

## Čo stojí za posilnením eura voči doláru v roku 2020?

Výrazné posilnenie kurzu eura voči americkému doláru v priebehu roka 2020 bolo sprevádzané priblížením úrokových mier v eurozóne a USA. Dekompozícia faktorov ovplyvňujúcich kurz eura voči doláru naznačuje, že práve menové šoky boli hlavným dôvodom pozorovaného posilnenia. Takéto zhodnotenie eura môže mať dopad na spotrebiteľské ceny prostredníctvom nižších dovozných cien. Kurz eura ovplyvnili aj pohyby v domácom dopyte a rizikovej prirážke.

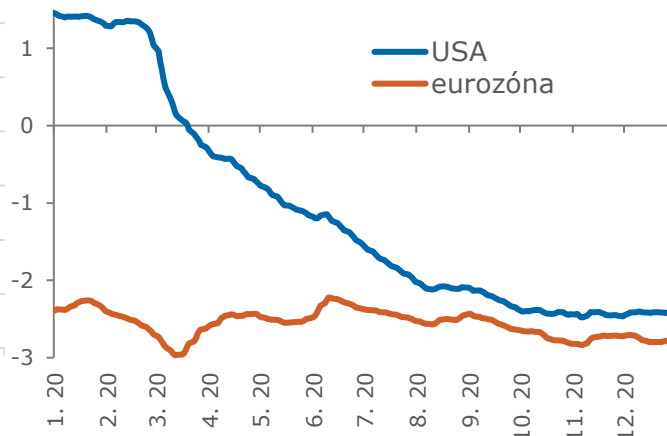
Jedným zo zásadných vývojov s menovo-politickými dopadmi v roku 2020 bolo pomerne razantné posilnenie eura voči americkému doláru (Graf č. 1). Tento vývoj bol zároveň sprevádzaný výrazným priblížením nominálnych úrokových mier v eurozóne a v USA (Graf č. 2). Vzhľadom na úzke previazanie týchto premenných je cieľom našej analýzy odhadnúť vplyv menových krokov v eurozóne a v USA na kurz USD/EUR v porovnaní s inými možnými dôvodmi pohybov výmenného kurzu.

Graf č. 1 Vývoj USD/EUR



Zdroj: Macrobond.

Graf č. 2 Krátkodobé tieňové úrokové miery (Krippner) (v %)



Zdroj: Macrobond.

Poznámka: Hodnota USD/EUR vyjadruje množstvo dolárov za euro (nárast predstavuje posilnenie eura). Na grafe vpravo je úroveň úrokových mier v eurozóne a USA reprezentovaná tzv. Krippnerovými sadzbami, ktoré predstavujú úroveň krátkodobých mier dosiahnuteľných v hypotetickom prípade absencie problému nulových sadzieb. Tieto „tieňové“ sadzby sú prepočítané z výnosov dlhodobých dlhopisov (Krippner, 2013).

Analytické komentáre nie sú oficiálnym stanoviskom Národnej banky Slovenska. Prezентujú názory analytikov úseku meny, štatistiky a výskumu (ÚMS). Šírenie je povolené bez predchádzajúceho súhlasu, avšak s uvedením zdroja „Analytici ÚMS“.

**Výmenný kurz eura voči doláru v rámci režimu plávajúcich kurzov reaguje na šoky spôsobujúce pohyby relatívnych výnosov investícií v daných menách.** Všeobecne sa pritom predpokladá, že šoky spôsobujúce znižovanie domácich výnosov sú sprevádzané oslabovaním domácej meny.<sup>1</sup> V tomto zmysle je vývoj prezentovaný na Grafoch č. 1 a 2 konzistentný s prítomnosťou menových šokov.

