

EUR/USD ve stínu růstového diferenciálu mezi USA a EMU

	10Q3		10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
EUR/USD (průměr)	1,28	↑	1,22	1,18	1,19	1,22	1,18
EUR/USD (konec období)	1,25		1,20	1,16	1,20	1,21	1,18

Šipky indikují změnu oproti předchozímu odhadu

- **Akutní hrozba státního bankrotu některého z fiskálně slabších členů eurozóny pominula, což přináší úlevu pro euro. Jižní země eurozóny v čele se Španělskem nejenže jsou opět schopny emitovat vládní dluh, ale navíc se jim podařilo překlenout nejobtížnější měsíce z pohledu splátkového kalendáře tohoto roku. Z tohoto pohledu může být druhá polovina roku pro euro snadnější. Posílení společné evropské měny však má své limity. Příliš silná měna by akcelerovala proces hospodářské divergence mezi proexportním Německem na jedné straně a předluženým jihem eurozóny na straně druhé. To by zpětně vedlo k úvahám o udržitelnosti měnové unie.**

- **Hlavním tématem pro kurz eurodolaru bude v nadcházejícím období perspektiva hospodářského růstu, eventuální deflační tlaky a od toho odvozené chování centrálních bank v USA a eurozóně. Rizikem pro dolar zůstává možnost, že by opět přistoupil k expanzivní politice „kvantitativního uvolňování“ kdy by opět začal nakupovat dluhopisy do své bilance. Na tento scénář sice nesázíme, nicméně trhy na něj mohou spekulovat, což může dělat dolaru potíže. Naopak v delším horizontu vidíme v každém případě vyšší šance na zvýšení úrokových sazeb v USA než v eurozóně a proto věříme v další posílení dolaru.**

- **Ve střednědobém horizontu může dolar ovlivnit i americká politická scéna. Listopadové volby do amerického Kongresu by totiž mohly za jistých okolností přispět k dalšímu tlaku na zpevnění dolaru.**

Klíčové faktory

1. Obavy ze státního bankrotu některé předlužené země eurozóny ustoupily – euro si oddechne

Akutní hrozba toho, že by některý z fiskálně slabších států eurozóny zbankrotoval, zdá se s přijetím obrovského záchranného megabalíku a úsporných opatření v Řecku, Portugalsku a Španělsku pominula. Vzhledem k tomu, že se klíčovými zemím vzrostly rizikové prémie podařilo překlenout i nejtěžší okamžiky z hlediska splátkového kalendáře i akutní obavy z toho, že by např. Španělsko čelilo akutním likviditním problémům, nemusí ECB v takové

situaci nakupovat tolik vládních dluhopisů zemí skupiny PIGS (Portugal, Ireland, Greece, Spain) do své bilance, což byl jeden z hlavních důvodů proč euro tolik sláblo. V kurzu eura se totiž odráželo riziko, že se eurozóna rozpadne – toto riziko s ohledem na výše uvedené skutečnosti minimálně ve střednědobém horizontu pominulo a tím se snižuje i problém eurozóny – motivovaný tlak na další depreciaci společné evropské měny.

2. Diferenciál v hospodářském růstu mezi USA a eurozónou by měl vyznít pozitivně pro dolar

Hlavním tématem, které bude determinovat chování kurzu eurodolaru v druhé polovině roku 2010 a v roce 2011, bude růstový výhled pro americkou i evropskou ekonomiku. Hospodářský výhled pro USA a eurozónu totiž předurčí chování Fedu a ECB a tím úrokový diferenciál zůstává hlavním fundamentálním faktorem pro vývoj kurzu.

Pokud jde o americkou ekonomiku, trhy a konec konců i samotný Fed měly a stále ještě mají příliš vysoká očekávání ohledně růstu. Ten patrně v druhé polovině roku 2010 nebude v USA vyšší než 2 %, přičemž konsensus trhu je nastaven výše. Sladění trhu i Fedu s horším výhledem pro růst bude ve spojení s velmi nízkou americkou inflací znamenat, že budou růst sázky na to, že by Fed mohl svoji politiku opět změkčit. Ve hře je několik možností od snížení úročení bankovních rezerv až po opětovné nákupy amerických vládních dluhopisů. Pokud by se Fed k takové expanzivní politice ve světle horších makroekonomických dat uchýlil, nepochybně by to bylo velmi negativní zprávou pro dolar. Ač tento scénář není vůbec vyloučen není naším hlavním, neboť prozatím se nedomníváme, že by zpomalení růstu mělo být tak dramatické, aby Fed vyprovokovalo k opětovnému návratu politiky „kvantitativního uvolňování“, jež měla pro dolar velmi nepříznivé důsledky. Naopak po několika kvartálech slabšího růstu by se v roce 2011 americká ekonomika měla vrátit k lepším výsledkům, které by měly generovat více pracovních příležitostí a podnítit Fed i k opatrnému zvyšování úrokových sazeb.

