

# Veřejná analýza

*Euro - short: Sázka na problémy Evropy*

Petr Čermák, analytik, [cermak@colosseum.cz](mailto:cermak@colosseum.cz)

04. 11. 2011



**Colosseum, a.s.**

Londýnská 59, 120 00 Praha 2, Czech Republic

Tel.: +420 2460 888 88, Fax: +420 2460 888 89

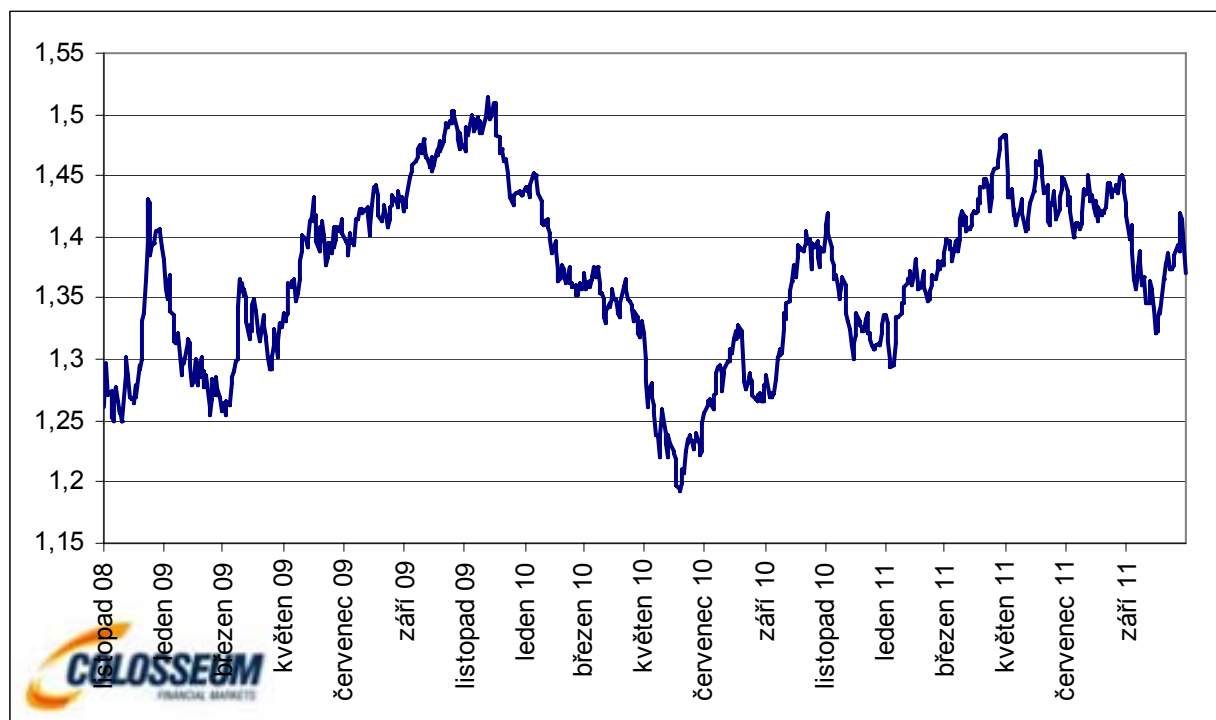
[info@colosseum.cz](mailto:info@colosseum.cz), [www.colosseum.cz](http://www.colosseum.cz)



## Shrnutí

Eurozóna se v posledních několika měsících potýká s největšími problémy od jejího vzniku. Řecko zbankrotovalo a pod tlak se dostává i zbytek zemí ze seskupení PIIGS (Portugalsko, Irsko, Itálie, Řecko, Španělsko). Nekončící jednání v rámci čelních představitelů eurozóny vedla k vytvoření záchranného plánu, který měl na několik měsíců uklidnit nervózní finanční trhy. Vzápětí ovšem překvapilo Řecko, které oznámilo záměr vypsat referendum o dalším balíku finanční pomoci, čímž opět šokovalo trhy. Potíže Evropy nezmizely a záchranná opatření pouze oddalují nevyhnutelné. Starému kontinentu hrozí v následujících měsících recese. Francie se obává snížení úvěrového ratingu. Na situaci reaguje i jednotná evropská měna. Několikaměsíční růst se zastavil a euro pomalu ztrácí půdu pod nohama. Na základě fundamentální a technické analýzy očekáváme, že jednotná evropská měna v průběhu 3-6 měsíců vůči americkému dolaru oslabí na úroveň 1,30.

