

ANALÝZA: Konec nadvlády amerického dolaru

11. března 2002

Dolar slaví sedmé výročí fenomenálního býčího trendu vůči japonskému jenu, švýcarskému franku, německé marce (euru) a dalším měnám a mezi účastníky finančního trhu panuje silný optimismus ohledně dalšího posilování americké měny. Většina trhu očekává, že dolar bude dále posilovat a letos oslaví osmé výročí vzestupného trendu. Vše ale může být zcela jinak a v následující analýze si ukážeme proč.

Důvody k bezbřehému optimismu ohledně vývoje amerického dolaru vycházejí z následujících faktů:

- 1) Dolar dokázal udržet svoji sílu v roce 2001 i přes recesi ve Spojených státech amerických.
- 2) Dolar dokázal udržet svoji sílu v roce 2001 i přes nepříznivou výši úroků ve srovnání s dalšími měnami (úrokový diferencál). Úrokové sazby v USA klesly na nejnižší úroveň za posledních 40 let, nyní jsou krátkodobé tržní úrokové sazby na dolar (výnos tříměsíčního eurodolaru s dodáním v březnu) 2,03%, zatímco euro vynáší 3,39%, britská libra 4,13% a australský dolar 4,76%.
- 3) Dolar dokázal udržet svoji sílu v roce 2001 i přes 18měsíční medvědí trend amerického akciového trhu. Za důvod k síle dolaru se v posledních letech uváděly právě kapitálové toky, tedy příliv finančních prostředků na americký akciový trh. Posilování dolaru v době silného poklesu trhu tedy není příliš zdůvodnitelné.

Při předpokladu nastartování americké ekonomiky a růstu krátkodobých úrokových sazeb, který je trhem všeobecně přijímán, většina účastníků finančního trhu očekává, že fundamentální faktory budou pro dolar letos ještě příznivější, než tomu bylo v minulém roce.

Japonský jen vs. dolar

JPY ↓129.02 +.37 UBSW 129.01/129.04 BCYP **Curncy GP**
At 11:21 Op 128.60 Hi 129.19 Lo 128.19 Prev 128.65
Market Price JPY Curncy 1/5
Range 3/17/95 - 3/ 8/02 Period Weekly
Upper Chart: Market Price Moving Averages



Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 920410
Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2002 Bloomberg L.P.
6952-590-1 11-Mar-02 11:21:25

Švýcarský frank vs. dolar

CHF ↓ **1.6822** - **.0031** BCYP 1.6819/1.6824 BCYP Curncy **GP**
 At 11:21 Op 1.6871 Hi 1.6876 Lo 1.6818 Prev 1.6853

Market Price CHF Curncy 1/5
 Range 3/17/95 - 3/ 8/02 Period Weekly
 Upper Chart: 3 Market Price Moving Averages

1) News



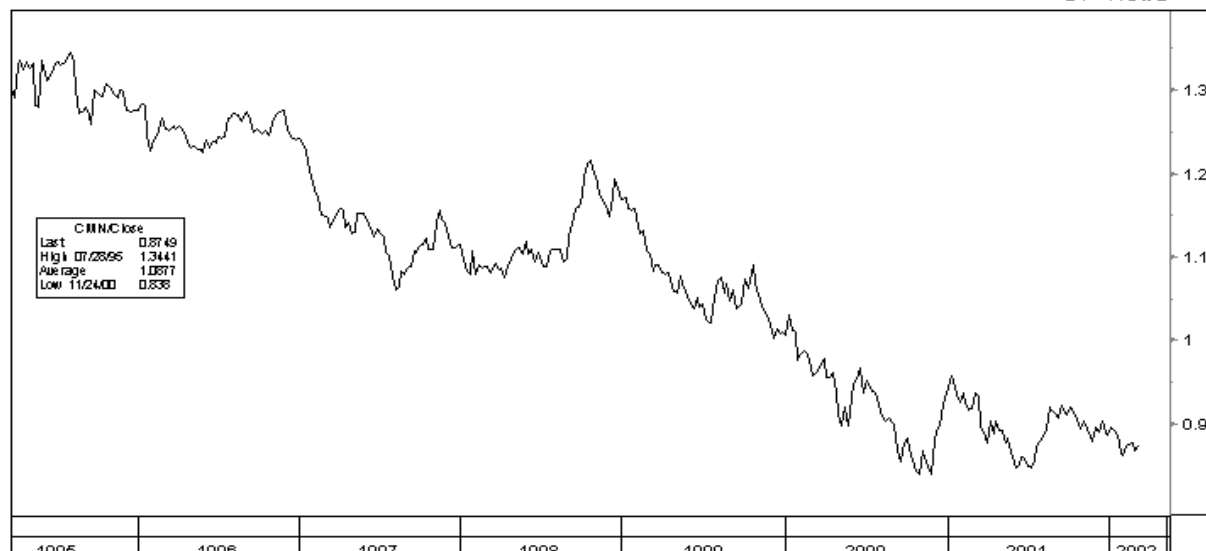
Copyright 2002 Bloomberg L.P. 6952-590-1 11-Mar-02 11:22:09