**Identifikácia šokov spôsobujúcich kurzové výkyvy je relevantná aj kvôli ich možným dopadom na spotrebiteľské ceny či iné aspekty ekonomiky.** Exogénne posilnenie domácej meny, napríklad kvôli efektom rizika či iným, môže vplyvať na znižovanie domácich cien, v kontraste napríklad s domácim dopytovým šokom, ktorý by sa prejavoval tak zvyšovaním domácich cien ako aj sadzieb a hodnoty domácej meny. Silnejšia mena síce aj v prípade dopytového šoku znamená nižšie dovozné ceny, to je však kompenzované vyššími dopytovými tlakmi na cenový vývoj.<sup>2</sup>

**Literatúra v oblasti identifikácie menovo-politických šokov je prirodzene rozsiahla.** Náš primárny zdroj je Leiva, Martínez-Martín a Ortega (2020) predovšetkým z dôvodu, že pracuje s vývojom úrokových mier tak v eurozóne ako aj v USA. Náš príspevok k tejto téme spočíva v tom, že sme zahrnuli nové premenné (ako akciový index) a pozmenili identifikáciu šokov v prípade domácej ponuky.

**Naša analýza pracuje s premennými s mesačnou frekvenciou od júla 1998 po december 2020.** V ľavom stĺpci Tabuľky č. 1 tak PMI (index nákupných manažérov) reprezentuje produkciu v eurozóne, HICP je sezónne očistený harmonizovaný index spotrebiteľských cien zachytávajúci mieru inflácie v eurozóne (medzimesačný rast), EA-US Krippner je rozdiel nominálnych „tieňových“ sadzieb v eurozóne a v USA, USD/EUR je výmenný kurz (medzimesačný rast) a EA-US akciový index je proxy pre relatívnu produkciu. Okrem týchto endogénnych premenných je v regresii uvažovaný aj vývoj cien ropy (medzimesačný rast) ako exogénna premenná. Zakomponovanie vývoja akciového indexu má za cieľ uľahčiť identifikovanie menových šokov v rámci vyššej ako tradične štvrťročnej frekvencie pozorovaní (Brandt, Saint-Guilhem, Schröder, a Van Robays, 2021). Akciový index totiž obsahuje vo svojom aktuálnom vývoji aj očakávania dopadov šokov v budúcnosti.

**Štrukturálne šoky** (uvedené v prvom riadku Tabuľky č. 1) sú identifikované prostredníctvom reštrikcií znamienok dopadov v SVAR prístupe. Využívame 2 oneskorenia

---

<sup>1</sup> Zníženie domácich úrokových mier na jedno obdobie (v aktuálnom období alebo aj očakávané zníženie v budúcnosti) je konzistentné s poklesom hodnoty domácej meny v aktuálnom období s následným návratom na pôvodnú úroveň (iný kurzový vývoj by nemusel zaručovať cenovú stabilitu). Domáci investor čiaci takémuto vývoju úrokov a kurzu by nemal možnosť zarobiť investovaním v zahraničnej mene. Galí (2021) rozvíja a testuje tento mechanizmus tzv. „nekrytej úrokovej parity“.

<sup>2</sup> Tento komentár sa zameriava na vývoj kurzu eura voči doláru aj z dôvodu, že dolár je zúčtovacia mena vo viac ako polovici dovážaných tovarov do eurozóny. Meny tretích krajín predstavujú menej ako 9% a vo zvyšku transakcií sa ako zúčtovacia mena používa euro (Eurostat 2018). Z hľadiska vplyvu na cenovú dynamiku je teda bilaterálny kurz eura voči doláru rozhodujúci.

premenných (tak endogénnych ako aj ceny ropy) pričom reštrikcie sú aplikované v nultom období (t. j. „pri dopade“ šoku).

**Tabuľka č. 1 Znamienkové reštrikcie štruktúrnych šokov**

|                     | Domáci dopyt | Domáca ponuka | Menový šok | Riziková prirážka | Globálny dopyt |
|---------------------|--------------|---------------|------------|-------------------|----------------|
| PMI                 | +            | +             | -          |                   | +              |
| HICP                | +            | -             | -          | +                 | +              |
| EA-US Krippner      | +            |               | +          | +                 | -              |
| USD/EUR             | +            | -             |            | -                 |                |
| EA-US akciový index | +            | +             | -          |                   | -              |

Poznámka: Symbol „+“ označuje predpokladaný nárast danej premennej, symbol „-“ predpokladaný pokles. Nárast premennej USD/EUR (množstvo dolárov za euro v rastoch) predstavuje posilnenie eura.