**Obrázek 1:** Nearest futures kontrakt eura vůči USD (Zdroj: CSI)

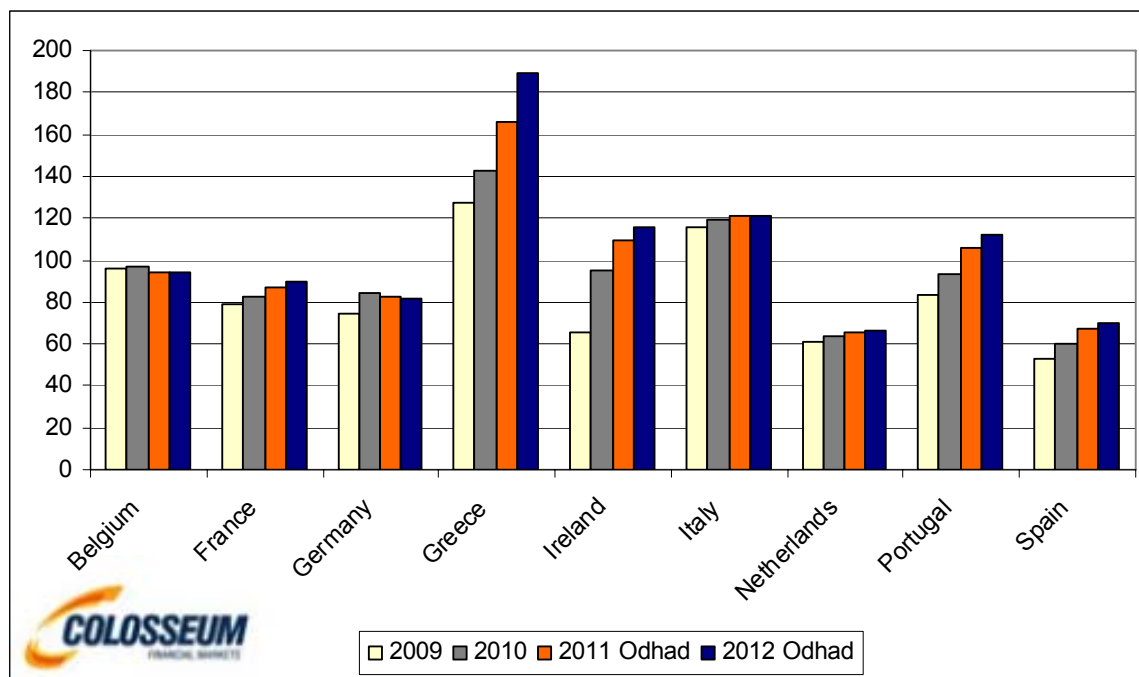


# Hlavní důvody pro pokles eura:

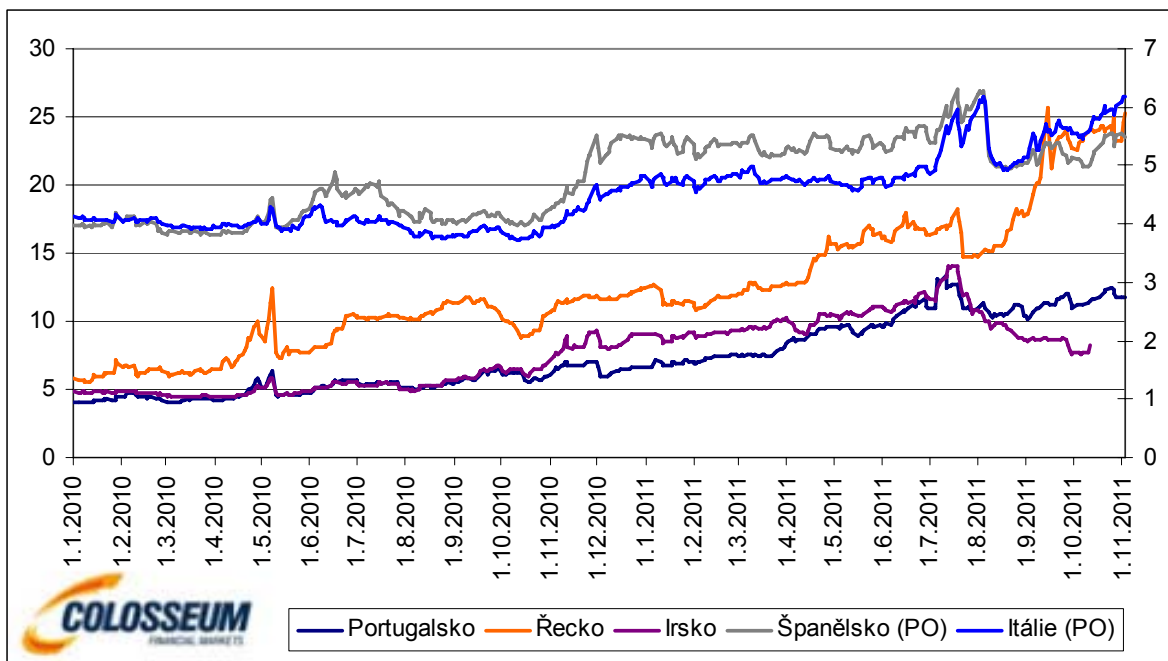
## 1. Dluhová krize pokračuje

Finanční krize v roce 2008 vedla k záchranným krokům, které v historii nemají obdoby. A to jak v případě monetární, tak v případě fiskální politiky. Zároveň definitivně oddělila nezodpovědné od zodpovědných. Země, které si v minulosti žily nad poměry a nedbaly fiskální disciplíny, se nyní potýkají s vážnými problémy. Krach Lehman Brothers a následná globální recese se stala spouštěčím faktorem dluhové krize v Evropě. Největší hříšník eurozóny (Řecko) zbankrotoval. Do potíží se dostalo Irsko a Portugalsko. Oba státy byly nuceny požádat o pomoc. Nejistota převzala otěže a pod tlakem se nyní nachází i Itálie nebo Španělsko. Zástupci eurozóny, MMF a Evropské centrální banky několik měsíců hledají východisko z problematické situace. Výnosnosti desetiletých dluhopisů raketově rostou, což je patrné z obrázku 3. Státy tak musí platit na finančních trzích mnohem vyšší úroky než v minulosti. Řecko si aktuálně může půjčit od investorů finanční prostředky na 10 let za 25,3%, Portugalsko za 11,78%, Španělsko za 5,48% a Itálie za 6,2%. Irsko si na začátku října mohlo půjčit za 8,2%. Za stávajících podmínek je pro řadu zemí financování velmi drahé a dlouhodobě neudržitelné. Velikost dluhu k HDP (obrázek 2) se podle odhadů MMF bude v následujících letech v řadě problematických zemí nadále zvyšovat. Po Řecku se nejvyšším poměrem "pyšní" Itálie (2010-119%; 2012-121,4%) a do roku 2012 by ji mělo dohnat Portugalsko i Irsko. Uspokojivé řešení, jak dlouhodobě snížit vysoké zadlužení výše uvedených zemí, které by vyhovovalo politikům v Evropě, se prozatím nenašlo. Prozatím jsou podávaným lékem úsporná opatření, která podvazují růst eurozóny. Nervozita spojená s vysokými dluhy jednotlivých států zřejmě ještě zdaleka neskončila.

