

DOLAR VS EURO – DIVERGENTNI MONETARNI IMPULSI ILI EKONOMSKI FUNDAMENTI

Radna verzija teksta u rubrici 'Aktualne teme', *Računovodstvo i financije*, br. 4, 2015., str. 7-9

Sažetak

Sredinom ožujka 2015. tržište je naveliko testiralo paritet izjednačavanja američkog dolara i eura. Kako su investitori obeshrabreni po pitanju eura, a naklonjeni dolaru (i drugim 'sigurnim utočištima' poput švicarskog franka i britanske funte), analitičari očekuju daljnje slabljenje eura i jačanje dolara u nastavku godine pa i dostizanju razine niže od 0,99 eura za 1 dolar kakva je zabilježena u razdoblju tehnološkog buma u SAD-u na prijelazu dva tisućljeća, odnosno godinama uvođenja eura kao zajedničke valute eurozone. Radi li se zaista o jakom dolaru koji odražava snagu američkog gospodarstva oporavljenog od dugogodišnje krize ili je u pitanju samo 'zrcalna slika' slabosti eura pokazat će vrijeme. Do tada su izvjesni daljnji valovi visoke volatilnosti na deviznom tržištu s posljedičnim efektima na sva druga globalna financijska tržišta i nestabilnost brojnih ekonomskih varijabla.

1. Uvod

Dolar i euro predstavljaju najzanimljiviji valutni par koji odražava odnos snage dva najveća svjetska gospodarstva i s njima povezane međunarodne tokove roba, usluga i kapitala, dok je tečaj i pod značajnim utjecajem psihologije investitora i špekulacija na koje iz minute u minutu djeluju informacije o povoljnim/nepovoljnim ekonomskim i političkim zbivanjima. Posljednjih godina tečaj eura je pod pritiskom pada povjerenja u zajedničku valutu eurozone i to kako zbog problema prezadužene Grčke i mogućih scenarija za njen izlazak iz valutne unije, tako i zbog drugih faktora koji nagrizaju slab oporavak europskog gospodarstva uključujući učinke kombinacije krize banaka i prezaduženih država u mnogim perifernim zemljama tijekom 2011. i 2012., a u novijoj povijesti učinke sankcija EU prema Rusiji (i ruskih kontra-sankcija) na pad europskog izvoza i industrijske proizvodnje. Na tečaj dolar-euro već se više od godinu dana odražava prestanak snažne primarne emisije koju je Fed podržavao ranijih godina. Dodatno tijekom ove godine značajno su ojačala očekivanja restriktivnog zaokreta u politici američkog Fed-a, a koja se javljaju usporedno s realizacijom politike monetarnog kvantitativnog labavljenja od strane ECB-a. U terminima inflatornih očekivanja i kamatnog diferencijala, sve navedeno slabi euro, a jača dolar - odnosno slabi euro i prema drugi vodećim svjetskim valutama. Uz očekivane učinke na rast kamatnih stopa u SAD-u i pad kamatnih stopa u eurozoni, dolarsko tržište tim postaje još više zanimljivo stranim ulagačima, iako su prave prilike ostvarili oni koji su povjerenje u dolar vratili puno prije od ostalih.

S druge strane po pokazateljima inflacije mjerene indeksom potrošačkih cijena, oba gospodarstva trenutno su suočena s deflacijom (negativnom stopom inflacije) proizašlom iz niske cijene nafte i nedovoljne potražnje koja onemogućava veći ekonomski rast pa i ne govori u prilog skorom razvoju inflacije niti u SAD-u niti u eurozoni. U kontekstu toga Fed i dalje podržava niske kamatnjake i nije isključeno da će takvu politiku voditi sve dok stopa inflacije ne dostigne razinu 2% godišnje, a tim više što argument 'prejakog dolara koji nepovoljno djeluje na američko gospodarstvo' odgađa trenutak zaokreta u monetarnoj politici. Ujedno jači dolar smanjuje uvozne cijene u SAD-u i moguće inflatorne pritiske proizašle iz dugogodišnje prakse kvantitativnog labavljenja. Međutim, gledano kroz kretanje temeljne inflacije (uz isključenu cijenu energenata, hrane ili drugih proizvoda s velikom volatilnošću

cijena) ona je ipak za 0.9 postotnih poena veća (i s tendencijom porasta) u SAD-u nego u europodručju – što u kombinaciji s niskom stopom nezaposlenosti u SAD-u i visokom nezaposlenošću u eurozoni podržava tržišna očekivanja restriktivnosti u budućoj monetarnoj politici Fed-a te nastavak dugoročne monetarne ekspanzije u praksi ECB-a.

