

## Čas kupovat levnou korunu – předpoklady a strategie

- **Koruna je k euru podobně podhodnocená, podobně jako na jaře 2009. Česká ekonomika má dobrou šanci nezaostávat v oživení za eurozónou.**
- **Vliv propadu exportů bude tlumen menším odlivem dividend. ČNB má více důvodů bránit velkém odlivu kapitálu, než korunu uměle oslabovat.**
- **K nákupu CZK na delší dobu jsou vhodné forwardy. Na kratší dobu zvažte alternativy, např. racek (seagull), čekáte-li, že koruna neposílí příliš rychle.**

**Koruna se obchoduje mezi 27 a 28 za euro a je nejvíce podhodnocená od jara 2009.** Krizová úroveň kurzu je příznivá pro prodej eur nejen v krizových časech, ale i do příštích několika let, kdy současná pandemie bude už jen špatnou vzpomínkou. Otázkou je, zda využít aktuálního velkého diskontu v kurzu koruny k euru, nebo čekat na ještě větší slevy. Záleží to na očekávání, zda česká ekonomika bude v oživení zaostávat za eurozónou, zda budou na trhu chybět eura z exportu a co udělá ČNB. **Z taktického pohledu je aktuální situace příhodná pro méně adrenalinové rozhodování a exekuci,** než „chytání vršku“ kurzu euro-koruny jako v březnu nebo „naskakování do rozjetého vlaku“, což může přijít ještě letos, až krize začne odeznívat.

### PŘEDPOKLADY BUDOUCÍHO VÝVOJE

**Koruna je extrémně podhodnocená vůči euru jako na jaře 2009,** i když je kurz níže než ve 2009 a pohyb byl menší. V mezičase se totiž posunula hranice férového kurzu a kurz nezačínal krizi nahodnocený jako před lety. **V minulosti se vyplatilo kupovat podhodnocenou korunu na dlouho,** i když málokdo trefil úplně nejlepší úroveň. Aktuální kurz v rozpětí 27,00–28,00 je také příležitostí, i když levná koruna negarantuje, že nebude ještě levnější. Je těžké předvídat, jak přesně bude vypadat ekonomika po pandemii. Lze si však odpovědět na tři důležité předpoklady, které kurz ovlivní:

#### 1/ Bude česká ekonomika zaostávat za eurozónou?

Česká ekonomika klesla v 1Q20 o 3,6 % proti 4Q19 (anualizovaně o 13,6 %) a probíhající čtvrtletí bude ještě horší. Pro měnový kurz je důležitější předpoklad, **jak ožije česká ekonomika v porovnání s eurozónou, než samotné tempo oživení.** Jsou tu dva silné důvody, aby česká ekonomika v oživení za eurozónou nezaostávala.

Tím prvním je **výraznější uvolnění měnových podmínek v Česku než v eurozóně** – oslabením měnového kurzu a poklesem úrokových sazeb.

Druhým důvodem je **výrazně nižší domácí úroveň dluhu než v eurozóně,** když bude oživení ekonomiky taženo nárůstem dluhu. Efekt nárůstu dluhu na výkon ekonomiky je o efektivitě výdajů (zde těžko dělat předpoklady Česko vs. eurozóna), ale také o výši dluhu. Četný ekonomický výzkum ukazuje, že s rostoucím zadlužením klesá mezní produktivita dluhu na HDP, a to i s rekordně nízkými úrokovými sazbami na obsluhu dluhu. To bylo ostatně viditelné již ve snahách o oživení evropských ekonomik růstem zadlužení v předchozích letech.

#### 2/ Bude na trhu méně eur k prodeji?

Koruna k euru výrazně oslabila kvůli očekávání hospodářské krize a propadu korunových úrokových sazeb, ale také propadu přílivu eur z reálné ekonomiky. Vzhledem k dlouhodobě přebytkovému zahraničnímu obchodu dopadlo odstavení továren a omezení na hranicích silněji na vývozy než na dovozy. To naznačují i první dostupná makro čísla za březen. Tempo oživení exportů (tedy nových eur) je s otazníky kvůli pomalému znovuotevření v zahraničí. Můžeme však předpokládat **zpožděný vývoj dovozů (meziprodukce i spotřební importy) a zejména odlivu dividend**. Vedle doporučení ČNB finančnímu sektoru zdržet se výplaty dividend je prostým faktem, že pokles zisků je následován poklesem dividend.