**Obrázek 2:** Zadlužení jednotlivých zemí k HDP (Zdroj: MMF)



**Obrázek 3: Výnosnost desetiletých dluhopisů (Zdroj: Bloomberg)**



## 2. Řecko čeká referendum

Problémy Řecka byly spouštěcím mechanismem dluhové krize v Evropě. Po dlouhých průtazích je nyní všem jasné, že země zbankrotovala. Čelní představitelé eurozóny se již jen snaží minimalizovat dopady. Cílem je řízený bankrot země. Byl představen balík záchranných opatření, které by měly stabilizovat situaci v eurozóně a zabránit šíření dluhové krize. Na konci října přišli čelní představitelé s plánem na dočasné řešení v regionu. Řecký dluh držený soukromými subjekty by měl být z 50 procent odepsán. Stabilizační fond EFSF by měl být navýšen na 1 bilion EUR. Dále bychom se měli dočkat rekapitalizace bank. Právě bankovní sektor bude odpisy dluhopisů citelně poznamenán. Představené kroky uspokojily investory a na finanční trhy se vrátil optimismus. Vzápětí ovšem všem investorům zmrzl úsměv na tváři, když Řecko šokovalo finanční svět záměrem vypsat referendum o dalším balíku poskytované pomoci. Prohlášení podkopalo veškeré předchozí snahy o stabilizaci situace. Pokud by Řekové pomoc neschválili, potom by se dluhová krize bezesporu zhoršila, což by se negativně odrazilo i na jednotné evropské měně. Německo a Francie reagovaly na zprávu o referendu zastavením veškeré pomoci, dokud občané na počátku prosince nerozhodnou o setrvání země v eurozóně. Zcela zásadní tak bude, jak bude položena otázka v referendu. Samotná formulace bude klíčem k případnému úspěchu či neúspěchu.

