

Koruna na 28 EUR/CZK – kam dále?

10. srpna 2006

Doporučení

- Long EUR/CZK – krátkodobá spekulace na korekci (září, říjen), doporučuji otevřít na úrovních 28,0 EUR/CZK.
- Exportéři: zajišťovací operace provádět již od úrovní 28,30 EUR/CZK. Importéři: hladiny pod 28 EUR/CZK využít pro krátkodobé zajištění.
- FRA již umazaly část svého nadhodnocení. Naše investiční doporučení „prodej CZ FRA 9x12“ již realizovalo 22bb z cílových 40bb. Další prodej doporučujeme při korekci CZK.

Shrnutí

Koruna bude i nadále posilovat.

- Fundamentální analýza ukazuje na 28 EUR/CZK na konci roku a 27 EUR/CZK na konci 2007.
- Analýza sezónnosti ukazuje, že bude současně posílení korigovat cca k 28,50-28,30. Postupně se ovšem obnoví tlak na posílení, na konci roku 27,7-28,1 EUR/CZK.
- Standardní technika naznačuje další tlak na posilování. Důležité úrovně na 28,30, 28,0, 27,85, 27,40.

Korekci k 28,30-28,50 může spustit:

- Holubičí komunikace ČNB v reakci na silný kurz koruny a v říjnu přehodnocení prognózy ČNB směrem dolů (ČNB předpokládala v červencové prognóze stabilní kurz cca na 28,50 EUR/CZK).
- Sestavování rozpočtu na příští rok, kdy se deficit vyšplhá až na 170 mld. CZK v případě neochoty dělat škrty (odložení navýšení sociálních výdajů a odložení změny v placení nemocenské), což je pravděpodobné v situaci námi očekávaných předčasných voleb. Podle šetření Reuters i nadále panuje konsensuální názor, že ČR přijme euro již v roce 2010. Diskuse o deficitu (170 mld. CZK = -4,9% HDP) může vyvolat přehodnocení názoru na rychlost přijetí eura (náš odhad je 2013) z důvodu neschopnosti plnit maastrichtské kritérium a tím vyvolat tlak na oslabení CZK.
- V říjnu čekáme zvýšení sazeb Fed o 25bb na 5,5%. V případě ECB čekáme dvojnásobné zvýšení, v říjnu a v listopadu až na 3,5%. To rozšíří záporný úrokový diferenciál až na 125bb (ČNB: letos sazby stabilní na 2,25%, v příštím roce

dvojnásobné zvýšení sazeb celkem o 50bb ve dvou krocích na 2,75%). Naše analýza výše spekulativního kapitálu v CZK ve srovnání se zbytkem regionu a chování CZK v případě negativního náhledu na region však ukazuje, že CZK hrozí menší tlak na oslabování.

Více technický pohled na korunu

Fundamenty – postupné posilování

Naše fundamentální analýza ukazuje, že koruna bude postupně posilovat díky dobrému makru (rychlý ekonomický růst, rostoucí přebytek obchodní bilance, pokračující příliv FDI). Tempo posilování bude snižovat odliv dividend a záporný úrokový diferenciál. Tabulka ukazuje, průběh EUR/CZK na základě makro faktorů.

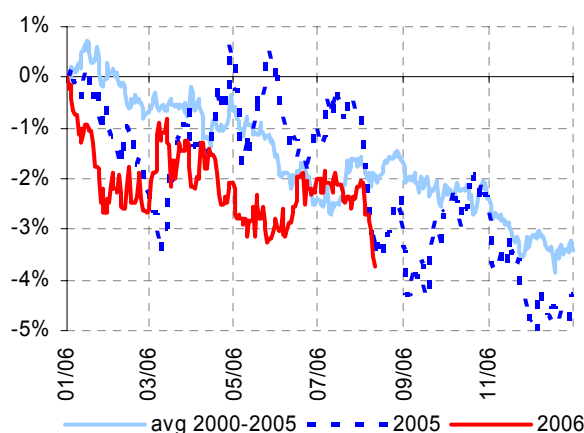
Průměr	05	06	07	08	09	10	11	12
CZK/EUR	29.8	28.3	27.5	26.5	25.7	25.1	25.0	25.0
CZK/USD	24.0	22.6	20.1	20.9	20.7	19.7	19.4	19.2

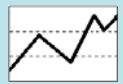
Podle fundamentální analýzy by koruna letos měla skončit na 28 EUR/CZK a v příštím roce na 27 EUR/CZK.

Sezónnost koruny

Fundamentální analýza předpokládá hladký vývoj koruny. Avšak zkušenost z posledních let ukazuje, že kurz má raději skokové změny se sezónním charakterem, což kurz vychyluje od hladkého průběhu posilování.