### 3/ Co udělá na trhu ČNB?

Kurzová politika ČNB je divokou kartou – podpoří korunu, nebo naopak ještě oslabí? ČNB neintervenovala přímo na trhu proti přílišnému oslabování koruny, ale prohlášení o připravenosti a rychlé schválení zákona rozšiřující její pravomoci na FX trh zapůsobila. Je nutno říci, že ČNB k návratu na trh zatím neměla důvod – vítané oslabení měny v recesi (uvolnění měnových podmínek) nepřerostlo v masivní odliv kapitálu, který by ohrozil finanční stabilitu. **Předpoklad, že ČNB vstoupí do trhu, dojde-li k masivnímu odlivu kapitálu, se jeví jako platný.**

Na druhou stranu z ČNB zní také úvahy o nekonvenčních opatřeních, bude-li třeba, v čele s již odzkoušenými devizovými intervencemi. Proti tomuto předpokladu ještě levnější koruny hovoří to, že velké oslabení koruny již přišlo a je podhodnocená. Rozpočtová politika navíc působí ve stejném směru jako měnová. **Situace je tak hodně odlišná od roků 2012/13, kdy byla koruna mírně nadhodnocená a slabá ekonomika procházela rozpočtovým utahováním opasků.**

## FORWARDY A ALTERNATIVY NA KRATŠÍ HORIZONT

Měnový kurz se zklidnil. Rozhodování a případná exekuce nákupu levné koruny tak není adrenalinová záležitost jako při kurzovém skoku v březnu, potenciálně ještě letos, až koruna zareaguje na odeznívání krize. Je tak i více času zvážit alternativy nákupu korun na dlouho.

**Na delší horizont nejlépe vypadá obyčejný forward** (zhruba stejný jako spotový kurz), protože v delším výhledu je pravděpodobnější, že se kurz vrátí z vychýlení zpět. **V kratším horizontu však valuace kurzu hrají menší roli. Pro nákup korun v horizontu např. 12 měsíců zvažte alternativy** k forwardu kurzu, které poskytují participaci na oslabení koruny.

Prosté měnové opce jsou po březnovém skoku kurzu stále relativně drahé (vysoká volatilita), proto jsou vhodnější opční strategie, které dávají jen omezenou možnost svést se na případném oslabení koruny – např. zajištění pásmem nejhoršího a nejlepšího kurzu (collar). **Očekáváte-li, že znovuposílení koruny nebude moc rychlé, je možné parametry pásma vylepšit omezením rozsahu zajištění proti posílení koruny, tj. strategie racek (seagull).**

Příklad: zajištění na prodej eur / nákup korun na 12M, kdy par-forwardový kurz je 27,40, seagull dává zajištění 26,50–27,00 a participaci k 28,00.

Bude-li kurz 26,50–27,00, prodáváte za 27,00.

Bude-li kurz pod 26,50, prodáváte za spot +50 haléřů (např. spot 26,20 = váš kurz 26,70).

Bude-li kurz 27,00–28,00, prodáváte za spot.

Bude-li kurz nad 28,00, prodáváte za 28,00.

**Pro návrhy a nabídky vhodných zajišťovacích produktů s parametry vyhovujícími vaší situaci kontaktujte naše dealery.**

## Kontakty

### Miroslav Plojhar

Market Strategist a Client Solutions

tel: 224 995 520

e-mail: [mplojhar@csas.cz](mailto:mplojhar@csas.cz)

### Tomáš Pícek

Manažer obchodů Treasury pro firemní klienty

pro firemní klienty

tel.: 224 995 511

e-mail: [tpicek@csas.cz](mailto:tpicek@csas.cz)

