



Investiční doporučení: long USD/CZK

29. listopadu 2007

Podle našeho názoru došlo k přestřelení jak u kurzu koruny k euru (koruna je silnější než by odpovídalo fundamentální situaci) tak u dolaru (příliš pesimistický pohled na americkou ekonomiku, výrazné odtržení kurzu od reálné kupní síly – parity kupní síly). Záležet bude jednak na vývoji úrokového diferenciálu k eurozóně (tedy především na tom jak výrazně Fed sníží sazby) a na tom nakolik výrazně zpomalí americká ekonomika. My počítáme s „měkkým přistáním“, pokud by došlo k recesi kurz dolar by ještě oslabil. Podle našeho názoru by kombinace oslabení koruny k euru a posílení dolaru měla kurz vrátit v půlročním horizontu na 19,50, doporučení má navíc pozitivní úrokový výnos.

Průměr	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08
EUR/CZK	28,1	28,3	28,0	27,0	27,1	27,2	26,6	26,5
USD/CZK	21,4	21,0	20,3	18,7	18,9	19,5	19,3	19,2
EUR/USD	1,31	1,35	1,38	1,45	1,43	1,40	1,38	1,38

- U americké ekonomiky počítáme se zpomalením růstu v příštím roce do okolí 2%. Riziko recese existuje, ale podle našeho názoru makroekonomická data neukazují, že by bylo výrazné. Vážné problémy se omezují na sektor nemovitostí a částečně finanční sektor, zbytek ekonomiky je zdravý. Trh práce zůstává silný, spolu s trvajícím růstem příjmů by měl pomoci udržet spotřebitelskou poptávku. Americké ekonomice by také měla pomoci zlepšená exportní konkurenceschopnost, související s významným slabením dolaru.

- Fed podle našeho názoru sníží sazby, počítáme spíše s příštím rokem, i když snížení na prosincovém zasedání FOMC nelze vyloučit. Pokud se uskuteční náš hlavní scénář měkkého přistání měly by sazby poklesnout na 4,0%, výraznější zpomalení ekonomiky by je poslalo ještě níže. Prostor pro snižování sazeb bude omezovat vyšší inflace, která by také měla nutit Fed k rychlému obratu cyklu úrokových sazeb až se ekonomika stabilizuje.

- Koruna v 1H07 neposilovala, naopak oslabovala. Podle našeho názoru za tímto vývojem nestály špatné domácí fundamentální faktory. Naopak domácí fundamenty nadále nabádají korunu k posilování. Avšak vyhrály tzv. carry trades, čili krátkodobé spekulativní nákupy

zahraničních aktiv financované z nízkoúročené české koruny.

- Srpnový obrat a posílení koruny naše hodnocení potvrdilo. Kumulace problémů se subprime hypotékami a s nimi spojenými deriváty zvýšilo rizikovou averzi a investoři začali uzavírat spekulativní pozice a zpět nakupovat CZK. Koruna tak skokově posílila k 27,2-27,4 EUR/CZK a to i přesto, že toky na běžném účtu platební bilance jsou v letních měsících negativní pro korunu. Koruna se tak vrátila na úroveň, která podle našich modelů odpovídala fundamentům.

- Nicméně druhá vlna ji zase posunula mimo, tentokrát na druhou stranu. Roli zde sehrál další růst rizikové averze a podle nás nepřiměřené obavy z recese americké ekonomiky. Ty oslabily dolar a investoři hledající měnu, kam peníze složit, opět zvolili korunu pro svou pověst bezpečného přístavu.

- Nicméně v horizontu 1H08 vidíme spíše prostor pro korekci koruny. Čekáme, že v případě naplnění našich očekávání ohledně vývoje globální ekonomiky a posílení dolaru, bude koruna korigovat své posílení a vidíme potenciál na návrat k 27,3 EUR/CZK.

Investiční horizont	6M		zisk
Instrument	USD 6M libor	CZK 6M pribor	USD/CZK
Vstupní úroveň (29.11.2007)	4,9063	3,99	17,925
Cílová úroveň			19,50
Zisk			8,79%