2. Monetarni impulsi i signali središnjih banaka

Utjecaj aktualne divergentnosti monetarne politike Fed-a i ECB-a tim više dolazi do izražaja što se radi o svjetskim valutama na čiji tečaj središnje banke ne mogu direktno djelovati pa su tržišne promjene determinirane razlikama u visini dugoročnih kamatnjaka i špekulativnim očekivanjima investitora diljem svijeta, odnosno signalnim djelovanjima najava središnjih banaka o mogućim većim ili manjim injekcijama upumpavanja likvidnosti u sustav, a koji se posljedično odražavaju na pad ili rast domaćih kamatnjaka (u odnosu na inozemstvo) te inflatorna očekivanja. Pitanje koja se pri tome mora postaviti glasi: da li su središnje banke iskrene u svojim izjavama. Naime, djelotvorna monetarna politika je samo ona koja nije očekivana pa, iako tržišta snažno reagiraju na informacije i signale koja ona odašilje, pitanje je kada su signali točni a kada ne. Najočitiiji primjer su izjave guvernera švicarske središnje banke koji je još krajem 2014. govorio o nastavku politike ograničenja tečaja od 1,2 franka za euro, da bi ukidanjem ograničenja 15. siječnja 2015. omogućio tržišnu korekciju koja je dovela do značajnog rasta franka i izazvala financijski tsunami na globalnim financijskim tržištima.

U slučaju dolara, tržišta se uglavnom vode povijesno naučenim obrascima ponašanja kakvi su zabilježeni tijekom 2008. i 2009. kada je Fed više puta snižavao referentne kamatnjake i ogromnim monetarnim injekcijama otkupa hipotekarnih, državnih i drugih vrijednosnica proizvodio inflatorna očekivanja, ali s jasnim ciljem da potakne ekonomski rast i rast zaposlenosti. Ujedno time je stvarao kontradiktorna očekivanja o slabljenju dolara u kratkom roku (konkurentsku deprecijaciju), ali i njegovom jačanju u dugom roku kada se stopa nezaposlenosti smanji ispod ciljane razine - prvotno 6,5% odnosno kasnije i znatno niže - na što bi središnja banka SAD-a trebala reagirati monetarnim zaoštavanjem i poticanjem rasta kamatnjaka. Međutim, iako Fed već duže vrijeme najavljuje zaokret u restriktivnom smjeru, njegovo ponašanje je i dalje dvosmisleno i ne daje sigurne signale tržištima kada će to zaista učiniti. Umjesto vođeno ekonomskim fundamentima, sigurnim znakovima inflatornih/deflatornih pritisaka, kamatnim diferencijalima ili drugim racionalnim faktorima, tržište se tako pretvara u 'sustav špekulanata koji špekuliraju o špekuliranju drugih špekulanata', a vođeno snagom i algoritmima short-termisma otvara prostor za različite oblike nestabilnosti cijena/tečajeva. Istodobno zbog obilja likvidnosti kreirane bilo od strane Fed-a ili ECB-a stvaraju se uvjeti za razvoj novih financijskih mjehura i na drugim tržištima poput tržišta dionica i obveznica. Kako očito postoji sve slabija veza između monetarnih agregata i stope inflacije mjerene indeksom potrošačkih (neovisno što se spomenuta mjera i dalje tipično veže uz ciljeve središnjih banaka), inflaciju od koje strepi javnost i kojom se vode tržišna očekivanja zamjenjuje inflacija cijena imovine (asset price inflation), odnosno tržišno precjenjivanje različitih oblika imovine na nacionalnoj i/ili globalnoj razini.