### Obchody Treasury pro korporátní klienty

<b>Vít Horník</b>	Treasury Sales	tel.: 224 995 530	e-mail: <a href="mailto:vhornik@csas.cz">vhornik@csas.cz</a>
<b>Jitka Pešková</b>	Treasury Sales	tel.: 224 995 503	e-mail: <a href="mailto:jjpeskova@csas.cz">jjpeskova@csas.cz</a>
<b>Lukáš Moravec</b>	Treasury Sales	tel.: 224 995 585	e-mail: <a href="mailto:lmoravec@csas.cz">lmoravec@csas.cz</a>

### Obchody Treasury pro střední a malé podniky

<b>Richard Matysčák</b>	Treasury Sales	tel.: 224 995 575	e-mail: <a href="mailto:rmatyscak@csas.cz">rmatyscak@csas.cz</a>
<b>Jan Urich</b>	Treasury Sales	tel.: 224 995 545	e-mail: <a href="mailto:jurich@csas.cz">jurich@csas.cz</a>
<b>Petr Lojka</b>	Treasury Sales	tel.: 224 995 529	e-mail: <a href="mailto:plojka@csas.cz">plojka@csas.cz</a>
<b>Robert Vítík</b>	Treasury Sales	tel.: 224 995 584	e-mail: <a href="mailto:rvitik@csas.cz">rvitik@csas.cz</a>
<b>Lukáš Macháček</b>	Treasury Sales	tel.: 224 995 500	e-mail: <a href="mailto:lmachacek@csas.cz">lmachacek@csas.cz</a>
<b>Marie Bartošová</b>	Treasury Sales	tel.: 224 995 573	e-mail: <a href="mailto:mabartosova@csas.cz">mabartosova@csas.cz</a>
<b>Daniel Maděra</b>	Treasury Sales	tel.: 224 995 583	e-mail: <a href="mailto:dmadera@csas.cz">dmadera@csas.cz</a>

## Důležitá upozornění (tzv. disclaimer)

**Tento dokument byl vytvořen jako doplňkový zdroj informací k podpoře a marketingu transakcí, kterými se dokument zabývá.** Není nabídkou ani propagací nákupu či prodeje cenných papírů, komodit či jiných finančních instrumentů ani nabídkou na účasti na obchodní strategii. **Tento dokument je marketingový dokument Obchodů Treasury České spořitelny, a.s. Tento dokument není research report a nebyl připraven nezávislým researchem České spořitelny, a.s.** Názory v tomto dokumentu, pokud není řečeno jinak, jsou názory autorů a mohou se lišit od názoru researche České spořitelny, a.s. Tento dokument je založen na nejlepších informačních zdrojích dostupných v době tisku. Použité informační zdroje jsou všeobecně považované za spolehlivé, avšak **Česká spořitelna, a.s. neručí za správnost a úplnost uvedených informací.** Názory v materiálu prezentované odrážejí naše nejlepší znalosti ke dni vydání publikace a mohou se změnit bez udání důvodu. **Veškeré informace a doporučení jsou pouze pro ilustraci a jsou ve své podstatě předběžné a obecné.** Další informace o možných transakcích jsou dostupné na vyžádání. V případě plánovaného uskutečnění transakce musí být informace v tomto dokumentu plně nahrazeny „term-sheet“ či prospektem. **Rozhodnutí uskutečnit transakci by mělo být pouze na základě finálního „term-sheet“ či prospektu.** Minulá výkonnost finančních nástrojů nezaručuje srovnatelnou budoucí výkonnost. Různé finanční nástroje a investice s sebou nesou různý stupeň investičního rizika. Hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní částky. Česká spořitelna, a.s. nepřebírá odpovědnost za případné ztráty způsobené přímo či nepřímo využitím informací v tomto dokumentu. Česká spořitelna, a.s., Erste Bank Group, jejich dceřiné společnosti a klienti mohou mít pozice ve finančních nástrojích uvedených v dokumentu, mohou obchodovat s finančními nástroji společností uvedených v dokumentu nebo mohou společností uvedených v dokumentu poskytovat investiční nebo bankovní služby. **Správním úřadem vykonávajícím dozor nad Českou spořitelnou, a.s. je Česká národní banka.**