



EUR/USD: Euro uteklo hrobníkovi z lopaty – přesto oslabí

	2012	2013	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
EJR/USD (průměr)	1,30	1,25	1,31	1,32	1,29	1,26	1,25	1,25	1,25	1,25
EJR/USD (konec roku)	1,26	1,25	1,32	1,35	1,28	1,26	1,25	1,25	1,25	1,25

Již realizované hodnoty jsou podbarveny šedou barvou a kurzívou. Zdroj dat: ČSOB, Bloomberg

- **Vnitřní pnutí uvnitř eurozóny generované jednak hrozbou divokého bankrotu Řecka a jednak obavami z bankovní krize v EU pominulo. Zásahu na tomto zvratu měly dvě skutečnosti: dokončení restrukturalizace řeckého dluhu a dodávání dlouhodobé likvidity (na tři roky bankám) ze strany ECB. Obojí v konečném důsledku vedlo k potlačení obav z rozpadu eurozóny a tudíž znamenalo i úlevu pro euro. Výše uvedené obavy se sice mohou vrátit (např. během voleb v Řecku), avšak podle nás ne zdaleka s takovou silou – alespoň ne v krátkodobém horizontu.**
- **Zásadní problém pro kurz euro je a bude uvolněná měnová politika ECB. Hrozba recese v eurozóně a strach z likviditních problémů klíčových zemí EMU donutila ECB k tomu, aby skrze nestandardní opatření co nejvíce uvolnila měnové podmínky. Do této strategie zapadá jak snížení krátkodobých sazeb, tak slabší kurz eura. Naproti tomu americký Fed by s ohledem na solidní výkon americké ekonomiky již nemusel o uvolnění měnových podmínek usilovat. V součtu by vše mohlo znamenat, že se dále zúží úrokový diferenciál mezi eurovými a dolarovými sazbami. Na eurodolarovém trhu by se takový vývoj projevil v poklesu pozitivní vazby mezi kurzem EUR/USD a rizikovými aktivy (akciemi a komoditami). Ta by napříště již nemusela být tak silná, neboli dolar by měl začít více těžit z pozitivních zpráv o americké ekonomice.**
- **Americká obchodní bilance se zvolna vylepšuje. Navíc fakt, že se daří saldo zahraničního obchodu vylepšovat dokonce i v podmínkách, kdy ekonomika pozvolna ožívuje a s ní i trh práce, svědčí o tom, že v hospodářství dochází k pozitivním strukturálním změnám, které vylepšily směnné relace země. To by (dle teorie) mělo v dlouhém období zvýšit rovnovážnou úroveň kurzu dolaru.**
- **Na konci roku 2012 proběhnou v USA prezidentské a parlamentní volby. Předvolební období nebude nahrávat tomu, že by politicky rozdělený Kongres byl spolu s prezidentem schopen vyprodukovat zásadnější hospodářsko-politická opatření. To může vést paradoxně k jistému vylepšení fiskální pozice USA, přičemž taková konstelace by mohla nahrávat spíše americké měně.**

Klíčové faktory

1. Levná likvidita z ECB a úspěch Řecka při restrukturalizaci dluhu přináší euru (dočasnou) úlevu

Dluhová krize v eurozóně překonala jeden z klíčových mezníků své existence – restrukturalizaci vládního dluhu jednoho ze členů měnové unie. Soukromí věřitelé pod tlakem vlád a MMF byli nuceni odepsat více než 100 mld. euro řeckého dluhu. Zároveň s tím pro Řecko EMU ve spolupráci s MMF připravily druhý záchranný balík, který zemí umožní minimálně v několika dalších měsících, resp. čtvrtletích krýt zbývající dluhovou službu. Hrozba divokého bankrotu tak byla zažehnána a s ním v nejbližší době i hrozba vystoupení Řecka z měnové unie. A ačkoliv otázka setrvání Řecka (a podle nás i Portugalska) přijde v horizontu několika čtvrtletí znovu na scénu, euro si může dočasně oddechnout.

K uklidnění situace v evropském bankovním sektoru a zároveň i na trzích dluhopisů zranitelných zemí EMU však zcela zásadně přispěla především kooperativní (čti expanzivní) politika ECB. Ta pod novým italským prezidentem Mariem Draghim během několika měsíců ukázala velkou pružnost, a to ať již v podobě snižování oficiálních úrokových sazeb či v podobě zavádění nadstandardních likviditních opatření. Ty zahrnovaly především dva tendry na poskytnutí tříleté likvidity. V nich si evropské banky od ECB půjčily přes jeden bilion eur, čímž nejenže vyřešily potřeby svého financování, ale také podpořily zranitelné trhy vládních dluhopisů. Zejména italské a španělské banky použily získanou likviditu k nákupu domácích vládních dluhopisů, díky čemuž se rizikové prémie těchto zemí dostaly na udržitelné úrovni. Expanzivní politika eurozóny vedla přitom nejen k tomu, že se měnová báze ECB nafoukla do daleko větších rozměrů než je tomu např. u amerického Fedu, ale také způsobila masivní pokles tržních eurových úrokových sazeb. Při stabilitě, resp. mírném růstu dolarových sazeb došlo k výraznému poklesu úrokového diferenciálu. Takový vývoj pochopitelně dlouhodobě snižuje atraktivitu eura.

Oslabování eura přitom nebude vadit ani politikům ani ECB, zmírňuje totiž měnové podmínky v eurozóně. Mají-li se zranitelné země eurozóny (pod zkratkou PIIGS), čelící dlouhodobé fiskální restrikci, vrátit na růstovou dráhu, potřebují nejen nižší úrokové sazby a rizikové prémie

u vládního dluhu, ale také slabší euro. Slabší kurz může navíc přispět k méně bolestivé korekci nerovnováh uvnitř měnové unie (zejména v platebních bilancích). ECB, resp. její bankovní rada si to dobře uvědomuje, a tak proti trendu slábnoucího eura nebude v dohledné době nijak zasahovat.

