



CZK/EUR Focus

Co by mohlo znamenat současné oslabení koruny?

Jan Vejmelek
+420 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz

Jiří Škop
+420 222 008 569
jiri_skop@kb.cz

Kurz koruny vůči euru byl od února uzavřen v poměrně úzkém pásmu mezi 24,00 až 24,60. V posledních dnech jsme však byli svědky významnějšího oslabení; včera byla dokonce atakována úroveň 25,00 CZK/EUR, což představuje letošní nejslabší úroveň české měny. Za poslední měsíc tak koruna ztratila více než 4 % ze své hodnoty. Zdá se, že trh začíná počítat s ekonomickou recesí v eurozóně. I když to zatím není hlavní scénář Sociétés Générale, je zřejmé, že pravděpodobnost této alternativy se zvyšuje. Cílem tohoto dokumentu je podívat se na tento „krizový“ scénář podrobněji.

■ Přestože (1) česká ekonomika nevykazuje znaky žádné zásadní fundamentální nerovnováhy, (2) došlo k viditelnému pokroku ve schvalování důležitých fiskálních reforem (což ocenila i agentura S&P zvýšením ratingu České republiky o 2 stupně) a (3) český bankovní sektor vypadá stabilní (není zatížen velkým objemem půjček v cizích měnách, české banky jsou dlouhodobě čistými věřiteli bank v eurozóně), nemůže česká ekonomika uniknout důsledkům nárůstu negativní nálady na trzích, ani efektům zpomalení globální ekonomické aktivity. **Největší hrozbou pro otevřenou českou ekonomiku je možnost nákazy skrze kanál zahraniční poptávky po našich exportech.**

■ **Za oslabením koruny v poslední době nestál žádný konkrétní faktor. Domníváme se, že hlavní vinu nese kumulace špatných zpráv.** Trhy zatěžuje mnoho negativních vlivů, jako je dluhová krize v EMU, revize růstových vyhlídek světové ekonomiky směrem dolů a obavy o stav bankovního sektoru eurozóny. Nyní se zdá, že sledujeme opakování situace z roku 2008. Tehdy česká koruna prudce oslabila poté, co začalo být jasné, že se česká ekonomika krizi nevyhne. Analytici, včetně nás, už revidují v souladu s horším výhledem na EMU očekávaná tempa růstu pro roky 2011 a 2012.

■ **Aktuální technická analýza naznačuje další oslabování koruny.** CZK/EUR prolomil důležitou technickou úroveň 24,67. Nějaký čas budou firmy využívat vyšší úroveň kurzu k zajišťování svých exportů, ale jakmile se vyčerpají, opět se zvýší riziko dalšího oslabování koruny (viz technická analýza na konci tohoto dokumentu).

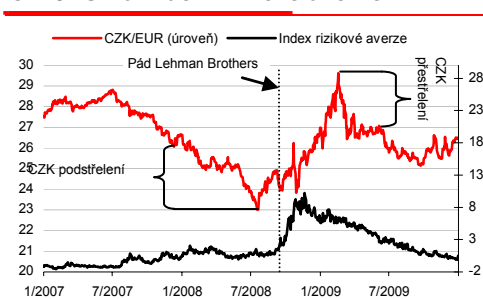
Připomenutí kurzového vývoje v krizových letech 2008 a 2009

Do poloviny roku 2008 (fáze před krachem Lehman Brothers) česká měna poměrně výrazně posilovala, když pro investory utíkajícím z dolarů představovala bezpečné aktivum. Tato pozice koruny vyplývala z (1) příznivého fundamentálního obrazu v té době stále ještě rostoucí české ekonomiky nepotýkající se s výraznější makroekonomickou nerovnováhou a (2) pozitivní historické zkušenosti s nízkoinflační českou měnou, která se dlouhodobě pohybovala v posilujícím (konvergenčním) trendu. Od poloviny roku 2007 do poloviny roku 2008 koruna posílila o téměř 20 %, kurz se krátce dostal i pod úroveň 23,00 CZK/EUR. To znamenalo nadhodnocení vůči rovnovážnému kurzu (NATREX) o zhruba 7 %.

Etapa po pádu Lehman Brothers a následná eskalace finanční krize byla ve znamení dramatického oslabení koruny o téměř 30 %, když se kurz v prvním čtvrtletí 2009 dočasně přehoupnul přes 29,50 CZK/EUR. Kombinace předchozí nadhodnocené koruny a recese v eurozóně si vybrala svou daň – česká ekonomika se v Q4 08 dostala do recese, která trvala do poloviny roku 2009. Exporty i průmyslová výroba padaly v uvedeném období meziročními tempy o více než 20 %, za celý rok 2009 klesl reálný HDP české ekonomiky o 4 %. Postupné oživení zahraniční poptávky ve druhé polovině roku se pak odrazilo i ve stabilizaci a korekci kurzu koruny. V závěru roku 2009 se již kurz nacházel pod úroveň 26,00 CZK/EUR, což bylo v souladu s modelovým rovnovážným kurzem.

