

Antické fiskální drama urychlilo příchod éry silného USD

	10 Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
EUR/USD (průměr)	1,23	1,24	1,22	1,18	1,19	1,22	1,18
EUR/USD (konec období)	1,29	1,25	1,20	1,16	1,20	1,21	1,18

Šipky indikují změnu oproti předchozímu odhadu

- *Snaha odvrátit hrozbu státního bankrotu Řecka a šířící se nákazu uvnitř eurozóny, jež by vedla k vyloučení slabých států unie z kapitálových trhů, přivedla ECB na cestu radikální měnové expanze. Ta bude mimo jiné zahrnovat přímé nákupy vládních dluhopisů. Tato expanzivní politika ECB, nedávno již opuštěná americkým Fedem, bude mít negativní důsledky pro kurz eurodolaru. Měnově-expanzivní řešení dlužnické krize států na jihovýchodní periferii eurozóny tak zřejmě jen urychlilo příchod éry silnějšího dolaru, neboť globální popularita eura notně utrpěla.*

- *Vysoce pozitivní přírůstky počtu pracovních sil v USA dávají tušit, že období, kdy americký Fed hlásal, že úrokové sazby zůstanou obzvláště nízké po delší dobu, se chýlí ke konci. Důkazem toho je, že dolar již začíná pozitivně reagovat na příchod dobrých zpráv z USA. To je zároveň známkou toho, že budoucí vývoj úrokového diferenciálu mezi USA a zbytkem světa by mohl opět začít pracovat ve prospěch amerického dolaru. Fed patrně nesáhne ke zvýšení úrokových sazeb na konci tohoto roku (popř. v první polovině roku 2011), avšak pouhé formování očekávání, že by se tak mohlo stát by mohlo výrazněji podpořit dolar dříve.*

- *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.*

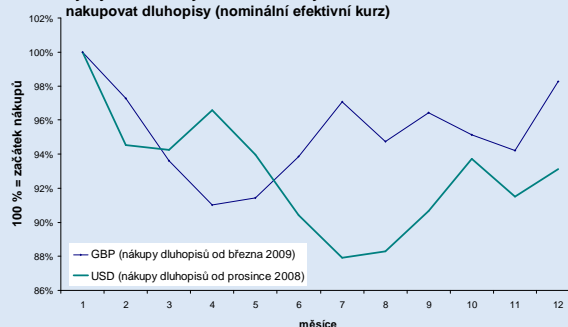
Klíčové faktory

1. Záchranný mega-balík pro PIIGS sice zabrání státním bankrotům, ale zároveň spustí oslabení €ura

Klíčoví politici a centrální bankéři eurozóny nesnesli pohled na šířící se nákazu uvnitř slabých zemí měnové unie a zareagovali masivním intervenčním zásahem s cílem potlačit rostoucí spekulace na státní bankrot skupiny zemí přezdívané zkratkou PIIGS (Portugal, Italy, Ireland, Greece, Spain). Intervence zahrnuje potenciálně až 860 mld. euro od zemí eurozóny a MMF a příslib ECB nakupovat přímo do své bilance vládní dluhopisy. Kromě toho ECB bude zřejmě poněkud déle využívat nestandardní měnové operace

BOX: Politika nákupů vládních dluhopisů měně nesvědčí

Vývoj dolaru a libry od okamžiku kdy centrální banka začala nakupovat dluhopisy (nominální efektivní kurz)



ECB sice deklaruje, že přímé nákupy vládních dluhopisů bude měnově sterilizovat, avšak lze s úspěchem pochybovat o tom, že se to bance povede kompletně a k žádné měnové expanzi nedojde. Naopak, rozhodnutí ECB držet nakoupené vládní dluhopisy svědčí spíše o tom, že banka půjde cestou Fedu a Bank of England. Tedy centrálních bank, jež tváří v tvář bankovní krizi přistoupily k bezprecedentnímu nákupu dluhopisů do své bilance, což mělo za následek prudké navýšení měnové báze. Obětí této měnové expanze byl kurz dolaru, resp. libry. Teď je tedy na řadě euro, které po počáteční pozitivní reakci čeká ve střednědobém horizontu nevyhnutelně oslabování.

s cílem zajistit levnou likviditu pro bankovní sektor, které byly zavedeny během eskalující finanční krize (o tom svědčí např. prodloužení objemově neomezených tendrů na dodávání 6M likvidity).