3. Europski model kvantitativnog labavljenja

Iako je najavljeno da će ECB mjesečno kupovati 60 milijardi eura obveznica sve do rujna 2016. (ili barem dok se stopa inflacije ne približi razini 2% godišnje), upitno je da li će uz fragmentirana financijska tržišta ECB-ov program kvantitativnog labavljenja biti jednako uspješan kao u slučaju Fed-a, odnosno da li će mjere snažnog ulijevanja likvidnosti u sustav omogućiti da novac dođe u realni sektor i pokrene njegovu ekspanziju kroz rast potrošnje i investicija privatnog sektora, uz istodobno

uravnotežen rast svih članica eurozone. Razlog za takvo razmišljanje su različitosti u funkcioniranju financijskog sustava koji je u SAD-u primarno determiniran burzom (tržištem kapitala) uz snažno razvijene nebankovne financijske institucije prilagođene bržem prilagođavanju tržišnim korekcijama. Nasuprot tome kontinentalna Europa je poglavito bankocentričan sustav u kojem doseg utjecaja kanala monetarne transmisije ovisi o stabilnosti banaka te ponudi i potražnji za kreditima, gdje u oba slučaja pokretačku silu ne predstavlja obilje likvidnosti (i vrlo niski kamatnjaci) nego je mogu predstavljati jedino znatno veći rast BDP-a (investicija, osobne potrošnje, izvoza) i zaposlenosti. To otvara pitanje stoljetne dileme da li je novac endogena ili egzogena varijabla, ali i pitanje kako pokrenuti veću kreditnu aktivnost kada su potencijalni dužnici ionako uglavnom prezaduženi, a zbog nužnosti smanjenja javnog duga u većini članica, ni taj kanal kreditne ekspanzije nije siguran. Rješenja se stoga traže u pozitivnim očekivanjima u realnoj sferi gospodarstva, u kombinaciji s realno utemeljenim optimizmom na tržištu kapitala (poglavito vlasničkog financiranja).

Daljnja razlika u mogućim učincima kvantitativnog labavljenja vezana je uz ciljeve Fed-a i ECB-a. Fed je središnja banka s tzv. dualnim mandatom u okviru kojega treba održati rast monetarnih i kreditnih agregata primjereno dugoročnim potencijalima gospodarstva u povećanju proizvodnje - promovirajući ciljeve maksimalne zaposlenosti, stabilnosti cijena i umjerenih dugoročnih kamatnjaka. Nasuprot tome ECB (kao i sve središnje banke zemalja članica EU) ima hijerarhijski mandat s jasno definiranim ciljem očuvanja stabilnosti cijena, što praktično znači održavanje stope inflacije mjerene harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena na razini blizu ali ispod 2% godišnje. Fokusiranost na stabilnost cijena i urođeni strah javnosti/vjerovnika od inflacije, u drugi plan stavlja ulogu središnje banke u podupiranju opće gospodarske politike Europske unije, ugrađene i u članak 3. Ugovora o Europskoj uniji koji jasno definira održivi razvoj Europe temeljen na uravnoteženom gospodarskom rastu i stabilnosti cijena, visoko konkurentnom socijalnom tržišnom gospodarstvu, s ciljem pune zaposlenosti i društvenog napretka.

Dominantna orijentacija ECB-a na stabilnost cijena zasigurno je jedan od glavnih razloga prekasne reakcije ECB-a u sprječavanju razvoja recesije tijekom 2008., odnosno sustezanja u ekspanzivnijem monetarnom djelovanju u svim okolnostima većeg inflatornog pritiska, npr. tijekom 2012. Europa je općenito kontinent koji u usporedbi s SAD-om više strahuje od inflacije, a u tome se posebno ističe averzija Njemačke - vidljiva i u otporu prema QE programu, a posebice ako će on omogućiti rast javnog duga euro-periferije. Unatoč postojećem stanju deflacije (-0,3% prema podacima za veljaču) pa čak i očekivanjima da će preniska inflacija postati dugoročna bolest eurozone, prilično je neizvjesno kako će se ponašati ECB ako (protivno postojećim očekivanjima) zbog bilo kojeg razloga dođe do značajnog rasta cijene nafte na svjetskom tržištu te posljedično razvoja inflacije troškova ili ako mjere monetarne ekspanzije uzrokuju pretjerani rast inflacije u Njemačkoj i drugim zemljama jezgre koje danas bilježe nisku ali ipak nešto veću stopu nacionalne inflacije u komparaciji s europskom periferijom.