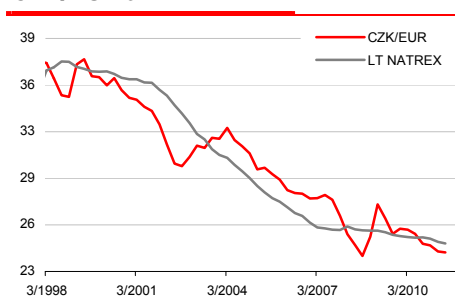
■ **Oslabení kurzu by nemělo dosáhnout takových měřítek jako v roce 2008, což podporuje několik skutečností.** (1) První reakce spekulantů v H2 07 a H1 08 byla pro korunu pozitivní, protože byla vnímána jako bezpečný přístav. V létě 2008 si však finanční trhy uvědomily, že tak malá a otevřená ekonomika bude muset být finanční krizí silně zasažena, a investoři začali uzavírat své dlouhé korunové pozice. První etapa oslabování koruny by se neměla opakovat, jelikož současná úroveň české měny je jen málo podpořena spekulativním kapitálem (i díky téměř nulovému úrokovému diferencíálu). (2) Masivní výprodeje české koruny na konci roku 2008 a na začátku roku 2009 byly způsobeny přesvědčením a obavami zahraničních investorů, že ekonomika České republiky trpí stejnými problémy jako její sousedé (velký podíl úvěrů v cizích měnách). Poté, co Česká národní banka tyto domněnky vyvrátila, došlo k uklidnění situace. Koruna následně během pouhého měsíce umazala velkou část svých ztrát. Takové přestřelení je podle nás nepravděpodobné. (3) Podnikatelský sektor se nezdá být přezajištěn, jako tomu bylo v roce 2008 (signifikantní finanční páka, zajištění na několik let dopředu).

CZK/EUR a Index rizikové averze



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

CZK/EUR a NATREX



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg

■ **Po porovnání aktuálního kurzu se situací v roce 2008 a s využitím rovnovážného kurzu NATREX se domníváme:** za prvé, v současné době není koruna nadhodnocená do takové míry jako v roce 2008. Za druhé, přestože depreciaci koruny nemůžeme vyloučit, neměla by díky skutečnostem zmíněným výše dosáhnout stejného měřítka jako v letech 2008/2009. Pokud budeme brát jako základ současnou úroveň rovnovážného kurzu (25,00 CZK/EUR podle našich odhadů), domníváme se, že opodstatněné oslabení kvůli prudkému nárůstu rizikové averze by mohlo kurz posunout k úrovni 26,00 CZK/EUR.

Scénáře CZK/EUR

		současnost	Q4 11	Q1 12	Q2 12	Q3 12	Q4 12
Rizikový scénář	průměr	24.90	25.50	26.00	25.80	25.50	25.20
Hlavní scénář	průměr	24.90	24.20	24.00	24.00	23.90	23.70

Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka



Technická analýza

► **EUR/CZK** – koruna by sice nyní měla oslabit, ale pro změnu dlouhodobého výhledu směrem k další depreciaci je potřeba závěr kurzu na konci měsíce nad klíčovou úrovní rezistence 25,41. Cíl by poté ležel na 29,67.

Vzhledem k průlomu kurzu z pásma 24,03-24,67 směrem nahoru, ke kterému tento týden došlo, a konfiguraci 13-týdenního RSI k oslabení kurzu by měla koruna v následujících týdnech dále depreciovat. Nelze však říci, že EUR/CZK započal dlouhodobý trend směrem nahoru.

Ke změně dlouhodobého výhledu směrem k dalšímu oslabování koruny je potřeba závěr kurzu na konci měsíce nad klíčovou úrovní rezistence 25,41 (*). Cíl by poté ležel na 29,67 (minimální hodnota koruny z druhé poloviny prosince 2010 a dlouhodobá klesající úroveň rezistence z měsíčního grafu).

(*) Minimální hodnota koruny z druhé poloviny prosince 2010 a dlouhodobá klesající úroveň rezistence z měsíčního grafu.

EUR/CZK: ke změně dlouhodobého výhledu směrem k dalšímu oslabování koruny je potřeba více impulsů



3 rd support	2 nd support	1 st support	Last	1 st resistance	2 nd resistance	3 rd resistance
23.68	23.93/24.03	24.67	24.89	24.96	25.41	26.62

Zdroj: Hugues Naka, FX & Fixed Income Research, Societe Generale, +331 421 335 35, hugues.naka@sgcib.com

Důležité upozornění: Doporučení v části Technická analýza je založeno pouze na analytických metodách technické analýzy a může se lišit od fundamentálního názoru KB (popřípadě SG) prezentovaného v jiných částech tohoto dokumentu či v jiných dokumentech KB (popřípadě SG).