Je to právě měnová expanze ECB vynucená hrozbou dlužnické krize, která bude mít negativní dopad na společnou měnu (více viz Box). Superuvolněná měnová expanze ECB ala kvantitativní uvolňování praktikované např. donedávna Fedem (a dosud např. Bank of England či Bank of Japan) se bude projevovat jednak skrze růst měnové báze (a potenciálně i měnové zásoby) a jednak prostřednictvím velmi nízkých úrokových sazeb. ECB totiž má a i v následujících kvartálech bude mít ruce svázané potřebou brát ohledy na to, zdali zranitelné státy a národní bankovní systémy měnové unie mají snadný přístup

k levnému financování, což odkládá jakýkoliv restriktivní krok na neurčito. Záměrné oslabení eura, jehož kurz leží mimochodem stále relativně vysoko nad svým dlouhodobým průměrem, do tohoto scénáře logicky zapadá, neboť slabší kurz změkčuje celkové měnové podmínky v EMU.

2. Fed nakonec úrokové sazby zvedne a tím definitivně ukončí éru levného dolaru

Americký dolar se v roce 2009 ocitl v roli, kterou měl dlouhodobě vyhrazenou japonský yen, popř. jeho evropské dvojče – švýcarský frank. Jde o pozice nízkou úročené měny, která bývá používána k tzv. carry trade obchodům. Díky super uvolněné politice amerického Fedu a jisté stabilizaci amerického peněžního trhu totiž došlo k tomu, že se americké krátkodobé tržní úrokové sazby ocitly na nejnižší úrovni na světě, což při všeobecné dostupnosti dolarů učinilo z americké měny ideální objekt pro financování carry trades. V praxi to pak znamenalo, že dolar, tak jako kdysi yen, schytával všechny dobré zprávy z globální ekonomiky, neboť větší makroekonomická stabilita dává spekulantům dobrý důvod si myslet, že kurzy výše úročených měn zůstanou stabilní (a tak bude možné i nadále slízávat smetanu v podobě úrokového diferenciálu).

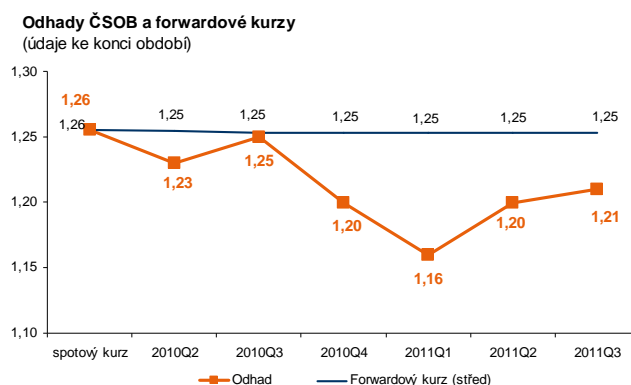
Nutnou podmínkou proto, aby dolar zůstal v této podivné pozici (kdy dobré zprávy z americké ekonomiky = oslabování USD) je to, že Fed nepřistoupí k normalizaci měnové politiky, která by vedla k růstu tržních úrokových sazeb. Nicméně taková podoba americké měnové politiky nebude trvat donekonečna a již konec první poloviny roku 2010 může přinést změnu. V tu dobu by negativní přírůstky payrollů mohly ustát a bankovní sektor by již měl být více odolný proti opatrnému utažení měnové politiky. Fed pak může nejprve skrze zpřísněnou rétoriku členů FOMC vyslat signál, že je na cestě k normalizaci (čti utahování) měnové politiky. USD tak definitivně ztratí statut nízkou úročené měny a začne tak (pro americkou měnu typické) s nastupujícím oživením ekonomiky zpevňovat. Na delší čas tak skončí několikaletou éru levného dolaru.

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 zpochybňování 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.