

KOMENTÁR

7. októbra 2020

Alchymia menových kurzov (1/3)

Odhad menového kurzu je asi najkomplikovanejší zo všetkých odhadov budúceho vývoja aktív. Úprimne, s dostatočnou spoľahlivosťou dlhodobo nevie odhadnúť kurz meny nik, dokonca, ako ukázala naša analýza, ani veľké medzinárodné banky. A to napriek tomu, že často sú na menovom trhu market makeri, to znamená majú tak významný podiel na menových obchodoch, že smerovanie kurzov priamo ovplyvňujú.

Na kurz vplýva totiž enormné množstvo faktorov, krátkodobo či dlhodobo pôsobiach a navyše na oboch stranách menového páru. V posledných desaťročiach sa ekonomiky otvorili a otvoril a zrýchlil sa aj medzinárodný finančný trh. Zväčšil sa objem medzinárodného toku peňazí a zväčšil sa tak jeho potenciál menové kurzy rozkývať.

Na druhej strane, ekonomiky sa oproti minulosti čiastočne zosynchronizovali, makroekonomické nerovnováhy sa navzájom vyrovnali a tak sú kurzy mien týchto blízkych oblastí relatívne stabilizované. V posledných rokoch sa kurzy najvýznamnejších mien len mierne vlnia, bez jasného dlhodobého smerovania a len s malými amplitúdami (lokálnymi maximami a minimami).

V konečnom dôsledku nás zaujíma, či má význam sa kurzom pri našich zahraničných investíciách vôbec zaoberať. A teda, či ho vieme predpovedať s dostatočnou mierou pravdepodobnosti a ak nie, či investície budeme radšej poisťovať proti pohybu kurzu (menovo hedžovať) alebo hedžing nevyužijeme a ušetríme na nákladoch na hedžing. Lebo ten nie je zadarmo.

Najprv sa ale ponorme to pestrého sveta faktorov, ktoré pohyb mien ovplyvňujú. Lebo už to nám dá významnú časť odpovede na našu otázku.

Najprv základný predpoklad pri investíciách do aktív v inej než našej mene: ak cudzia mena posilňuje, po prepočte do našej meny sa výkonnosť investície zvyšuje a naopak, ak cudzia mena oslabuje, výkonnosť investície sa znižuje.

Počet faktorov, ktoré ovplyvňujú pohyb mien, je takmer nekonečný. Vo všeobecnosti sa tu odrážajú rôzne krátkodobé a dlhodobé nerovnováhy, lokálne a globálne faktory, súbeh viacerých trhov (trhy tovarov a služieb, finančný trh), rozhodnutia inštitúcií a pod. Len s malou dávkou zveličenia by sme poľahky vedeli nájsť 1 000 faktorov, prečo by kurz našej meny mal ísť jedným smerom a rovnako 1 000 faktorov, prečo by mal ísť opačným smerom. A každý by sa zdal logický a správny.

Zároveň, treba si uvedomiť, že len veľmi výnimočne mena posilňuje alebo oslabuje naraz voči všetkým

menám sveta. Ak áno, potom zvyčajne ide o veľmi špecifický parameter, či už pozitívny alebo negatívny, vyskytujúci sa len v tejto mene, v tejto krajine. Oveľa bežnejšia situácia je taká, že v jednom momente jedna mena voči niektorých menám posilňuje a voči niektorým naopak oslabuje. Preto treba vždy posudzovať konkrétny menový pár a za konkrétne obdobie.

Väčšie krátkodobé zmeny sú zvyčajne dôsledkom ekonomickej nestability, keď trh nevie faktory vyhodnotiť a „nastaviť“ rovnovážny kurz. Príkladom je vývoj eurodolára v rokoch 2008 až 2014, keď v štyroch vlnách osciloval medzi 1.60 a 1.20 USD / EUR, lebo v búrlivom období sa investori nevedeli rozhodnúť, kto z hypokrízy vyšiel lepšie. USA získavali postupne lepší obraz, a tak každá ďalšia vlna mala nižšiu hornú časť (amplitúdu, euro čoraz menej posilňovalo). Dolár postupne priemerne posilňoval a potom, v roku 2015 zrazu prudko posilnil až pod 1.10 USD / EUR.