## 3. Reálné riziko snížení ratingu Francie

Francie je spolu s Německem páteřní zemí, která financuje záchranné operace v rámci eurozóny. Doposud se mohla pyšnit nejvyšším ratingem AAA. Na obloze se ovšem začínají stahovat mračna. Agentura Moody's varovala před možným snížením úvěrového hodnocení. Případně

snížení by bylo pro eurozónu dalším šokem. Japonská Mizuho Corporate Bank varovala, že pokles úvěrového hodnocení Francie by snížil úvěrovou kapacitu evropského záchranného fondu EFSF o 35 procent. Ztráta AAA ratingu by snížila schopnost země garantovat dluhy fondu. EFSF má být přitom zcela zásadním pilířem při stabilizaci dluhové krize.

**Tabulka 1: Rating jednotlivých zemí (Zdroj: Bloomberg)**

Země	Moody's	S&P	Fitch
Rakousko	Aaa	AAA	AAA
Belgie	Aa1	AA+	AA+
Kypr	Baa1	BBB+	BBB
Estonsko	A1	AA-	A+
Finsko	Aaa	AAA	AAA
Francie	Aaa	AAA	AAA
Německo	Aaa	AAA	AAA
Řecko	Ca	CC	CCC
Irsko	Ba1	BBB+	BBB+
Itálie	A2	A	A+
Lucembursko	Aaa	AAA	AAA
Malta	A2	A	A+
Nizozemí	Aaa	AAA	AAA
Portugalsko	Ba2	BBB-	BBB-
Slovensko	A1	A+	A+
Slovinsko	Aa3	AA-	AA-
Španělsko	A1	AA-	AA-

Ratingové agentury navíc dále pokračují ve snižování úvěrového hodnocení vybraným zemím eurozóny. V tabulce 2 jsou znázorněny garance jednotlivých zemí ve fondu EFSF, který by měl být hlavním prostředkem v boji proti dluhové krizi v Evropě. Čísla vycházejí ze záruk za 780 mld. euro, nicméně i po navýšení na 1 bilion je pravděpodobné, že procentuální záruky jednotlivých zemí zůstanou nezměněny. Největší podíl nese na svých bedrech Německo (27,1%), dále již zmiňovaná Francie (20,3%), jejíž rating je v ohrožení, dále pak Itálie (17,9%) a Španělsko (11,9%). Poslední dvě země jsou zodpovědné za 29,7% celkových garancí. Je to přitom právě Itálie a Španělsko, které jsou po Řecku, Portugalsku a Irsku žhavými kandidáty na čerpání prostředků z fondu.

**Tabulka 2: Garance jednotlivých zemí ve fondu EFSF (Zdroj: [www.efsf.europa.eu](http://www.efsf.europa.eu))**

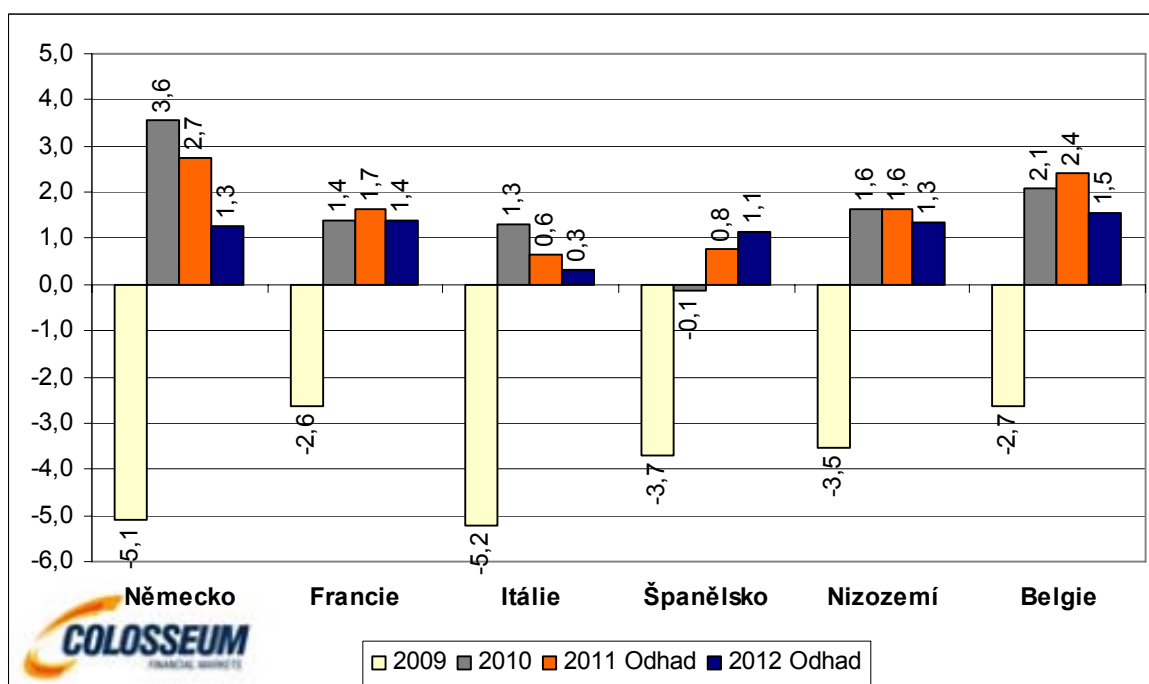
mld. EUR	Garance jednotlivých zemí	% podíl
Německo	211,1	27,1%
Francie	158,5	20,3%
Itálie	139,3	17,9%
Španělsko	92,5	11,9%
Nizozemí	44,5	5,7%
Belgie	27	3,5%
Řecko	21,9	2,8%
Rakousko	21,6	2,8%
Portugalsko	19,5	2,5%
Finsko	14	1,8%
Irsko	12,4	1,6%
Slovensko	7,7	1,0%
Slovinsko	3,7	0,5%
Estonsko	2	0,3%
Lucembursko	2	0,3%
Kypr	1,5	0,2%
Malta	0,7	0,1%
	<b>779,9</b>	<b>100,0%</b>

