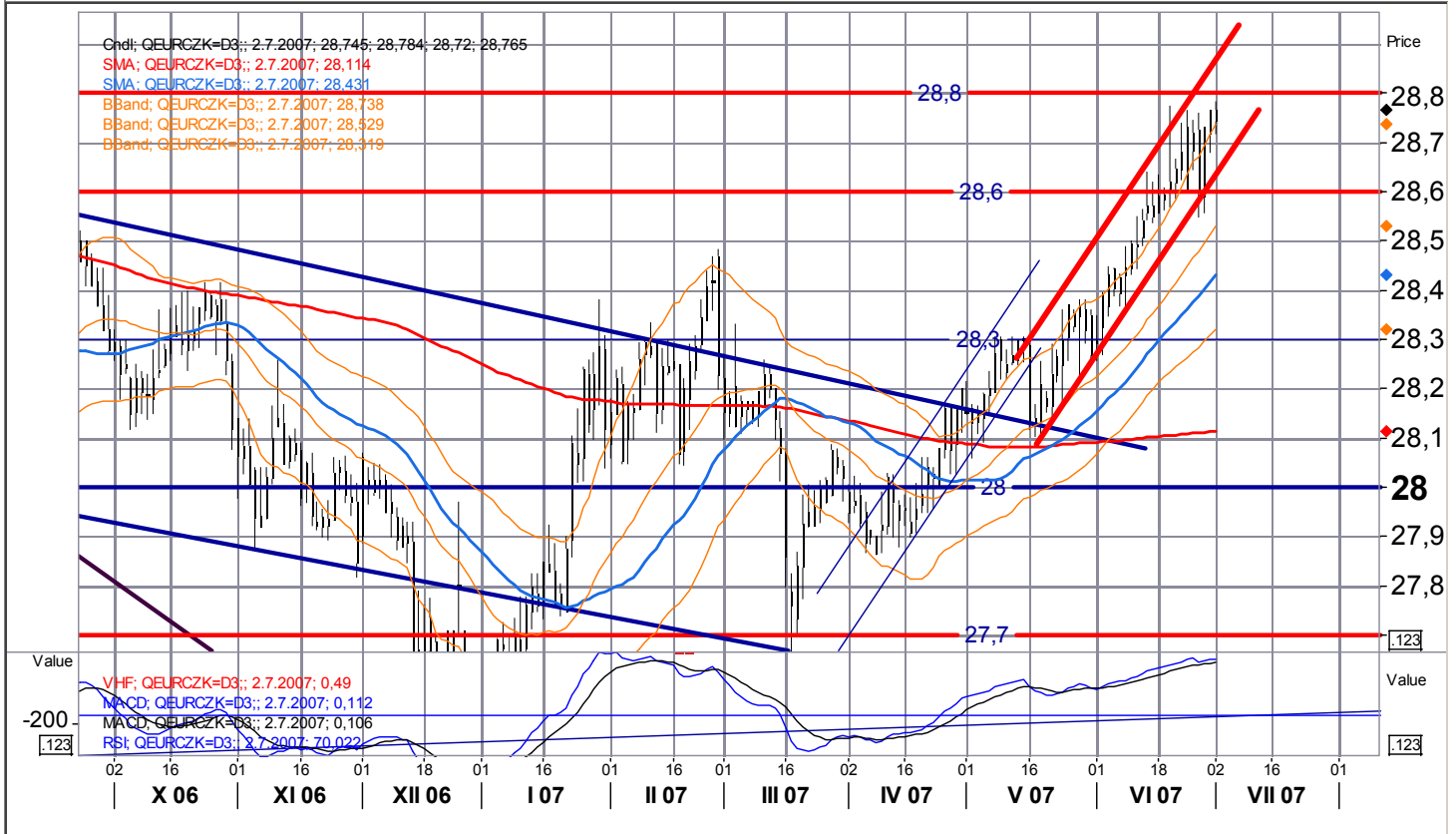
Zkušenost z posledních let ukazuje, že kurz má raději skokové změny se sezónním charakterem, což kurz vychyluje od hladkého průběhu posilování.

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 šlápnu.

V letošním roce je koruna slabší, než by odpovídalo obvyklé sezónnosti. Zčásti díky tomu, že apreciační vlna ze začátku roku se odehrála již v na konci minulého roku a zčásti pak díky nejistotě globálního vývoje.

Sezónní vývoj CZK





P209 EquityFFIP

Straight From The Lab - Federal Funds / Eurodollar Implied Probability



Overview	Current Implied Probability	Historical Implied Probability	Future Implied Probability
Australia 61 2 9777 8600	Brazil 5511 3048 4500	Europe 44 20 7330 7500	Germany 49 69 920410
Hong Kong 852 2977 6000	Japan 81 3 3201 8900	Singapore 65 6212 1000	U.S. 1 212 318 2000

Copyright 2007 Bloomberg L.P. G264-977-1 20-Jun-2007 15:45:27