

KOMENTÁR

9. októbra 2020

Alchymia menových kurzov (2/3)

(pokračovanie predchádzajúceho komentára)

Bude nás zaujímať, ako sa faktory uvedené v predchádzajúcom komentári odrážajú na konkrétnom menovom páre, kurze eura k americkému doláru. Najprv niekoľko strategických faktorov.

Predovšetkým ide o kvalitu podnikateľského prostredia. Ak porovnáme viaceré rebríčky podmienok na podnikanie, USA je vo všetkých z nich na popredných priečkach. Z európskych krajín môže Spojeným štátom konkurovať len Švajčiarsko, škandinávské krajiny Dánsko, Švédsko, Nórsko a Fínsko, ďalej Veľká Británia, Holandsko a Nemecko. To je len osem z takmer 50 európskych krajín, len tri krajiny z 19 krajín eurozóny (Nemecko, Holandsko a Fínsko). To je žalostne málo. Európa výrazne ťahá za kratší koniec, mohutné reformy potrebuje najmä Taliansko a Španielsko a čiastočne aj Francúzsko, aby sa sily vyrovnali.

Dlhodobu majú USA vyššiu úroveň inovácií, dennodennej transformácie ekonomiky, vyššiu produktivitu práce a kapitálu, a preto aj predpoklad vyššieho hospodárskeho rastu. Sú jednoducho konkurencieschopnejšie a aj z koronakrízy sa dostanú rýchlejšie. Tento jeden z dvoch hlavných, kľúčových, faktorov, hrá a bude hrať v prospech posilňovania dolára voči euru.

Druhým základným parametrom je veľkosť a štruktúra populácie. USA má lepšiu demografiu ako Európa. Podľa údajov OSN sa v USA rodí viac detí, v roku 2018 to bolo 1.73 dieťaťa na ženu, kým v eurozóne len 1.53 dieťaťa. USA mali aj vyššiu mieru čistého prisťahovalectva, za roky 2015 až 2020 ročne 2.9 promíle (2.9 prisťahovalca na 1 000 obyvateľov). Do Európy sa prisťahovalo „v čistom“ 1.8‰ populácie ročne.

Spolu sa teda v USA viac ľudí rodí a následne dostáva do produktívneho veku, kedy je aj spotreba najvyššia. Zároveň sa tam viac ľudí prisťahuje, čo má podobný efekt. A keďže sociálny štát je v USA menší, pravdepodobne sa viac ľudí dostane priamo do ekonomiky a ich produktivita sa využije. To je opäť dobrá správa pre dolár a zlá pre euro.

To ale samozrejme nie sú všetky dôležité faktory.

USA má pružnejšie a efektívnejšie verejné inštitúcie. Vláda má pri fiškálnej politike rozviazané ruky, nemusí dodržiavať žiadne maastrichtské kritériá. USA sú brané ako bezpečný prístav a tak zvyšovanie verejného dlhu trhy veľmi nevyrušuje. Eurozóna je naopak zhluk heterogénnych ekonomík, kde sa majú konečne slovo tie najslabšie

ohnivká reťaze. A tam už veľký manévrovací priestor pre fiškálnu politiku nie je. Navyše, USA majú výrazne nižšiu mieru prerozdelenia HDP cez verejný rozpočet (tzv. daňovú kvótu) a vládne opatrenia sú tam všeobecne zamerané na znižovanie daní, čo za týchto podmienok veľmi efektívne. Naopak, eurozóna má vysokú mieru prerozdelenia a verejné programy sú zamerané na zvyšovanie výdavkov. To je menej efektívne.

Podobne USA majú aj pružnejšiu centrálnu banku. V minulosti nájdeme množstvo prípadov – za všetky len ten posledný: FED začal marci tohto roku kvantitatívne uvoľňovať skôr a oveľa rýchlejšie ako ECB, hoci situácia s koronavírusom bola vtedy v eurozóne dramatickejšia. Zmenu v pružnosti nateraz neočakávame a celkovo bude tento parameter hrať skôr v prospech dolára.