Z výše uvedeného je tedy zcela zjevné, že záchrana eurozóny leží na bedrech Německa, Francie a případně Nizozemí. Prostor pro další zadlužování je nicméně i zde omezen. Francii hrozí již nyní snížení ratingu. Dluh k HDP se pohyboval v roce 2010 na úrovni 83,4%, 82,3% a 63,7%. Pomoc navíc naráží na odpor ze strany voličů, který se dříve či později naplno projeví.

## 4. Eurozóně hrozí recese

V dlouhodobém horizontu jsou úsporná opatření a fiskální disciplína jednotlivých zemí krokem správným směrem. Krátkodobě ovšem povedou k poklesu hospodářského růstu, což se již nyní začíná projevovat. Slabší růst znamená nižší příjmy z výběru daní a větší než očekávané schodky státních rozpočtů. Na obrázku 4 je znázorněn odhad růstu HDP v 6 největších ekonomikách eurozóny (seřazeno zleva doprava podle velikosti HDP). Z grafu je zřejmé, že v 5 ze 6 případů bychom se měli v roce 2012 dočkat nižšího růstu HDP. Situace se může ještě zhoršit a vyloučena není ani varianta návratu recese do eurozóny. Evropská centrální banka prozatím udržuje úrokové sazby na úrovni 1,5%. I nadále ji trápí vysoká inflace (3,0%), která překračuje dlouhodobý cíl banky. Díky zpomalujícímu hospodářskému růstu ve světě a poklesu cen komodit by ovšem inflační tlaky mohly v nejbližších týdnech polevit. ECB by pak pravděpodobně přistoupila ke snížení úrokových sazeb, aby podpořila hospodářský růst v eurozóně. Pokles sazeb by byl pro jednotnou evropskou měnu nepříznivou zprávou.

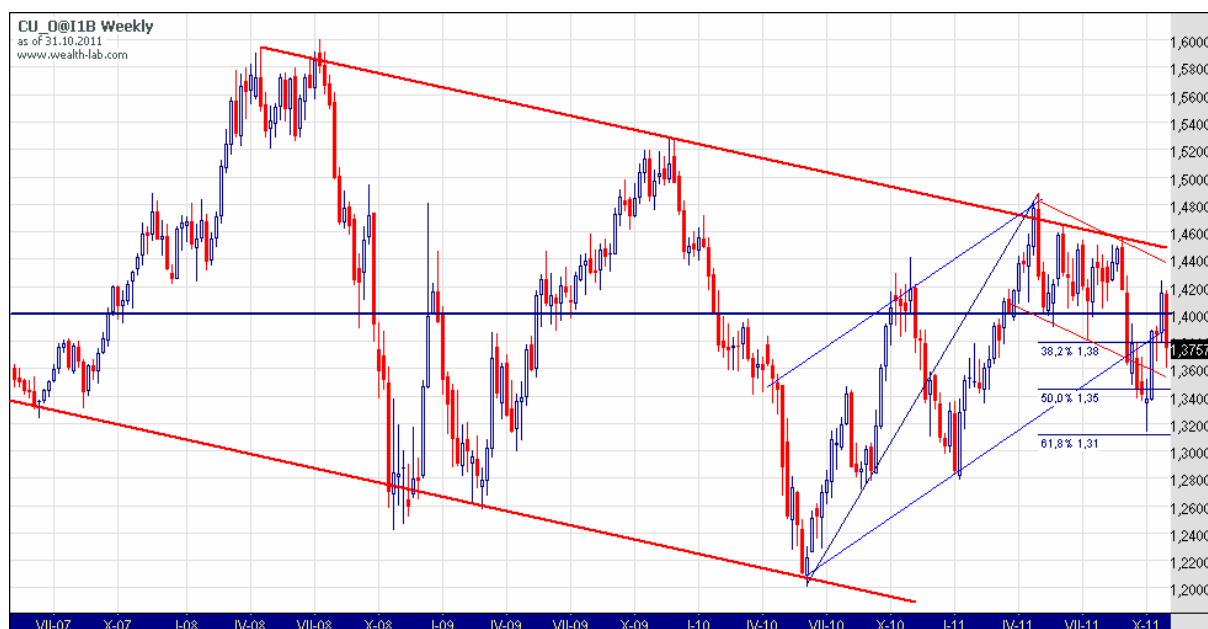
**Obrázek 4:** Odhad procentuálního růstu HDP v jednotlivých zemích (Zdroj: MMF)