Euro već duže vrijeme nagrizao pad povjerenja u održivost jedinstvene valute zbog značajnih razlika između zemalja jezgre i slabe periferije, koje zajednički ne tvore optimalno valutno područje ali dijele istu monetarnu politiku i slobodne tokove roba i kapitala, sa svim negativnim posljedicama na neravnoteže u bilancama plaćanja pojedinačnih članica (vanjskotrgovinski suficit jezgre i deficit periferije, pozitivnu neto međunarodnu investicijsku poziciju jezgre i duboku negativnu poziciju periferije). Konceptijski nije riješeno pitanje izlaska pojedine članica iz valutne unije, ali su itekako živi 'scenariji' mogućih krahova u slučaju da iz nje izađe prezadužena i revolucionarna Grčka (ili bude

izbačena, uz eventualno zadržavanje eura kao valute ali bez pristupa monetarnim kanalima ECB-a te ogroman javni dug koji neće moći servisirati ugrožavajući time poziciju vjerovnika europske jezgre). Međutim, teoretski gledano nije isključen niti izlazak Njemačke kao najjača karike koja, iako ima ekonomski interes ostati u valutnoj uniji, s vremenom može izgubiti podršku vlastitih građana koji nevoljko gledaju pad kupovne moći eura i ne nalaze motiv za daljnjim spašavanjem europskog juga. Euro nagriza ga i slabosti Europske unije kao pretjerano birokratiziranog sustava koji sustavom kvota, brojnim direktivama i drugim obilježjima sve više liči na centralno plansku ekonomiju a ne pravo tržišno gospodarstvo. Problem je i što europski narodi različito shvaćaju prava i obveze u financiranju i korištenju javnih financija, kao i funkcioniranju demokracije, dok velika većina članica (uključujući i brojne zemlje jezgre) bilježi javni dug daleko iznad razina predviđenih konvergencijskim kriterijima. Zbog aktualne ekstremno ekspanzivne monetarne politike ECB-a otvara se prostor za novi rast javnog duga svih članica, a iako bi navedeno trebalo prvenstveno olakšati teret otplate javnog duga periferije, na kraju će pogodovati javnim financijama država jezgre uz rizik da zbog niskih i negativnih prinosa u doglednoj budućnosti dođe do njihova pregrijavanja na sličan način kao u slučaju perifernih zemalja prije krize.

Unutar valutne unije, konvergencija je gotovo 'mrtvo slovo na papiru', jer sustav već godinama pokazuje divergentna kretanja s ozbiljnim negativnim učincima promjena smjera kretanja novca i kapitala na relaciji sjever-jug i obrnuto, zbog čega monetarna politika ECB-a nikada nije u potpunosti prilagođena potrebama svih država članica, nego se vodi ponderiranim prosječnim pokazateljima kao da eurozona zaista predstavlja jedinstveno gospodarstvo - iako se s druge strane tipično govori o prednostima i slabostima svake zemlje pojedinačno. Međutim, gledano s aspekta konsolidiranih podataka za eurozonu u cjelini, ona je i dalje snažna regija koja uspješno konkurrira SAD-u te ima potencijala za daljnje širenje i jačanje kroz ulazak novih članica u EU i valutnu uniju. Od studenog 2014. pored valutne unije sa zajedničkom monetarnom politikom, eurozona predstavlja i bankovnu uniju koja kroz Jedinstveni mehanizam nadzora sistemski važnih banaka ujedno jača cjelinu i snagu zajedničke ekonomske i monetarne unije te otvara put za daljnju integraciju kroz stvaranje fiskalne pa i političke unije. No s druge strane taj koncept nosi i rizik zbog najave funkcioniranja Jedinstvenog sanacijskog mehanizma od siječnja naredne godine otvarajući time pitanje zajedničkog troška eventualne sanacije grčkih banaka u slučaju da Grčka ne napusti eurozonu do kraja ove godine ili da grčkim bankama iz bilo kojeg razloga ponovno postanu nedostupni kanali pribave likvidnosti preko ECB-a/Eurosustava. Popisu mogućih nestabilnosti u eurozoni stoga se gotovo ne nazire kraj zbog čega će razdoblje neizvjesnosti na financijskim tržištima trajati barem do rujna 2016 (do kada bi trebale biti aktualne mjere kvantitativnog labavljenja), iako je upitno da li će i tada bankovni sustavi i prezadužene europske države moći funkcionirati bez daljnjih injekcija ex nihilo kreacije likvidnosti.