Aký bol vývoj za posledné obdobie? V roku 2017 administratíva Donalda Trampa znížila dane a schodok verejného rozpočtu sa začal prehlbovať, z cca 2% HDP v roku 2017 na 5% HDP na začiatku roku 2020. V eurozóne sa držal na úrovni okolo 1% HDP. To je v konečnom dôsledku mnoho miliárd použitých v americkej ekonomike a nepoužitých v ekonomike eurozóny. Fiškálna politika bola v USA expanzívnejšia a tlačila na posilnenie dolára voči euru.

Aktuálne je situácia v oblasti fiškálnej stimulácie veľmi zamotaná. Predovšetkým, doteraz sme hovorili o fiškálnej injekcii v „normálnych časoch“, nie v takých, kde sa teraz, počas koronakrízy, vo veľkom nahrádza normálny trhový príjem ekonomických subjektov príjmom zo štátneho rozpočtu. Okrem toho, vo všeobecnosti vo všetkých krajinách celý systém pomoci pozostáva z okamžitej pomoci (ide hlavne o verejné výdavky, efekt je okamžitý), potom z odloženej pomoci (odložené dane) a napokon z vládnych záruk za pohľadávky (napríklad za úvery), ktoré nemusia byť využité vôbec. Sila a načasovanie fiškálnej pomoci je tak veľmi variabilné a vzhľadom na narušené dodávateľsko – odberateľské vzťahy účinné len čiastočne. Celkovo by ale mala byť fiškálna stimulácia v USA o niečo silnejšia, a zároveň celkové zadĺženie eurozóny a USA je podobné. Politiky vlád by tak mali hrať mierne v prospech dolára.

Ďalej, menová politika USA bola za posledné roky v tomto období oveľa reštriktívnejšia než v eurozóne. Americká centrálna banka používala dve veľké zbrane naraz - nielenže od roku 2015 postupne zvyšovala sadzby, ale zároveň kvantitatívne ťahovala. Miera ťahovania bola

enormne silná, pretože banka znižovala svoju bilančnú sumu nielen relatívne k HDP, ale aj absolútne, v dolároch. Nemáme síce potrebné historické dáta, ale poznajúc prostredie môžeme pokojne tvrdiť, že miera ťahovania v posledných rokoch bola v histórii FEDu od roku 1913 jedna z najsilnejších. Napriek tomu sa však výnosy dlhopisov zvyšovali len mierne, rástli aj akcie. A čo je najdôležitejšie, ťahovanie nemalo vplyv na zadlžovanie ekonomických subjektov. Úvery pre domácnosti svoju dynamiku zachovali a úvery pre firmy len veľmi mierne spomalili (aj tak rástli nadmerne, tzn. rýchlejšie ako nominálny HDP).

V eurozóne naopak depozitná sadzba klesla a ECB v roku 2017 kvantitatívne veľmi uvoľňovala. Účinnosť však bola snáď ešte nižšia ako v USA. Výnosy na dlhopisoch mierne klesli, týka sa to aj centrálnych krajín a aj periférnych krajín EMÚ. Akcie rástli, ale výrazne za americkými zaostali, za posledné štyri roky v desiatkach percentuálnych bodov. A ďalej, úrokové náklady na úvery klesli aj v eurozóne, ale tunajšia dynamika úverov sa nezvyšila a výrazne za americkou zaostávala, najmä pokiaľ ide o podnikové úvery. A tak, celkovo hrala menová politika skôr v prospech dolára.

Teraz sú úrokové sadzby o málo vyššie v USA. Kvantitatívne uvoľňovanie bolo na začiatku krízy silnejšie v USA, ale eurozóna ho postupne predbehla. V eurozóne je tento proces stabilnejší a predvídateľnejší. V USA je centrálna banka pružnejšia a rozhoduje sa podľa aktuálneho vývoja situácie.