## Technická analýza

Euro se několik měsíců nacházelo v růstovém obchodním pásmu. Na přelomu dubna a května nicméně narazilo na dlouhodobou downtrendovou linii, kterou se nepodařilo překonat. V následujících měsících ji několikrát otestovalo, nicméně k prolomení nedošlo a jednotná evropská měna zamířila k jihu. Došlo k prolomení supportu na úrovni 1,40 a k 61,8% korekci předchozího růstu, který trval od června 2010 do dubna 2011. Následovala korekce vzhůru a prolomení předchozího supportu, ze kterého se stala rezistence. Aktuálně se však euro vrátilo opět pod důležitou hranici. V následujících měsících by mohlo otestovat psychologickou hranici na úrovni 1,30.

**Obrázek 5:** Týdenní graf futures eura upravený o efekt rolování (Zdroj: CSI)



Z denního grafu je zřejmé, že euro pokleslo pod dlouhodobý 200 denní klouzavý průměr, který zatím nicméně stále směřuje vzhůru. Střednědobý 50 denní již míří k jihu. Aktuálně se nacházíme na supportu na úrovni 1,37. V průběhu následujících měsíců by euro mohlo poklesnout až k úrovni psychologického supportu na 1,30, což je těsně pod 61,8% korekci předchozího růstu (1,31).

## Strategie

Vhodnou strategií je prodej futures kontraktu na burze CME. Pozici lze ochránit nákupem call opce, která umožní obchod držet i při jakýchkoliv výkyvech ceny v opačném než očekávaném směru. Např. prosincová call 1.40 má aktuálně kurz 0,0148, tedy stojí 1850 USD. Nákupem call opce vznikne v kombinaci se short futures kontraktem strategie s omezeným rizikem a neomezeným ziskovým potenciálem.

**Obrázek 6:** Denní graf futures eura upravený o efekt rolování (Zdroj: CSI)



## Možná rizika

1. Nečekané fiskální či monetární stimuly do ekonomiky
2. Řecko nevyhlásí referendum
3. Eurozóna zažije oživení hospodářského růstu
4. Rating Francie zůstane nezměněn

## Specifikace kontraktu

- Futures na euro, (CME Group, New York)
- Měsíc dodání prosinec 2011 (případně další měsíce při dlouhodobé investici)
- Objem kontraktu 125 000 euro
- Pohyb kurzu o 0,0001 dolaru znamená zisk/ztrátu 12,5 USD na kontrakt
- Margin 8 800 USD/kontrakt

Pro konkrétní pokyny ke vstupu a výstupu z trhu a nastavení rizik kontaktujte pracovníka společnosti Colosseum, a.s.

# Colosseum, a. s.

Obchodník s cennými papíry

## Široké portfolio služeb pro každého investora

**Asistent:** Začínající investor s plnou podporou makléře

**Max:** On-line obchodování pro zkušené investory

**Asset Management:** Správa portfolia profesionálními managery

## Komodity, Forex, CFDs

On-line investování - Semináře - Vzdělávání - Analýzy - Zpravodajství

Bližší informace o trzích, službách a rizicích naleznete na:

[www.colosseum.cz](http://www.colosseum.cz)