Na rozdíl od Fedu, v případě hospodářského výhledu eurozóny a chování ECB, vidíme situaci poněkud jasněji, neboť jsme přesvědčeni, že navzdory dobrému výkonu německé ekonomiky bude centrální banka omezena

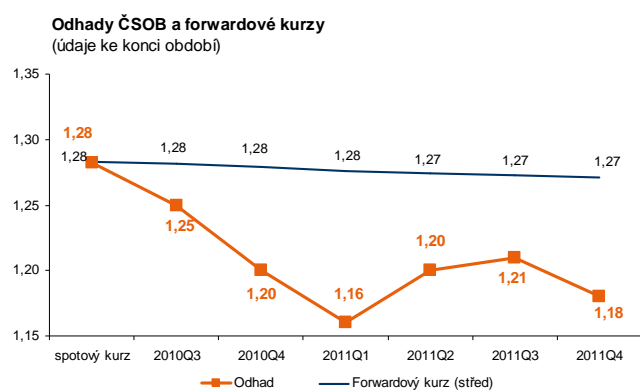
jakýmkoliv změnami v jižních státech měnové unie. ECB musí chtít nechtě podporovat uvolněnou politiku.

V součtu tedy neočekáváme, že by se mohl úrokový diferencál vyvíjet výrazně ve prospěch eurozóny (neboli, že by evropské sazby mohly růst rychleji než americké) a tedy i ve prospěch eura. Znamenalo by to totiž věřit na to, že může dojít k viditelnější divergenci mezi růstem americké a evropské ekonomiky. Podle našeho názoru je evropská ekonomika (resp. její nejsilnější německá část) na americké poptávce velmi závislá (zatímco v opačném případě tomu tak není) a proto si lze stěží představit, že by dokázala být proti hospodářskému zpomalení v USA imunní. Z tohoto titulu se domníváme, že jakékoliv výraznější zisky eura plynoucí ze slabosti americké ekonomiky mohou být jen dočasnou záležitostí.

3. Blížící se volby do Kongresu mohou vést k tvrdšímu postoji k rozpočtovému deficitu

Vedle velmi uvolněné měnové politiky to byly především obrovské rozpočtové deficity USA (ve výši přes 10 % HDP ročně), které vedly ke zpochybnování dolaru jakožto hlavní rezervní měny světa. Doplnovací volby do amerického senátu ukázaly, že americký volič začíná být znepokojen rychlým zadlužováním státu, což bude muset brát prezident Obama a jeho Demokratická strana před podzimními volbami do Kongresu v potaz. Výsledkem může být to, že si voliči vynutí rychlejší utahování fiskální politiky, které dle Obamova plánu počítá s poklesem rozpočtového deficitu na 4 % HDP v roce 2013. Pokud by se tak stalo a USA by si stanovily ještě ambicióznější plán pro konsolidaci stavu veřejných rozpočtů, pak budou mít v tomto ohledu před zeměmi eurozóny zjevný náskok, což by bylo jen další plus pro dolar.

Grafické shrnutí výhledu:



Informace obsažené v tomto dokumentu poskytuje Československá obchodní banka, a. s. (dále jen „ČSOB“) v dobré víře a na základě pramenů, které považuje za správné, důvěryhodné a odpovídající skutečnosti. Přesto ani ČSOB ani žádný z jejích zaměstnanců či zmocněnců nepřebírá žádnou právní odpovědnost ani záruku vůči klientovi za jakoukoliv informaci, která je obsažena v tomto dokumentu, a zároveň ČSOB nečiní žádné prohlášení ohledně přesnosti a úplnosti těchto informací. ČSOB také nepřebírá jakoukoliv odpovědnost za případnou ztrátu nebo škodu, kterou může klient utrpět. ČSOB jako aktivní účastník obchodování na finančních trzích upozorňuje adresáty tohoto dokumentu, že obchoduje s investičními nástroji, ke kterým se vztahují informace obsažené v tomto dokumentu. Bez předchozího souhlasu ČSOB nelze tento dokument ani jeho části kopírovat nebo dále šířit.