Tieto krátkodobé zmeny sú málo predpovedateľné, lebo do veľkej miery závisia od nálady na trhu a zároveň sa nestihne prejavíť fundament, tzn. skutočné postavenie ekonomík. Pre skúseného menového obchodníka sú zaujímavé len veľmi krátkodobé obchody založené na okamžitých zmenách nálady, na okamžitých trhových impulzoch, v podstate na obchodoch v rámci jedného obchodného dňa a na technických faktoroch.

Dlhodobého investora samozrejme zaujímajú dlhodobé zmeny a tie sú výsledkom rozličnej štruktúry a výkonnosti ekonomík. Dlhodobo môže jedna mena voči druhej posilňovať alebo oslabovať alebo sa len vlniť, bez jasného trendu. Zároveň nesmieme zabudnúť, že ekonomiky nie sú statické, ale sa neustále štrukturálne menia.

Keďže je veľmi veľa faktorov, ktoré ovplyvňujú kurz meny, určite niektoré vynecháme. Problematika je dosť náročná, napriek tomu považujeme za užitočné ju hlboko rozvinúť a podať práve takýmto spôsobom.

Dlhodobo posilňujú zvyčajne tie meny, ktorých ekonomiky rastú rýchlejšie. V takejto ekonomike je zvyčajne dopyt silnejší, inflácia tam rastie rýchlejšie ako v krajine so slabšou ekonomikou. Za normálnych okolností by sa tento tzv. inflačný diferenciel vyrovnal oslabením meny silnejšej ekonomiky¹. Ale keďže obe oblasti majú rovnaký inflačný cieľ, centrálna banka v silnejšej ekonomike zvyšuje sadzby, aby infláciu vykryla. Inflácia je tak v oboch ekonomikách rovnaká a nie je dôvodom pre oslabenie meny silnejšej ekonomiky. Zároveň však, úrokové sadzby sú v silnejšej ekonomike

vyššie, a preto priťahujú kapitál do krajiny. Výsledkom je, že kurz meny silnejšej ekonomiky nieže neoslabuje, ale má tendenciu rásť. Čo samozrejme neznamená, že automaticky rastie, pretože ide len o jeden z faktorov.

Je dôležité rozlíšiť, aký zahraničný kapitál ekonomika priťahuje. Je rozdiel, či ide o priame zahraničné investície alebo o portfóliové zahraničné investície.

Priame zahraničné investície (PZI) smerujú do nákupu starých alebo vybudovania nových produkčných kapacít, zvyšujú celkovú produktivitu ekonomiky, zrýchľujú ekonomický rast a pôsobia v prospech kurzu meny cieľovej krajiny. Investície nesmerujú len do chudobnejších krajín, kde mimochodom je tento vplyv veľmi veľký. PZI smerujú aj do veľmi bohatých krajín. Dôležité je potom pri uvažovaní nad konkrétnym menovým párom porovnať bilanciu PZI jednej krajiny voči svetu a bilanciu PZI druhej krajiny voči svetu, nielen navzájom. Mena tej krajiny, ktorá bude mať bilanciu lepšiu (vyšší prebytok alebo menší schodok), bude neskôr pravdepodobne posilňovať.

Portfóliové investície (PTFI) predstavujú nákup dlhových a majetkových cenných papierov a ich prílev z krátkodobého hľadiska zvyšuje kurz meny krajiny, do ktorej smerujú. Ale keďže je veľmi pravdepodobné, že investori si budú chcieť svoje zisky, aspoň časť z nich, neskôr vybrať, neskôr to vytvára tlak na oslabovanie meny a vôbec na celkovú volatilitu kurzu. Celkovo, čím je vyšší podiel PTFI na platobnej bilancii, tým je mena viac volatilnejšia. A závisí samozrejme aj na celkovom kreditnom riziku krajín - čím je krajina menej dôveryhodná, tým je pohyb volatilnejší. V každom prípade, perspektíva PTFI je kratšia a menej stabilná ako perspektíva PZI.

Ďalším faktorom, hlavne v jasne dobrých a jasne zlých časoch, je kreditné riziko. V čase problémov, recesie, investori nehľadajú vyššie úrokové sadzby, ale nízke kreditné riziko. Niektoré krajiny majú záporné kreditné riziko, slúžia ako tzv. bezpečný prístav. To znamená, že v prípade ekonomických problémov iných krajín alebo dokonca aj ich vlastných problémov sa ich dlhopisy zhodnocujú, priťahujú zahraničné peniaze a kurz sa posilňuje. Deje sa to preto, že investori veria, že táto krajina zvládne svoje problémy lepšie ako krajiny, na ktoré môžu problémy tejto krajiny vplývať. A naopak, v jasne dobrých časoch sa ich mena oslabuje, lebo investori vidia lacné aktíva na zhodnotenie inde.