## UPOZORNĚNÍ

TATO ZPRÁVA JE POUZE INFORMATIVNÍ A NENÍ MYŠLENA JAKO NÁVRH NEBO NABÍDKA KE KOUPI ČI PRODEJI JAKÉKOLIV KOMODITY, FUTURES KONTRAKTU, OPCE NEBO JINÉHO INVESTIČNÍHO NÁSTROJE. FAKTA A INFORMACE ZDE OBSAŽENÉ JSOU ZÍSKÁNY ZE ZDROJŮ, KTERÉ COLOSSEUM, A.S. („SPOLEČNOST“) POVAŽUJE ZA VĚROHODNÉ, S TÍM, ŽE ZA PŘESNOST A SPOLEHLIVOST INFORMACÍ OBSAŽENÝCH V TĚCHTO ZDROJÍCH ODPOVÍDÁ JEJICH ZDROJ. SPOLEČNOST NEODPOVÍDÁ ZA TYPOGRAFICKÉ CHYBY V TĚTO ZPRÁVĚ. VEŠKERÉ NÁZORY A ODHADY V TĚTO ZPRÁVĚ VYJADŘUJÍ NÁZOR SPOLEČNOSTI K DATU TĚTO ZPRÁVY A VYHRAZUJE SI PRÁVO NA JEJICH ZMĚNU BEZ PŘEDCHOZÍHO UPOZORNĚNÍ.

SPOLEČNOST, JEJÍ POBOČKY, PŘEDSTAVITELÉ A/NEBO ZAMĚSTNANCI MOHOU, ALE NEMUSÍ KDYKOLIV DRŽET KRÁTKÉ A/NEBO DLOUHÉ POZICE V JAKÉKOLIV KOMODITĚ, FUTURES KONTRAKTU, OPCII NEBO JINÉM INVESTIČNÍM NÁSTROJI ZMIŇOVANÉM V TĚTO ZPRÁVĚ. PŘÍKAZY UVEDENÉ V TOMTO DOKUMENTU MOHOU BÝT POUZE ILUSTRATIVNÍ A SPOLEČNOST JE MŮŽE, ALE NEMUSÍ PROVÁDĚT NA TRHU. VEŠKERÉ NÁZORY V TĚTO ZPRÁVĚ JSOU NÁZORY ANALYTICKÉHO ODDĚLENÍ SPOLEČNOSTI. OSTATNÍ POSKYTOVATELÉ INVESTIČNÍCH SLUŽEB NEBO JINÉ PUBLIKACE MOHOU VYJADŘOVAT ROZDÍLNÝ NEBO PROTICHŮDNÝ NÁZOR. NÁZORY V TĚTO ZPRÁVĚ MOHOU BÝT ZALOŽENY NA RŮZNÝCH ANALYTICKÝCH METODÁCH NEBO DISCIPLÍNÁCH. NAPŘÍKLAD FUNDAMENTÁLNÍ A TECHNICKÁ ANALÝZA OBVYKLE POUŽÍVAJÍ RŮZNÉ METODY A ODLIŠNÉ ČASOVÉ OBDOBÍ, PROTO MOHOU ČINIT RŮZNÉ ZÁVĚRY OHLEDNĚ VÝVOJE STEJNÉ KOMODITY, TERMÍNOVÉHO KONTRAKTU NEBO JINÉHO INVESTIČNÍHO NÁSTROJE. SKUTEČNOSTI, KTERÉ V BUDOUCNU NASTANOU, SE MOHOU OD INFORMACÍ UVEDENÝCH V TĚTO ZPRÁVĚ VÝZNAMNĚ LIŠIT A MOHOU TAK VÝZNAMNĚ OVLIVNIT ANALÝZU OBSAŽENOU V TĚTO ZPRÁVĚ, PŘIČEMŽ INTERVAL BUDOUCÍCH ZMĚN NENÍ MOŽNÉ PŘEDEM STANOVIT.