Euro vs. dolar (před zavedením eura v roce 1999 se kurzy přepočítávají z německé marky)

XEU ↓ **.8748** - **.0002** GTIS .8746/.8749 KOMB Curncy **GP**
 At 11:23 Op .8737 Hi .8759 Lo .8734 Prev .8749

Market Price XEU Curncy 1/5
 Range 3/17/95 - 3/ 8/02 Period Weekly
 Upper Chart: 3 Market Price Moving Averages

1) News



Copyright 2002 Bloomberg L.P. 6952-590-1 11-Mar-02 11:23:12

Před sedmi lety byly okolnosti pro vývoj dolaru celkem jiné. V dubnu 1995 byl dolar v silném sestupném trendu a lámal jedno minimum za druhým proti jenu, švýcarskému franku či německé marce. Podle

výpočtu parity kupní síly (vysvětlení viz. rámeček) byl dolar výrazně podhodnocený proti ostatním světovým měnám. O více jak 20% proti německé marce a švýcarskému franku a o více jak 40% proti japonskému jenu (viz. tabulka). I když odchýlení od parity kupní síly v takovém rozsahu není dlouhodobě udržitelné, mnoho účastníků finančního trhu bylo přesvědčeno, že americká měna bude dále oslabovat na základě pokračování předchozího sestupného trendu. Dlouhodobé trendy na měnových trzích jsou totiž velmi mocné a často zaženou měnový kurz na úroveň, která již neodpovídá realitě. Takovéto vychýlení přitom může trvat nejenom týdny, ale často měsíce či celé roky. Při pohledu do roku 1995 je zřejmé, že se většina obchodníků mylila. Medvědí trend se otočil a dolar od té doby posiluje.

Co je to parita kupní síly?

Měnové kurzy nejsou jakési proměnné, které se pohybují ve vákuu podle nálady spekulantů. Měnové kurzy vždy reflektují celkové ekonomické a politické situace v různých zemích a s vývojem ekonomiky jsou úzce svázány. Jednou z teorií, které vysvětlují chování měnových kurzů, je teorie parity kupní síly. Ta tvrdí, že v dlouhodobém horizontu by mělo jít koupit stejné zboží v různých zemích za, po přepočtu měnovým kurzem, stejnou cenu. K tomu však dochází pouze v krátkodobých časových obdobích a většinu času se měnové kurzy nacházejí mimo tento ideální učebnicový stav a jsou buď nadhodnocené, nebo podhodnocené. Pokud je kurz některé měny dlouhodobě výrazně nadhodnocený, měl by postupem času oslabit a dostat se na „správnou“ úroveň. To samé platí i pro opak, když je kurz podhodnocený, měl by posílit.

Velmi populární je výpočet měnových kurzů podle teorie parity kupní síly (purchasing power parity, dále jen PPP) zveřejňovaný časopisem Economist. Ten porovnává cenu hamburgeru u McDonald's ve všech zemích a uvádí. Je zajímavé, že tato jednoduchá analýza zpravidla přibližně odpovídá složitě kalkulovaným údajům podle cenových košů, které se používají při serióznějších odhadech. Například pokud hamburger stojí v České Republice 60 Kč, kurz koruny je 32 Kč za euro a v Německu stojí stejný hamburger 3 eura, můžeme konstatovat, že kurz koruny je podhodnocený. Pokud by hamburger měl stát v obou zemích stejně, musel by být kurz koruny $60/3 = 20$ Kč za euro.