Veľmi komplikovaný a zmiešaný vplyv má kvantitatívne uvoľňovanie (quantitative easing, QE) či kvantitatívne ťaženie (quantitative tightening, QT). Pri QE centrálna banka nakupuje od komerčných bánk dlhopisy. Tvorí dopyt po dlhopisoch a teda zvyšuje ich cenu (znižuje výnos). To priťahuje zahraničných investorov a zároveň odkláňa domácich investorov zo zahraničných trhov na domáci. Mena posilňuje. Tento efekt však prestáva pôsobiť vtedy, keď ceny dlhopisov sú

vysoko (a výnosy dlhopisov sú už nízko), vtedy naopak investori hľadajú vyššie výnosy vonku. To tlačí na oslabovanie meny. Čiže dôležité je, v akej fáze QE je jedna a aj druhá krajina menového páru.

Podobné dôsledky na menový kurz má aj vplyv QE na vývoj akciového trhu. Akcie majú tendenciu pod vplyvom QE rásť, z viacerých dôvodov. Napríklad, firmy platia nižšie úroky za svoje úvery, čo im zvyšuje zisk. Ďalej, banky nemajú kam umiestniť prebytok lacných peňazí a tak znižujú svoje kritériá na úvery. Firmy tak získavajú úvery, ktoré by inak nezískali. A napokon, pre investorov sú nízke výnosy dlhopisov nezaujímavé a presúvajú sa na akciový trh. Nejde len o investorov zo zahraničia, ale na domáci akciový trh môžu presúvať svoje investície aj tí domáci investori, ktorí mali doteraz svoje investície v zahraničí. A tak pozitívny vývoj na akciovom trhu tlačí na posilňovanie meny. Ale ak sú akcie veľmi vysoko a trh im prestáva veriť, odlev akcií spôsobí oslabenie domácej meny. Samozrejme, neexistuje všeobecne akceptovateľná metodológia pre určenie hranice pre akcie, po prekročení ktorej vieme, že sú už drahé a je to do veľkej miery len psychológia trhu.

Je dôležité, či QE cez zlacnenie úverov pre firmy a domácnosti naozaj spôsobí zrýchlenie úverovej dynamiky. Ak nie, účinok QE na zrýchlenie ekonomiky je obmedzený a vzniká nerovnováha medzi vysokými cenami aktív a horším fundamentom. To destabilizuje hlavne finančný trh vrátane kurzu.

Keďže QE robí zvyčajne viacero krajín naraz, treba zväžiť celkový globálny vplyv QE na ekonomické fundamenty a na ceny aktív. Úprimne, to je tak komplikovaný a náročný proces, že pri QE môže ísť o veľmi hrubý odhad jeho vplyvu na kurz. Pokiaľ ide o kvantitatívne ťaženie, to má podobný vplyv ako QE, len opačným smerom.

Domáci dopyt môže byť stimulovaný nielen menovou, ale aj fiškálnou politikou. Nižšie dane a vyššie verejné výdavky dopyt zrýchľujú a priťahujú zahraničný kapitál. Ale ak je táto stimulácia veľmi silná a začne sa zvyšovať podiel verejného dlhu na HDP, potom trh spozornie a naopak, začne z trhu utekať. Jednak vie, že v budúcnosti budú úrokové sadzby nižšie a jednak sa zvyšuje kreditné riziko krajiny. Opäť, aby to nebolo jednoduché, neplatí to pre krajiny so záporným kreditným rizikom alebo s veľmi nízkou úrovňou verejného dlhu. A opäť platí, že pre stanovenie vplyvu tohto faktora na menový kurz treba porovnať situáciu v oboch menových oblastiach.

Domáci dopyt môže byť dlhodobou stimulovaný aj inými faktormi. Napríklad náhlým objavom nerastnej suroviny (nové ropné pole) alebo novou technológiou jej spracovania (bridlice). A množstvom iných faktorov šitých na mieru tej či onej krajiny – napríklad prijatím členstva v organizácii voľného obchodu atď. Dopyt môže byť

naopak šokovo aj oslabený, napríklad veľkou prírodnou katastrofou.