To je ale len jedna strana príbehu. Druhá strana, ako sa QE transformuje do skutočných prírastkov úverov. Zatiaľ skúsenosti z USA ukazujú, že veľká časť QE sa vôbec nedostane adresátom a úvery sa nezrýchli. Napríklad z programu pôžičiek pre malých a stredných podnikateľov Main Street Lending Program v hodnote 600 mld. USD je vyčerpaných zatiaľ 0.2% (1.4 mld. USD). V eurozóne ale nebude výsledok veľmi odlišný. Celkovo je teda vplyv aktuálnej a očakávanej menovej politiky na kurz eura voči doláru neodhadnuteľný.

Zhrňme teda doteraz napísané: hlavné dva kvalitatívne a kvantitatívne faktory – podnikateľské prostredie a demografia – hovoria v prospech dlhodobého posilňovania dolára. USA má aj efektívnejšie inštitúcie, všeobecne silnejšiu účinnosť fiškálnej a menovej politiky. Aktuálne kroky týchto inštitúcií sú celkovo skôr v prospech dolára. A tak celkovo môžeme povedať, že dolár má našliapnuté k ďalšiemu posilňovaniu.

Áká je však cena za americký rast (v zmysle nerovnováhy platobnej bilancie (pozri predchádzajúci komentár)? A aká cena za rast eurozóny? Ako sa vyvíja platobná bilancia oboch menových oblastí?

Len pripomeňme, že bežný účet platobnej bilancie sa skladá zo štyroch hlavných častí – bilancia

vzájomného toku tovarov, bilancia vzájomného toku služieb, bilancia primárnych platieb¹ a bilancia sekundárnych platieb².

Začnime zozadu: USA a aj eurozóna majú negatívnu bilanciu sekundárnych platieb so zahraničím, čo znamená, že z oboch krajín oteká viac transferov do zahraničia než ich zo zahraničia priteká. V prepočte na HDP je eurozóna v porovnaní s USA o niečo „štedrejšia“.

Obe oblasti majú pozitívnu bilanciu primárnych platieb, to znamená viac priamych (PZI) a portfóliových (PTFI) investícií prúdi do týchto oblastí než z nich odchádza. Avšak USA sú atraktívnejšie ako eurozóna, v prepočte na HDP tam týchto investícií prúdi dlhodobo viac, pomer medzi PZI a PTFI je cca 1:1. Celkovo sú USA investične atraktívnejšie, čo hovorí v prospech dolára. Zároveň však veľký podiel volatilných portfóliových investícií do USA dolár v porovnaní s eurom labilizuje. Dlhodobo je dolár voči košu mien svojich najväčších obchodných partnerov násobne volatilnejší než euro, ale to súvisí aj s funkciou dolára ako bezpečného prístavu.

Pokiaľ ide o bilanciu služieb (doprava, cestovný ruch, finančné služby) obe oblasti majú prebytkovú bilanciu, USA o niečo viac. To tiež hovorí v prospech dolára.

Kľúčovým faktorom je ale bilancia tovarov a tu sa to všetko láme, USA výrazne ťahá za kratší koniec. Kým eurozóna tvorí na bilancií tovarov ročný prebytok na úrovni približne 4% HDP, USA naopak ročne schodok 4% HDP. Znamená to, že americké domácnosti pokrývajú svoju spotrebu zahraničnými tovarmi viac než zahraničie americkými tovarmi. Pri tovaroch z eurozóny je to naopak.

Práve schodková bilancia tovarov je hlavným faktorom, prečo je celá platobná bilancia USA schodková, dlhodobo a stabilne približne na úrovni 2.5% HDP. Prakticky to znamená, že o 2.5% amerického HDP, a teda aktuálne približne o 500 mld. USD ročne sa zvyšuje zásoba dolárov mimo USA. To je výrazný faktor v prospech oslabenia dolára, hlavne voči tým menám, s ktorými majú USA najväčší obchodný deficit (Čína ale môže doláre predávať ďalej a vplyv americko – čínskeho deficitu na kurz juanu voči doláru mizne, „rieši“ sa len celková pozícia dolára voči svetu).