Tab. 1 – podhodnocení/nadhodnocení amerického dolaru vůči ostatním světovým měnám v dubnu 1995 a březnu 2002. Kladné znaménko = nadhodnocení, záporné = podhodnocení. Zdroj: Deutsche Bank.

Dollar Valuation Versus	April 1995	March 2002
Canadian Dollar	6.2	27.8
Australian Dollar	-1.3	28.1
British Pound	-4.0	8.2
Swedish Krona	-4.9	48.4
Norwegian Krone	-12.7	24.5
Euro	-16.7	26.4
Danish Krone	-23.2	20.8
Deutschemark	-27.4	25.0
Swiss Franc	-29.7	17.6
Japanese Yen	-40.5	12.6

Dnešní situace je do velké míry stejná, avšak obrácená. Dnes mnoho účastníků finančního trhu věří, že dolar bude pokračovat na základě trendu v dalším posilování, i když je podle teorie parity kupní síly americká měna výrazně nadhodnocená. Proti australskému a kanadskému dolaru dosahuje nadhodnocení téměř 30%, proti euru 26% a proti japonskému jenu 12%. Vůči celému koši světových měn je nyní dolar

nadhodnocený zhruba stejně, jako byl podhodnocený v roce 1995.

Ohodnocení měnového kurzu na základě fundamentálních informací (např. teorie parity kupní síly) často přichází v závěrečných fázích dlouhodobého trendu do konfliktu s ohodnocením na bázi trendu (např. technické analýzy, extrapolace časových řad apod.) a vývoj v roce 1995 a nyní toto chování trhu potvrzují. V předchozích cyklech byly pohyby kurzu dolaru proti dalším měnám většinou výrazné, dlouhodobé (často delší než 5 let) a odchylky od parity kupní síly byly rovněž velké a dlouhodobé.

Obchodníci na měnových (a všech dalších) trzích jsou nyní vystaveni dilematu, zda se dostáváme do fáze vyvrcholení a ukončení dlouholetého vzestupného trendu amerického dolaru a pokud ano, jaké fundamentální síly mohou způsobit obrat trendu.

Pro zodpovězení této otázky se musíme ponořit do fundamentální analýzy měnového kurzu. V praxi se při fundamentálním ohodnocování měnových kurzů používají matematické a statistické modely, které na mají na jedné straně rovnice vysvětlovanou proměnnou – měnový kurz a na druhé straně rovnice proměnné vysvětlující. Ty jsou v každém modelu různé a mnohdy jich jsou desítky ve vzájemně složitých matematických formulích.

My se soustředíme na jednoduchý, avšak renomovanými finančními institucemi používaný model, který je založen na několika málo proměnných, které považujeme za klíčové. Vzorec tohoto modelu je následující:

$$\Delta \text{EUR/USD} = \Delta E r_{\text{eq}} + n \times (r_{\text{US}} - r_{\text{EU}}) - (\text{RP}_{\text{US}} - \text{RP}_{\text{EU}})$$