**KB****Economic & Strategy Research****Economic Research****KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM****Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu****Jan Vejmelek, Ph.D., CFA**
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz**Ekonomové****Anne-Françoise Blüher**
(420) 222 008 524
anne_bluher@kb.cz**Akioví analytici****Miroslav Adamkovič**
(420) 222 008 523
miroslav_adamkovic@kb.cz**Jiří Škop, Ph.D.**
(420) 222 008 569
jiri_skop@kb.cz**Miroslav Frayer**
(420) 222 008 567
miroslav_frayer@kb.cz**Ekonom junior**
Marek Drimal
(420) 222 008 598
marek_drimal@kb.cz**Josef Němý**
(420) 222 008 560
josef_nemy@kb.cz**SKUPINA SG VE STŘEDNÍ A VÝCHODNÍ EVROPĚ****Chief Economist of SG Poland**
Jaroslaw Janecki
(48) 225 284 162
48 225 284 162**Head of Research of Rosbank**
Vladimir Kolychev
(74) 957 255 637
vkolychev@mx.rosbank.ru**Chief Economist of BRD-GSG**
Florian Libocor
(40) 213 016 869
florian.libocor@brd.ro**SG Srbsko - stratég**
Sanja RAJKOVIC-TREBALJEVAC
(381) 11 22 21 244
Sanja.Rajkovic-Trebaljevac@socgen.com**Vedoucí výzkumu finančních trhů BRD-GSG****Carmen Lipara**
(40) 213 014 370
carmen.lipara@brd.ro**Ekonom**
Monica Nania
(40) 213 016 858
monica.nania@brd.ro**Akiový analytik**
Laura Simion, CFA
(40) 213 014 461
laura.simion@brd.ro**Analytik junior**
Razvan Panturu
(40) 213 014 337
Razvan.panturu@brd.ro**SG GLOBAL ECONOMICS RESEARCH****Head of Global Economics**
Michala Marcussen
(44) 20 7676 7813
michala.marcussen@sgcib.com**Eurozóna**
Klaus Baader
(44) 20 7676 7609
klaus.baader@sgcib.com**James Nixon**
(44) 20 7676 7385
james.nixon@sgcib.com**Vladimir Pillonca**
(44) 20 7676 7863
vladimir.pillonca@sgcib.com**Michel Martinez**
michel.martinez@sgcib.com**Velká Británie**
Brian Hilliard
(44) 20 7676 7165
brian.hilliard@sgcib.com**Skandinávie/Švýcarsko**
Anatoli Annikov
(44) 20 7762 4676
anatoli.annikov@sgcib.com**Alejandro Cuadrado**
(1) 212 278 73 13
alejandro.cuadrado@sgcib.com**Rudy Narvas**
(212) 278 7662
rudy.narvas@sgcib.com**Severní Amerika**
Brian Jones
(1) 21 22 78 69 55
brian.jones@sgcib.com**Aneta Markowska**
(1) 212 278 66 53
aneta.markowska@sgcib.com**Alejandro Cuadrado**
(1) 212 278 73 13
alejandro.cuadrado@sgcib.com**Rudy Narvas**
(212) 278 7662
rudy.narvas@sgcib.com**Asie a Tichomoří**
Glenn Maguire
(85) 2 21 66 54 38
glenn.maguire@socgen.com**Aneta Markowska**
(1) 212 278 66 53
aneta.markowska@sgcib.com**Alejandro Cuadrado**
(1) 212 278 73 13
alejandro.cuadrado@sgcib.com**Rudy Narvas**
(212) 278 7662
rudy.narvas@sgcib.com**Asie a Tichomoří**
Glenn Maguire
(85) 2 21 66 54 38
glenn.maguire@socgen.com**Takuji Okubo**
(81) 3 5549 5560
takuji.okubo@socgen.com**Wei Yao**
(852) 21 66 45 37
wei.yao@sgcib.com**Joseph Lau**
(852) 21 66 54 41
Joseph.lau@sgcib.com**SG CROSS ASSET RESEARCH - FIXED INCOME & FOREX GROUPS****Global Head of Research**
Patrick Legland
(33) 1 42 13 97 79
patrick.legland@sgcib.com**Head of Fixed Income Strategy**
Vincent Chaigneau
(44) 20 7676 7707
vincent.chaigneau@sgcib.com**Adam Kurpiel**
(33) 1 42 13 63 42
adam.kurpiel@sgcib.com**David Mendez-Vives**
(33) 1 42 13 31 03
david.mendez-vives@sgcib.com**Jose Sarafana**
(33) 1 42 13 56 59
jose.sarafana@sgcib.com**Ciaran O'Hagan**
(33) 1 42 13 58 60
ciaran.ohagan@sgcib.com**Adam Kurpiel**
(33) 1 42 13 63 42
adam.kurpiel@sgcib.com**David Mendez-Vives**
(33) 1 42 13 31 03
david.mendez-vives@sgcib.com**Jose Sarafana**
(33) 1 42 13 56 59
jose.sarafana@sgcib.com**Mark Capleton**
(44) 20 7676 7956
mark.capleton@sgcib.com**Patrick Gouraud**
(44) 20 7676 7850
patrick.gouraud@sgcib.com**Wee-Khoon Chong (Hong Kong)**
(852) 2166 5462
wee-khoon.chong@sgcib.com**Christian Carrillo (Asia-Pacific)**
(81) 3 5549 5626
christian.carrillo@sgcib.com**Fidelio Tata (New York)**
(1) 212 278 6213
fidelio.tata@sgcib.com**Head of Foreign Exchange****Kit Juckes**
(44) 20 7676 7972
kit.juckes@sgcib.com**David Deddouche**
(33) 1 42 13 56 22
david.deddouche@sgcib.com**Cliff Tan**
(852) 2166 5461
cliff.tan@sgcib.com**Peter Frank**
(44) 20 7676 7458
peter.frank@sgcib.com**David Deddouche**
(33) 1 42 13 56 22
david.deddouche@sgcib.com**Cliff Tan**
(852) 2166 5461
cliff.tan@sgcib.com**Peter Frank**
(44) 20 7676 7458
peter.frank@sgcib.com**Olivier Korber (Derivatives)**
(33) 1 42 13 32 88
olivier.korber@sgcib.com**Michael Sneyd**
(44) 2076767 878
michael.sneyd@sgcib.com**Head of Emerging Markets Strategy****Benoît Anne**
(44) 20 7676 7622
benoit.anne@sgcib.com**Gaëlle Blanchard**
(44) 20 7676 7439
gaelle.blanchard@sgcib.com**Esther Law**
(44) 20 7676 7396
esther.law@sgcib.com**Nalini Cundapen**
(44) 20 76 76 7491
nalini.cundapen@sgcib.com**Economists of Emerging Markets Strategy**
Guillaume Salomon
(44) 20 7676 7514
Guillaume.salomon@sgcib.com**Gaëlle Blanchard**
(44) 20 7676 7439
gaelle.blanchard@sgcib.com**Esther Law**
(44) 20 7676 7396
esther.law@sgcib.com**Nalini Cundapen**
(44) 20 76 76 7491
nalini.cundapen@sgcib.com**Technical analysis****Hugues Naka**
(33) 1 42 13 51 10
hugues.naka@sgcib.com**Fabien Manach**
(33) 1 42 13 88 35
fabien.manach@sgcib.com

Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeje jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, úplný a nezkreslený obraz skutečnosti. Komerční banka, a.s. a společnosti, které s ní tvoří jeden koncern, se mohou příležitostně podílet na obchodech s investičními nástroji, obchodovat s nimi nebo vykonávat činnost tvůrce trhu pro investiční nástroje nebo je držet, poskytovat poradenství či jinak profitovat z obchodů s investičními nástroji nebo od nich odvozených derivátů, které byly emitovány osobami zmíněnými v tomto dokumentu. Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, včetně autorů tohoto dokumentu, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění. Komerční banka, a.s. nepřebírá nad rámec stanovený právními předpisy odpovědnost za škodu způsobenou použitím tohoto dokumentu nebo informací v něm obsažených. Tento dokument je určen primárně pro profesionální a kvalifikované investory. Pokud kopii tohoto dokumentu obdrží jiná, než je výše uvedená osoba, neměla by své investiční rozhodnutí založit výhradně na tomto dokumentu, ale měla by si zároveň vyhledat nezávislého poradce.

Tento dokument je vydán Komerční bankou, a.s., která je bankou a obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů, a jako taková podléhá doзору České národní banky. Komerční banka, a.s. přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při tvorbě investičních doporučení. Žádné hodnocení zaměstnanců, kteří se podílejí na tvorbě investičních doporučení, není podmíněno nebo závislé na objemu nebo zisku z obchodování Komerční banky, a.s. s investičními nástroji zmíněnými v tomto dokumentu nebo na jejím obchodování s emitenty těchto investičních nástrojů. Doporučení uvedená v tomto dokumentu jsou určena veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. obvykle nezasílá investiční doporučení jednotlivým emitentům před jejich zveřejněním. Každý z autorů tohoto dokumentu prohlašuje, že názory obsažené v tomto dokumentu přesně odpovídají jeho osobnímu pohledu na uvedené investiční nástroje nebo jejich emitenty.

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku <http://www.trading.kb.cz>.