V eurozóne je to naopak - silný prebytok bilancie tovarov ťahá celú platobnú bilanciu do prebytku približne 3% HDP, čo je teraz cca 350 mld. EUR. To znamená, že zo zahraničia je vyšší dopyt po eurách než dopyt eurozóny po zahraničných menách, to tlačí na posilnenie eura.

A teraz sa pokúsme tieto poznatky zhrnúť a urobiť záver. Ten je na prvý pohľad jednoduchý a ešte raz ho zopakujeme: kurz meny voči ostatným menám je daný súčtom dvoch faktorov - prvým z nich je rastový diferenciál a teda ak sa jedna krajina (menová oblasť) vyvíja ekonomicky rýchlejšie ako

zvyšok sveta, kurz jej meny sa posilňuje. Naopak, ak sa vyvíja pomalšie, tak sa jej kurz oslabuje. Druhým faktorom je „cena“ tohto rýchlejšieho rastu, a teda či v tejto dynamickej krajine nevzniká nerovnováha, ktorá nie je dlhodobou udržateľná. Ak áno, to tlačí na oslabenie kurzu. To sú hlavné línie vývoja menového kurzu. Okrem toho, ako sme písali vyššie, v krátkodobom a strednodobom horizonte modifikuje kurz množstvo ďalších faktorov. A teda, parametrov je veľa a ich interakcie sú komplikované. Predpovedať vývoj menového kurzu je ozajstná alchymia s veľmi malou pravdepodobnosťou správneho výsledku.

Celkovo USA rastú rýchlejšie, ale majú nerovnováhy v neprospech dolára. Eurozóna rastie pomalšie, ale má nerovnováhy v prospech eura. Obe meny sú zároveň rezervnými menami a obe meny sú v čulom obchodnom styku s ďalšími krajinami. Obe majú aj silný kapitálový trh, silné centrálné banky, veľké cezhraničné investície rôzneho druhu atď. Pôsobenie týchto faktorov spolu na jednej a na druhej strane je podobné, miska váh je v rovnováhe.

Aký je teda „rovnovážny“ kurz eurodolára dnes? Pomôžeme si skutočným vývojom kurzu, ktorý všetky tieto faktory zahŕňa. Od vzniku eurozóny v roku 1999 dolár veľmi mierne oslaboval, cca 0.6% ročne. Tu je vidieť, že napriek rôznym výkyvom je dlhodobý vzťah medzi dolárom a eurom celku vyvážený. Veľmi dlhodobý investor naň prihliadať nemusel a mohol sa orientovať podľa rôznej očakávanej výnosnosti aktív v oboch krajinách. Ak tento vyše 20 ročný vývoj prekryjeme trendovou krivkou, potom by rovnovážny kurz v roku 1999 bol 1.17 USD / EUR a dnes by bol cca 1.26 USD / EUR.

Avšak, takýto dlhodobý vývoj celkom dobre nezachytáva rozdielny vývoj oboch ekonomík, tzv. štrukturálne zmeny a aj veľké bubliny. Oveľa väčší význam má sa pozrieť na eurodolár až od roku 2015. Vtedy už bol v oboch ekonomikách započítaný vznik, priebeh a aj splasnutie oboch veľkých bublín, dotcom bubliny z 90. rokov a hypotekárnej bubliny z nultých rokov. Obe ekonomiky rástli.

V tomto období bol menový kurz vcelku vyrovnaný, bez významnej volatility. Dolár voči euru postupne

veľmi pomaly oslaboval. Opäť, ak preložíme túto päťročnú krivku trendovou čiarou, v roku 2015 bola rovnovážna úroveň približne 1.11 USD / EUR, dnes je to okolo 1.14 USD / EUR.

Zmení sa teraz niečo v nastavení všetkých tých faktorov, ktoré sme doteraz analyzovali? Možno očakávať zásadnú zmenu trendu?