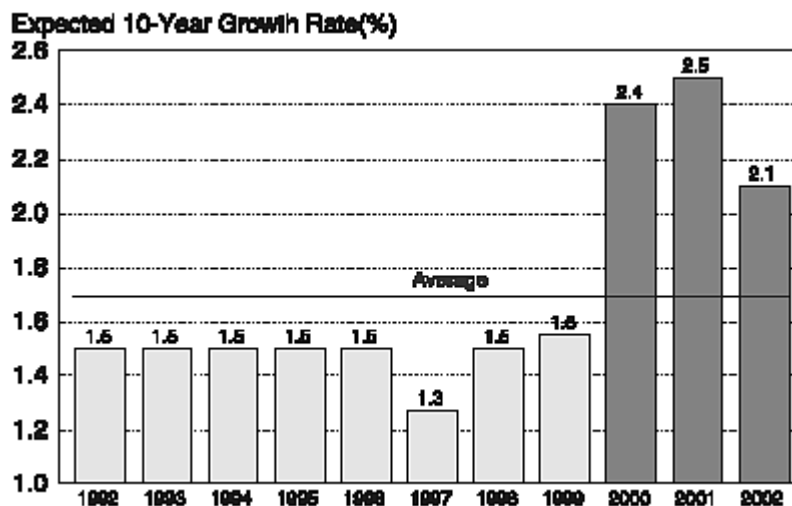
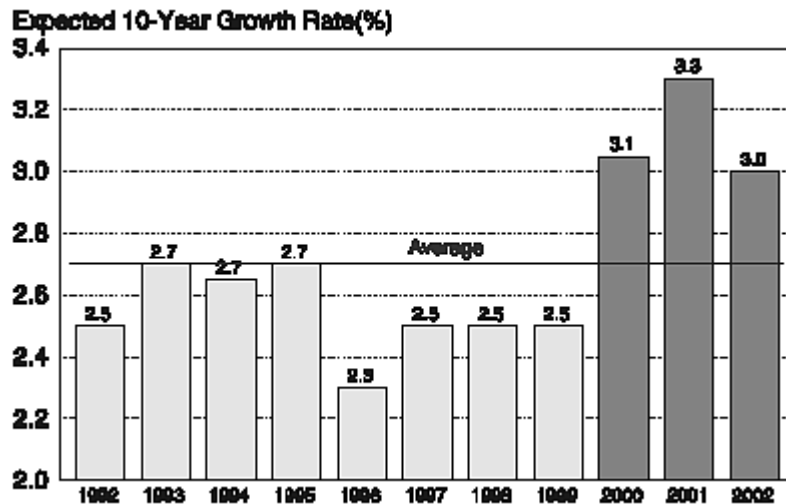
Proměnná	Popis
$\Delta \text{EUR/USD}$	Změna měnového kurzu eura vůči dolaru
$\Delta E r_{\text{eq}}$	Změna dlouhodobého rovnovážného kurzu EUR/USD
$r_{\text{US}}, r_{\text{EU}}$	Změna reálných úrokových sazeb v USA a EU
$\text{RP}_{\text{US}}, \text{RP}_{\text{EU}}$	Změna rizikové prémie v USA a EU

Všechny proměnné hrály klíčovou roli při určení kurzu v minulých 7 letech a způsobovaly dlouhodobé posilování americké měny. Od roku 1995 do roku 1998 hrály hlavní roli úrokové sazby. Ty byly vyšší ve Spojených státech a lákaly investory do aktiv denominovaných v amerických dolarech. Nicméně od roku 1999 se situace změnila a úrokový diferenciál hovořil pro euro.

Co způsobilo další posilování dolaru? Za prvé to mohla být změna ve stanovení dlouhodobé rovnovážné úrovně měnového kurzu. Ta vychází ze změny očekávání trhu ohledně růstových perspektiv americké ekonomiky na základě růstu produktivity a stálého růstu míry spotřeby vůči spoření.

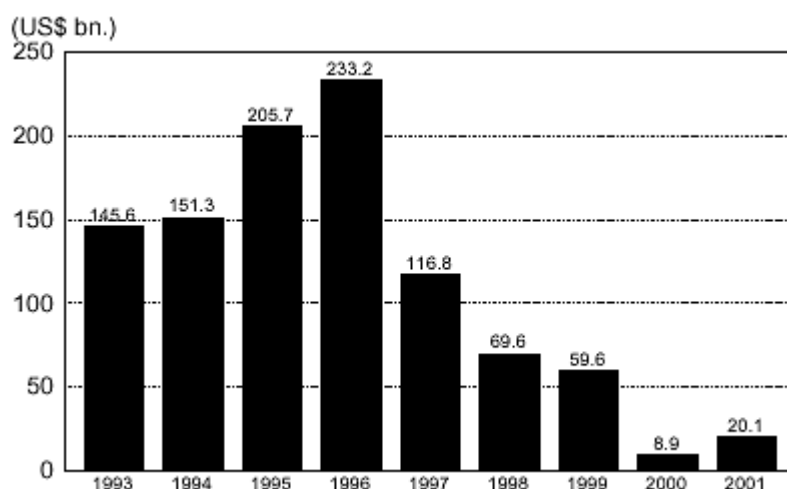
Důležitějším faktorem byla zřejmě produktivita. Americká ekonomika sice rostla rychlejším tempem než Eurozóna po celá devadesátá léta, ale trvalo mnoho let, než si většina trhu všimla toho, že se zde děje něco významnějšího, co odlišuje Spojené státy od zbytku světa. Podle průzkumu Federal Reserve Bank of Philadelphia, který mapuje názor profesionálních ekonomických analytiků, došlo k výrazné změně v očekávání růstu HDP a produktivity až na konci devadesátých let.