4. Makroekonomski fundamenti

Iza jakog dolara nalaze se relativno veće stope rasta BDP-a američkog gospodarstva već od 2011. sa znatno većim kumulativnim učincima ekspanzije u komparaciji s prosječno gotovo nultim rastom eurozone u istom razdoblju. Aktualna stopa rasta BDP-a u SAD-u kreće se na razini 2,5 %, a eurozone svega 0,9% , na što nepovoljno djeluju i pojedinačna kretanja u Njemačkoj (sa stopom rasta svega 1,5%) te Francuskoj (0,2%) i Italiji (-0,3%) koji predstavljaju druga dva velika gospodarstva europodručja. S druge strane stopa rasta u SAD-u trenutno ne pokazuje tendenciju rasta kao prije godinu dana, dok Europa unatoč lošim prosječnim pokazateljima ima priliku za daljnji rast upravo zbog jakog dolara koji bi trebao osnažiti izvoz i industrijsku proizvodnju Njemačke i drugih europskih

gospodarstva u SAD. Dodatno veće pozitivne stope rasta bilježe i periferne zemlje, dok istodobno jačaju i ekonomije brojnih europskih tranzicijskih gospodarstva koje su snažno integrirane s jezgrom europodručja te kroz njen rast i unapređenje međunarodne trgovine stvaraju potencijal za veći rast BDP-a cijele Europske unije (od postojećeg 1,4%). Sentiment ekonomije pokazuju i indeksi pouzdanja potrošača/proizvođača koji i za SAD i eurozonu imaju uzlazni trend u odnosu na 2013., ali u ovom trenutku više su optimistična u slučaju europskog kontinenta. Optimizam stoga ne nedostaje na europskim tržištima kapitala koji rastom dioničkih indeksa pozdravljaju mjere kvantitativnog labavljenja ECB-a te jačanja dolara, iako s druge strane nose rizik da će pretjerano ulijevanje likvidnosti na europska financijska tržišta rezultirati stvaranjem novih financijskih mjehura. Suprotno tome američka dionička tržišta strahuju od restriktivnih zaokreta Fed-a koji će se odraziti na pad likvidnosti i rast troškova financiranja poduzeća.

Stopa nezaposlenosti dvostruko je veća u eurozoni nego u SAD-u, a dodatno pokazuje slabu tendenciju pada u odnosu na najvišu razinu dostignutu početkom 2013. Nasuprot tome od 2009. do danas, stopa nezaposlenosti u SAD-u gotovo je prepolovljena čemu su znatno pridonijele mjere monetarnog kvantitativnog labavljenja i drugih ekonomskih politika, ali i razlike u koncepciji općeg modela ekonomije gdje se SAD ističe kao čisto tržišno gospodarstvo s daleko fleksibilnijim tržištem rada u komparaciji s socijalno tržišnim gospodarstvom koji je u svoje temelje ugradila Europa zadržavajući pri tome veću visoku razinu rigidnosti tržišta rada te različite elemente socijalnih transfera koji stvaraju pritisak neodrživosti europskog modela javnih financija, ali i otežavaju usporedbe stopa nezaposlenosti između SAD-a i europskih država. Tako dok Europa strahuje od nemogućnosti smanjenja nezaposlenosti, posebice nezaposlenosti mladih, SAD je prešao u drugu krajnost da je stopa nezaposlenosti ispod svojih povijesnih minimuma zbog čega daljnja nastojanja povećanja zaposlenosti nose rizik inflatornih učinaka koje bi Fed trebao preventivno korigirati kroz očekivani jasan zaokret u restriktivnom smjeru.