INVESTIČNÍ STRATEGIE POPISOVANÉ V TĚTO ZPRÁVĚ JSOU RISKANTNÍ A NEJSOU VHODNÉ PRO KAŽDÉHO INVESTORA. POKUD PLNĚ NEPOROZUMÍTE PODMÍNKÁM A RIZIKŮM POPISOVANÝCH OBCHODŮ, VČETNĚ ROZSAHU POTENCIÁLNÍHO RIZIKA ZTRÁTY, KTERÉ MŮŽE DOSÁHNOUT A V URČITÝCH PŘÍPADECH I PŘESÁHNOUT HODNOTU PŮVODNÍ INVESTICE, MĚLI BYSTE SE TAKOVÝCH OBCHODŮ ZDRŽET. VÝSLEDKY INVESTIC MINULÉHO OBDOBÍ NEJSOU ZÁRUKOU VÝNOSŮ BUDOUCÍCH. ANALÝZA OBSAŽENA V TĚTO ZPRÁVĚ JE POUZE UKÁZKOVÁ A MOHOU, ALE NEMUSÍ BÝT NA JEJÍM ZÁKLADĚ PROVÁDĚNY OBCHODY V RÁMCI SLUŽBY ASISTENT. V ŽÁDNÉM PŘÍPADĚ SE NEJEDNÁ O KOMPLETNÍ PŘEHLED VŠECH OBCHODŮ, KTERÉ PROBÍHAJÍ V RÁMCI SLUŽBY ASISTENT. VYUŽIJETE-LI INVESTIČNÍCH DOPORUČENÍ SPOLEČNOSTI, ČINÍTE TAK VÝHRADNĚ NA ZÁKLADĚ VLASTNÍHO ROZHODNUTÍ. INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ POSKYTNUTÉ SPOLEČNOSTÍ SE V BUDOUCNU MŮŽE UKÁZAT JAKO NESPRÁVNÉ, INVESTICE UČINĚNÉ NA JEHO ZÁKLADĚ MOHOU BÝT ZTRÁTOVÉ. SPOLEČNOST MŮŽE V ZÁVISLOSTI NA DALŠÍM VÝVOJI KDYKOLIV SVÉ DOPORUČENÍ V BUDOUCNU ODVOLAT NEBO ZMĚNIT, A TO I NA OPAČNÉ. SPOLEČNOST VÁM POSKYTUJE POUZE INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ, SAMOTNÁ INVESTIČNÍ ROZHODNUTÍ JSOU VŽDY NA VÁS A NESETE ZA NĚ PLNŮU ODPOVĚDNOST. TATO ANALÝZA NENÍ INVESTIČNÍ SLUŽBOU VE SMYSLU UST. § 4 ODS. 2 PÍSM. E) ZÁKONA O PODNIKÁNÍ NA KAPITÁLOVÉM TRHU – INVESTIČNÍ PORADENSTVÍ TÝKAJÍCÍ SE INVESTIČNÍCH NÁSTROJŮ. POPLATKY SOUVISEJÍCÍ S OBCHODOVÁNÍM NEGATIVNÍM ZPŮSOBEM OVLIVŇUJÍ VÝSLEDEK INVESTOVÁNÍ. POPLATKY JSOU UPLATŇOVÁNY, I KDYŽ JE VÝSLEDKEM OBCHODU ZTRÁTA.

NA TUTO ZPRÁVU SE VZTAHUJE VYHLÁŠKA Č. 114/2006 SB., O POCTIVÉ PREZENTACI INVESTIČNÍCH DOPORUČENÍ. V TĚTO ZPRÁVĚ JE UVEDENA OSOBA, KTERÁ PRO SPOLEČNOST TUTO ZPRÁVU VYTVOŘILA NEBO PŘIPRAVILA. SPRÁVNÍM ÚŘADEM, KTERÝ NAD SPOLEČNOSTÍ VYKONÁVÁ DOZOR, JE ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. DLE NÁZORU SPOLEČNOSTI NEEXISTUJÍ OKOLNOSTI, KTERÉ BY MOHLY NARUŠIT OBJEKTIVITU TĚTO ZPRÁVY. ODMĚNA OSOB, KTERÉ SE PODÍLELY NA TVORBĚ TĚTO ZPRÁVY, NENÍ ODVOZENA OD OBCHODŮ SPOLEČNOSTI. PŘÍPADNÝ STŘET ZÁJMŮ VE VZTAHU K TĚTO ZPRÁVĚ JE UPRAVEN VNITŘNÍMI PŘEDPISY SPOLEČNOSTI. VÍCE INFORMACÍ ZÍSKÁTE NA [WWW.COLOSSEUM.CZ](http://WWW.COLOSSEUM.CZ).

© 2011 COLOSSEUM, A.S. VŠECHNA PRÁVA VYHRAZENA. JAKÉKOLIV NEAUTORIZOVANÉ POUŽITÍ, DUPLIKACE NEBO ŠÍŘENÍ TOHOTO MATERIÁLU JE ZAKÁZANO.

### Colosseum, a. s.

Londýnská 59, 120 00 Praha 2

Tel.: +420 2460 888 88, Fax: +420 2460 888 89

[info@colosseum.cz](mailto:info@colosseum.cz), [www.colosseum.cz](http://www.colosseum.cz)

### Colosseum, a.s. pobočka SR

Karadžičova 10, 821 08 Bratislava 2

Tel.: +421 233 070 101, Fax: +421 233 070 102

[info@colosseum.sk](mailto:info@colosseum.sk), [www.colosseum.sk](http://www.colosseum.sk)