Jak ukazují následující grafy, až do roku 1999 očekávali analytici růst HDP a produktivity v souladu se svým stereotypem klasických ekonomických modelů, tj. růst HDP mezi 2,3 – 2,7% a růst produktivity kolem 1,5% ročně. Od roku 2000 došlo k výrazné změně. Není náhodou, že přesně v tomto období se začalo v médiích psát o tzv. Nové ekonomice. Toto nové vnímání reality nutilo ekonomy přehodnotit svá očekávání růstu HDP a produktivity a trh zvýšil svá očekávání ohledně amerického dolaru.



Druhým faktorem, který pracoval ve prospěch amerického dolaru, byl pokles ve vnímání rizikové prémie amerických aktiv. Důvodem byly krize, které začaly v roce 1997 v Asii a v roce 1998 v Rusku a pokračují přes Turecké, Brazílii a Argentinu dodnes. Amerika je vnímána jako „bezpečný přístav“ pro investice a to způsobuje pokles rizikové prémie této země. A růst hodnoty její měny pod tlakem odlivu kapitálu z emerging markets do USA (viz. graf na další straně).

Graf: čisté kapitálové toky do emerging markets. Zdroj: Mezinárodní měnový fond



Třetím faktorem působícím na posilování dolaru a slábnutí eura bylo naopak zvyšování rizikové prémie u aktiv v Eurozóně. Investoři vnímali s obavami příchod nové společné měny a riziková prémie v této oblasti tedy rostla. Jde o hlavní příčinu sestupného trendu eura.

Pokud růst dlouhodobé rovnovážné úrovně hodnoty dolaru, pokles rizikové prémie u dolaru a růst rizikové prémie u eura způsobil mnohaletý vzestupný trend amerického dolaru, co můžeme očekávat v letech příštích?

Za prvé poslední průzkumy Philadelphia Federal Bank ukazují, že analytici svá očekávání dlouhodobého růstu HDP a produktivity mírně přestřelili. Průzkum na rok 2002 ukazuje, že profesionální analytici snížili svůj odhad růstu HDP ze 3,3% na 3,0% ročně a odhad růstu produktivity klesl z 2,5% na 2,1%. I když tato očekávání jsou stále vyšší, než bylo zvykem po většinu devadesátých let, jde o snížení proti posledním letem a mělo by se projevit i snížením hodnoty amerického dolaru.

Za druhé vliv poklesu rizikové prémie u dolarových aktiv je zřejmě také u konce s dechem. Důvěra v emerging markets znovu nabývá na síle, čehož je důkazem pokles spreadu mezi výnosem amerických bondů a bondů emerging markets. Mezinárodní měnový fond odhaduje, že kapitálové toky se v roce 2002 otočí zpět ve prospěch emerging markets a to znamená odliv finančních prostředků z amerických trhů.

Graf: rozdíl ve výnosech bondů v USA a emerging markets



Za třetí vliv růstu rizikové prémie v Eurozóně by mohl také ochabnout. Euro je již všeobecně přijímáno, jeho hodnota již dále neklesá a úspěšné emitování bankovek a mincí na začátku letošního roku bylo završením období nejistoty. To by mělo způsobit růst důvěry v investice do Evropy a pokles rizikové prémie by se měl odrazit v silícím kurzu eura.

Všechny výše uvedené faktory signalizují, že síly, které hnaly americký dolar vzhůru celých sedm let, mohou být u konce se svým působením a může dojít k otočení tohoto vývoje. Jak již bylo několikrát zmíněno v tomto textu, měnové trhy vykazují značnou setrvačnost a je velmi obtížné vystihnout přesné načasování obratu tohoto dlouhodobého vývoje. Rozhodující bude jistý katalyzátor, který odstartuje oslabení amerického dolaru. Zatím se takový katalyzátor neobjevil, proto je trh EUR/USD mnoho měsíců v relativně úzkém obchodním pásmu.

Měnové trhy s napětím bedlivě sledujeme a čekáme na signály technické analýzy, které nám poskytnou údaje pro načasování spekulace proti dolaru.