5. Učinci jakog dolara i slabog eura

Tečajne promjene odražavaju se na brojne financijske i makroekonomske varijable. Tipično utječu na uvjete međunarodne razmjene, gdje jačanje domaće valute pogoduje uvozu i destimulira izvoz, a posljedično negativno djeluje na kretanje indeksa industrijske proizvodnje i zaposlenosti, kao i pad uvoznih cijena koji podržava nižu domaću inflaciju. Kako učinci nisu ograničeni samo na industrijsku proizvodnju nego i druge djelatnosti, promjene tečaja imaju veće djelovanje što je gospodarstvo više uključeno u trgovinske transakcije s inozemstvom. Nepovoljni efekti na pad zarade (izražene u dolarima) stoga se očekuju kod brojnih američkih kompanija koje preko 40% svojih prihoda ostvaruju na inozemnom tržištu, no konačni nepovoljni efekt može biti manji zbog specifičnih obilježja ekonomije. SAD je veliko i prilično samodovoljno gospodarstvo, barem u terminima strateški važnih resursa i proizvodnje. U novijoj povijesti tu se posebno ističe energetska neovisnost koja je danas gotovo tri puta veća nego 2005., što značajno smanjuje potrebu uvoza nafte ali i trgovinski deficit zemlje. Nadalje dolar je svjetska valuta zbog čega je atipično prisutan kao instrument plaćanja uvoza, naplate izvoza te servisiranja vanjskog duga SAD-a, što američko gospodarstvo čini manje osjetljivim na tečajne promjene. Ujedno očekivani rast kamatnjaka privlači nova ulaganja stranih investitora pa time i priliku za daljnji rast BDP-a i raspoloživog dohotka građana SAD-a. U konačnici efekti tečajnih promjena u posljednjih godinu dana, a posebno u prvoj polovici ožujka ove godine, pozitivni su za europsko i brojna druga svjetska gospodarstva kojima se pruža prilika za rast izvoza, što znači da bi uz određeni vremenski odmak mogli pratiti pozitivne cikluse iz SAD-a.

Gledano iz pozicije drugih valutnih područja, jak dolar povećava troškove uvoza nafte i energenata, kao i sirovina te svih ostalih proizvoda i usluga čija se cijena ugovara u dolarima, ali se dio tih efekta kompenzira kroz aktualnu nisku cijenu nafte na svjetskom tržištu. Nepovoljni tečaj može postati problem za dužnike čiji je dug denominiran u dolarima, a posebice ako nisu ugovoreni instrumenti zaštite od valutnog rizika, kakve bi jasno trebali koristiti i proizvođači koji ovise o nabavki sirovina na inozemnom tržištu. Kada je u pitanju Hrvatska nas će dijelom pogoditi negativna uvozna troškovna komponenta, dok će tek manji broj izvoznika ostvariti rast neto-prihoda. No u toj relaciji nije problem dolar, nego činjenica da je Hrvatski izvoz relativno slab iako tečajnom korekcijom postaje konkurentniji barem u terminima dolara (ali ne i u terminima eura). Kako je u strukturi izvoza relativno malo zastupljen izvoz u SAD i druga dolarska tržišta, pozitivni efekti se stoga mogu očekivati više s aspekta učinaka ekspanzije naših vanjskotrgovinskih partnera iz eurozone pod pretpostavkom da će oni povećati potražnju za našim izvozom.

Na kraju ostaje pitanje - da li su i koliko su tečajne promjene rezultat jakog dolara, a koliko rezultat slabljenja eura prema svim vodećim svjetskim valutama. Na to se nadovezuju i druga pitanja - koliko euro još može oslabiti, kao i - da li će Europska unija i ECB uspjeti riješiti probleme europske periferije, a da njihovim rješavanjem ne izazovu probleme jezgre. Za Hrvatsku su ta pitanja važna zbog niza faktora, uključujući valutnu strukturu devizne štednje, međunarodne pričuve zemlje, realni teret otplate duga denominiranog u eurima itd., kao i činjenicu da uz politiku očuvanja stabilnosti tečaja - s eurom dijeli sudbinu i u dobrim i lošim vremenima. Zanemarivanjem domaće valute, kao visoko euroizirana zemlja Hrvatska je praktično 'sve karte stavila na euro' pa sada i ne preostaje ništa drugo nego u njega vjerovati.