Dlhodobou spoľahlivým faktorom je kvalita podnikateľského prostredia. Tie štáty, kde sú dobré podmienky na podnikanie – nízka byrokracia, pružný zákonník práce, dobrý prístup k úverom, nízka miera korupcie, efektívne inštitúcie a pod. – rastú zvyčajne rýchlejšie ako konkurenti a ich menový kurz sa voči zvyšku sveta zhodnocuje. Tieto krajiny možno ľahko rozlíšiť – sú na prvých miestach medzinárodných rebríčkoch konkurencieschopnosti.

Významným faktorom je demografia, navyše pôsobí stabilne a dlhodobo. Dôležitá je nielen vysoká pôrodnosť, ale aj pomer produktívnej pracovnej sily na predproduktívnej a poproduktívnej populácii. Rovnako dôležitá je aj miera čistej migrácie a jej kvality – či imigrujú vzdelaní a pracovití ľudia. Krajiny s dobrou demografiou (pôrodnosť + silná kvalifikovaná imigrácia) majú našliapnuté na dlhodobé zhodnocovanie svojej meny.

Vo všeobecnosti teda krajiny s relatívne silnou menovou a fiškálnou politikou, krajiny atraktívne pre priame zahraničné investície, s dobrým podnikateľským prostredím a dobrou demografiou rastú rýchlejšie a ich meny sa zhodnocujú. Je tu však ale druhá strana mince. Môžu rásť tak rýchlo, že sa v nich tvoria makroekonomické nerovnováhy. Hovoríme o schodku bežného účtu platobnej bilancie.

Ten vlastne znamená, že súčet platieb odchádzajúcich z našej krajiny do zahraničia je vyšší ako súčet platieb prichádzajúcich do našej krajiny zo zahraničia. Nejde len o platby za exporty a importy tovarov a služieb, ale aj o čistý výsledok priamych a portfóliových investícií a čistý výsledok finančných transferov. A teda, pri schodku platobnej bilancie sa postupne zvyšuje objem meny tej krajiny, ktorá má schodok, v zahraničí. To

prirodzene zvyšuje ponuku meny a tá, podľa trhových zákonov, má tendenciu sa oslabovať.

Na druhej strane, závisí samozrejme aj od dopytu. Ak dopyt po tejto mene „stíha“ pokrývať jej rastúcu ponuku tejto meny, potom napriek schodku platobnej bilancie sa mena nemusí oslabovať. Lebo jednoducho sa používa ako rezervná mena alebo aj rastie celosvetová hodnota aktív denominovaných v tejto mene.

Suma sumárum – pri kurze musíme predovšetkým pozerieť či je krajina „dobrá“ alebo „zlá“ v zmysle všetkých vyššie uvedených parametrov. Rizikom samozrejme je, že to neposúdime správne. Zároveň musíme skontrolovať či je jej platobná bilancia v prebytku alebo v schodku a či a ako je tento stav udržateľný.

Ideálne je ak, je krajina dobrá a platobná bilancia v prebytku, vtedy vieme, že kurz jej meny sa bude relatívne k svetu posilňovať. Ideálny je aj opak, vtedy vieme, že sa bude oslabovať. Horšia je kombinácia oboch. Vtedy musíme veľmi starostlivo zvažovať či je schodok platobnej bilancie vyvážený dobrými parametrami krajiny a naopak, či prebytok platobnej bilancie stojí za to, že krajina patrí medzi tie horšie.

A teda, odhadnúť primeraný rovnovážny kurz je hotová alchymia. Všetky faktory totiž pôsobia naraz a my len veľmi zhruba vieme odhadnúť, ktorý z nich bude dominantný a v akom čase bude pôsobiť.

Konkrétne ilustrujeme na príklade najsledovanejšieho menového páru sveta, kurzu eura k americkému doláru.

(pokračovanie v nasledujúcom komentári)

Richard Tóth
hlavný ekonóm

¹Príklad: Predstavme si, že kôš tovarov stojí v eurozóne 100 EUR a rovnaký kôš tovarov v USA stojí 100 USD. Kurz je 100:100, a teda 1 EUR = 1 USD. O rok neskôr pri 0% inflácii v eurozóne a 10% inflácii v USA sa cena tovarov v eurozóne nezmení, bude 100 EUR. V USA sa zvýši na 110 USD. Pomer cien je 100 EUR = 110 USD, a teda dolár oslabí na 1 EUR = 1.10 USD. Vyššia inflácia v USA oslabila dolár.

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. Výkonosť 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.