Krátkodobu by mohlo mať teraz euro navrch. Koronakríza znižuje heterogenitu eurozóny, pretože primárne ide o medicínsky problém s pomerne homogénnym dopadom na všetky ekonomiky eurozóny. To trh upokojuje. Zároveň, čím sme bližšie k vakcíne, tým viac sa bagatelizuje riziko obnovenia karanténnych opatrení. A to je dôležité najmä v Európe, lebo tam sa tempo rastu novonakazených na rozdiel od USA zvyšuje. A napokon, vďaka bázičnému efektu (V-scenáru) sa budú už onedlho po celom svete zverejňovať silné rasty HDP za 3Q 2020, to spôsobí dobrú náladu, investori budú rizikovo priateľskí a môžu opúšťať bezpečný dolár. Určitým rizikom pre euro je stále zmluvne neukončený brexit.

Z dlhodobého hľadiska sa ale nič nezmení, karty budú rozdane tak ako doteraz. Všimnúť by sme si ale mali prípadnú zmenu na poste amerického prezidenta. Joe Biden sa netají pláňmi na zvyšovanie daní a verejných výdavkov. Samozrejme, dôležitá je aj štruktúra nových daní a výdavkov, ale samotné zväčšovanie verejného sektora na úkor súkromného sektora je hodná zreteľu. Zatiaľ ale udalosti nepredbiehame a berme faktor prezidentských volieb ako neutrálny.

Suma sumárum, kurz amerického dolára k euru by mal zostať povedzme v strednodobom horizonte približne na 1.15 USD / EUR.

A napokon sa dostávame k odpovedi na otázku, či je potrebné investície do zahraničia poistiť proti kurzovému pohybu, a teda menovo hedžovať.

(pokračovanie v nasledujúcom komentári)

Richard Tóth
hlavný ekonóm

¹Primárne platby sú vlastne kompenzácie (odmeny) za zvýšenie produkčnej schopnosti ekonomiky, prakticky ide o mzdy zamestnancov posielané zo a do zahraničia, medzinárodné dane, investičný príjem z priamych investícií (dividendy, podiely na zisku, reinvestovaný zisk, úroky) a príjmy z nájmu. Do primárnych platieb teda patria aj priame zahraničné investície a aj portfóliové investície.

²Sekundárne platby priamo zvyšujú alebo znižujú hrubý národný príjem bez toho, aby mali produkčný „background“ ako primárne platby. Jednoducho nezvyšujú ekonomický potenciál, ale len HDP v tom čase, kedy tieto platby prídu a znižujú HDP pri odchode platieb z ekonomiky). V tomto prípade ide o peňažné transfery od rôznych subjektov, napríklad platby so spoločného rozpočtu EÚ alebo cezhraničný dar jednej domácnosti druhej.

Kontakt: Richard Tóth, Hlavný ekonóm. Tel. +421 2 3226 6531. Fax: +421 2 3226 6910. E-mail: research@privatbanka.sk, toth@privatbanka.sk. Web: www.privatbanka.sk

Upozornenie: Vyjadrené názory a pohľady sú stanoviskom autora v čase písania správy. Táto správa vyjadruje len všeobecné stanovisko. Žiadna informácia alebo názor nepredstavuje ponuku na nákup alebo predaj cenného papiera alebo iného finančného nástroja. Správa nie je určená na poskytovanie osobného investičného poradenstva a neberie do úvahy špecifické investičné ciele, finančnú situáciu a osobné záujmy kohokoľvek, kto by mohol túto správu prijať. Hoci sú informácie v správe považované za spoľahlivé, nie je možné zaručiť ich správnosť. Právo meniť akúkoľvek formuláciu kedykoľvek a bez upozornenia vopred je vyhradené. Hodnota cenného papiera alebo iného finančného aktíva a príslušného výnosu môže stúpať alebo klesať a návratnosť investície nie je zaručená. Výkonnosť cenného papiera alebo iného fin. nástroja v minulosti nie je zárukou alebo indikátorom výkonnosti v budúcnosti. Investície na trhoch rýchlo sa rozvíjajúcich krajín sú spravidla kvôli vyššej politickej a ekonomickej nestabilite a nerozvinutému trhu a systému rizikovejšie. Zmeny výmenných kurzov a daňový režim vplyvajú na hodnotu, cenu alebo výnos cenného papiera alebo iného finančného nástroja.