2. Solidní kondice americké ekonomiky drží holubice ve Fedu na uzdě a pomáhá dolaru

Až dosud byla politika americké centrální banky velmi uvolněná a vzhledem k holubičímu složení vedení Fedu tomu tak zůstane i na horizontu tohoto výhledu. Nicméně, přestože během následujících několika čtvrtletí nakonec nemusí dojít k fatální změně měnové politiky, tržní očekávání ohledně její budoucího nastavení (s tím i síla USD) se mohou měnit poměrně radikálně.

Bude to dáno tím, že rozhodování Fedu bude velmi podmíněno tím, jak se budou vyvíjet konjunkturální data v americké ekonomice. Ta se v první polovině roku 2012 vyvíjejí až nad očekávání dobře (dokonce podstatně lépe než neoptimističtější odhady připravované uvnitř Fedu), a tak holubice ve vedení centrální banky dosud nedostaly záminku spustit další měnovou expanzi (QE3). Ta by dolaru, samozřejmě jako v předchozích dvou případech, ublížila.

Hrozba dalšího kola kvantitativního uvolňování (QE3) bude sice i nadále nad dolarem viset jako Damoklův meč, avšak s přibližujícím se termínem listopadových voleb v USA může ustupovat do pozadí. Pokud nedejde k viditelnému zhoršení makro dat již v průběhu druhého kvartálu 2012 a následně k okamžitému zavedení QE3, Fed již od poloviny roku zřejmě nebude chtít čelit předvolební kampaň změnami ve své politice a zaujme do voleb neutrální pozici. Takový scénář (který mírně preferujeme) by pak měl vyhovovat dolaru.

3. Struktura americké ekonomiky se vylepšuje – nižší závislost na dovozu dlouhodobě podpoří dolar

Americká obchodní bilance se zvolna vylepšuje. Schodek americké bilance zboží a služeb byl na konci roku nižší než 3 %, což je nejlepší výsledek od konce minulého století.

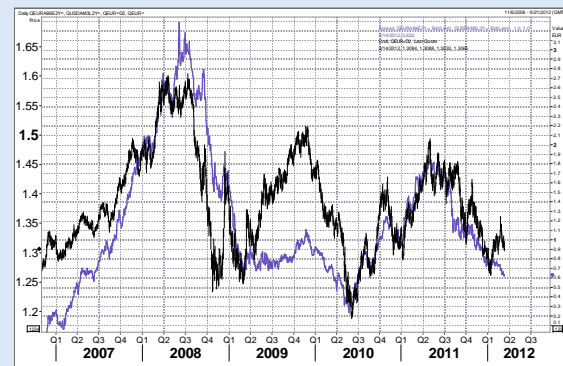
Fakt, že se daří saldo zahraničního obchodu vylepšovat dokonce i v podmínkách, kdy ekonomika pozvolna ožívuje a s ní i trh práce, svědčí o tom, že v hospodářství došlo k pozitivním strukturálním změnám, které vylepšily směnné relace země, což by (teoreticky) mělo vylepšit rovnovážnou úroveň kurzu dolaru. Připomeňme, že pozitivní strukturální změny reflektují nejen fakt, že americké firmy globálního charakteru stále více rozšiřují výrobu doma (popř. stavějí zcela nové závody), ale také se zvyšuje těžba a vývoz ropy, plynu a s těmito komoditami související výrobky.

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.

Box: Úrokový diferenciál hraje ve prospěch dolaru

Úrokový diferenciál mezi bezrizikovými úrokovými eurovými a dolarovými sazbami (bereme dvouleté swapové sazby), jež nejlépe odrážejí očekávání trhu ohledně budoucího nastavení měnové politiky ECB a Fedu, se markantně utáhl. Je to dáno jednak tím, že ECB snížila svoji oficiální úrokovou sazbu o 50 bazických bodů a jednak se díky dobrým makroekonomickým číslům zvedly i dolarové úrokové sazby. Na této úrovni se úrokový diferenciál pohyboval naposledy v první polovině roku 2010. Není přitom bez zajímavosti, že kurz eurodolaru v tu dobu rovněž osciloval okolo úrovně 1,30. Jde však spíše o shodu okolností, neboť naše odhady ukazují na to, že úroveň diferenciálu nedokáže vysvětlit (predikovat) úroveň kurzu dolaru. Nicméně je pravdou, že změna (úrokového) diferenciálu dokáže vysvětlit změnu kurzu EUR/USD.

EUR/USD vs. úrokový diferenciál mezi EUR a USD sazbami (2 roky)



4. Volby v USA mohou zpřísnit fiskální politiku

V průběhu léta 2011 prokázali američtí politici obdivuhodnou neschopnost se v zájmu státu dohodnout na plánu dlouhodobé fiskální konsolidace. To nakonec vedlo k tomu, že USA přišly o AAA rating od agentury S&P. Tento scénář se přitom zopakoval i na podzim, kdy se ukázalo, že ani speciálně vytvořený výbor z řad Republikánů a Demokratů nedokázal sestavit kompromisní návrh, který by americké veřejné finance dostal na udržitelnou dráhu. Fakt, že se obě hlavní politické strany nebyly schopny dohodnout bude znamenat, že teprve od konce roku 2012 lze očekávat rozpočtové úspory (ty při patovém výsledku voleb mohou naběhnout automaticky).