Obrázek níže ukazuje průběh vývoje koruny v letošním roce (bazický index) a srovnává ho s průměrným vývojem za roky 2000-2005 a s vývojem v roce 2006.



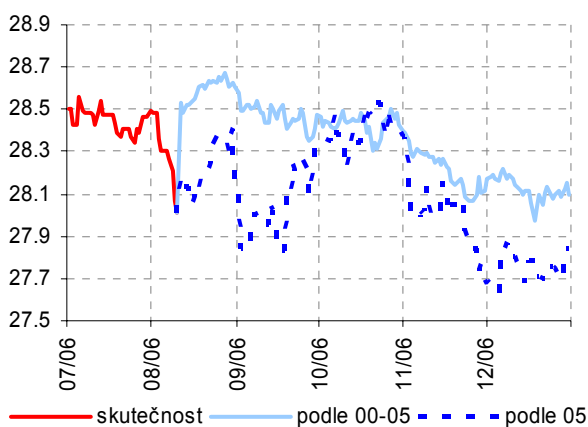


Koruna na 28 EUR/CZK – kam dále?

10. srpna 2006

Z obrázku je patrná sezónnost. 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. No a pak už se to veze – před koncem roku potřebují hedge fondy nahnat profity a tak do CZK zase šlápou.

Následující obrázek ukazuje možný vývoj úrovně kurzu koruny na základě výše uvedené sezónnosti. Tmavě modrá, čárkovaná čára ukazuje možný průběh koruny v případě, že by vývoj kopíroval průměr za 2005, kterému se letošní vývoj velmi podobá. Koruna by v tomto případě krátkodobě korigovala na 28,30 a pak dále posílila až na 27,80. V září, říjnu by přišla další korekce na 28,30-28,50 a pak další vlna posílení až na 27,70. Bledě modrá čára, která sleduje průměr za roky 2000-2005 naznačuje také korekci až nad 28,50 EUR/CZK a menší potenciál pro posílení k 28,10 EUR/CZK.



Analýza sezónnosti ukazuje, že koruna bude letní posílení (až na 27,70) korigovat cca k 28,30-28,50. Postupně se ovšem obnoví tlak na posílení, na konci roku 27,70-28,10 EUR/CZK.

Standardní technická analýza

Z technického hlediska EUR/CZK (viz obrázek na poslední straně) vyskočila z pásma 28,30-28,60, ve kterém se v posledních týdnech pohybovala. Vyskočení vystopovalo long EUR/CZK pozice, což způsobilo další tlak na posilování.

Koruna se drží zhruba uprostřed v dlouhodobého koridoru. Ten naznačuje interval 27,4-29,0 na konci roku. Stochastické indikátory naznačují možnost krátkodobé konsolidace (dny), nicméně momentové ukazatele vysílají další nákupní signál. Důležitými hladinami jsou 28,30, 28,0, 27,85 a 27,40 (Fibonacci).

Technika indikuje tlaky na další posílení až na 27,40 EUR/CZK. Hladina podpory v případě korekce na 28,30.

Koruna versus region

Koruna má dlouhodobě pověst „safe haven“. Podívejme se proto, jestli tomu tak je a jak se koruna pohybuje ve srovnání s regionem.

Tabulka níže ukazuje, jak se koruna v průměru pohybuje, když regionální měny posilují nebo oslabují (v tabulce jsou uvedeny průměrné týdenní změny). Když region posiluje, tak má koruna za období 2000-2005 tendenci méně posilovat, toto ovšem neplatí v posledních dvou letech, kdy koruna posiluje zhruba stejně jako zbytek regionu.

Zajímavější je obrázek v případě, kdy region oslabuje. V delším průměru koruna na oslabování regionu nereaguje a stojí cca na místě. V posledních dvou letech se ovšem korelace zvýšila, ačkoliv i nadále CZK zvládá tlaky na oslabení lépe než region.

Týdenní změny	Průměr 00-05	2005	2006
Region posiluje	32x	27x	17x
CEE3	-0,20	-0,50	-0,44
CZ	-0,07	-0,57	-0,42
Region oslabuje	20x	25x	14x
CEE3	0,20	0,50	0,64
CZ	-0,02	0,45	0,31

Podle mého názoru je hlavním důvodem pro nižší tlak na oslabování nízký objem krátkého kapitálu zaparkovaného v CZK ve srovnání s ostatními měnami v regionu a regionální obchody financované v CZK.

V případě odklonu investorů od regionu a zavírání regionálních pozic hrozí koruně menší oslabení než HUF, PLN a SKK.

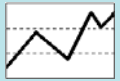
David Navrátil

Ekonomické a strategické analýzy

Analytik

224 995 439

dnavratil@csas.cz



Koruna na 28 EUR/CZK – kam dále?

10. srpna 2006