Reštrikcia znamienok v prípade **dopytového šoku** dokumentuje mechanizmus, ktorý sme už naznačili vyššie. Rýchlejší ekonomický rast má za následok zrýchlenie cenového rastu a sprísnenie menovej politiky v eurozóne relatívne voči USA. Súčasne by sa tak mala zvýšiť relatívna ekonomická výkonnosť eurozóny voči USA a v neposlednom rade sa posilní výmenný kurz eura.

V prípade **ponukového šoku** je nárast produkcie sprevádzaný poklesom cenovej hladiny a oslabením eura (napríklad kvôli sprísneniu menovej politiky v reakcii na cenový vývoj). Leiva et al. (2020) explicitne vyžadujú záporný dopad na relatívne úrokové miery v domácom ponukovom šoku, no ten je identifikovateľný aj bez tohto predpokladu.

V prípade **menového šoku** si môžeme predstaviť situáciu, že sa menová politika v USA uvoľní v porovnaní s menovou politikou eurozóny. Úrokový diferenciál sa tak zvýši a euro sa stane atraktívnejším a posilní. To následne tlačí na spotrebiteľské ceny a prostredníctvom konkurencieschopnosti aj na ekonomickú výkonnosť hospodárstva eurozóny.

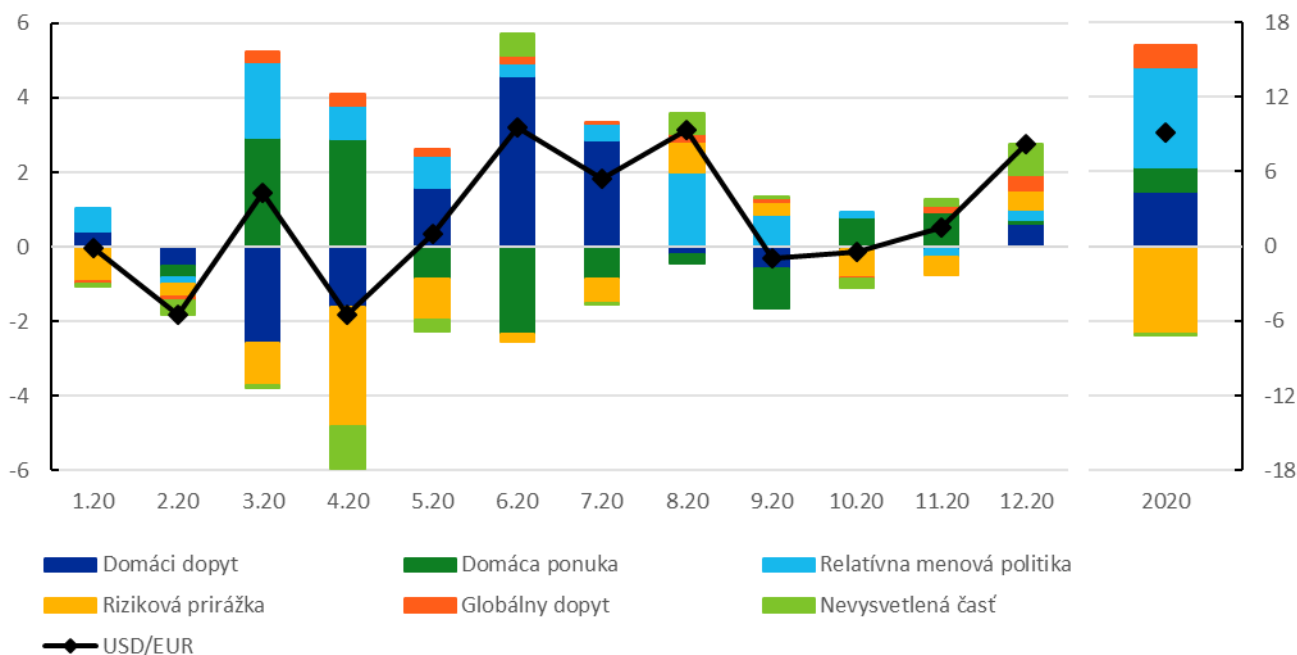
Šok **rizikovej prirážky** má za cieľ identifikovať zmeny v kurzovom vývoji, ktoré sú spôsobené rizikom spojeným s investovaním v rôznych menách či vnímaním tohto rizika. Oslabenie eura spôsobené týmto šokom by zvyšovalo cenovú hladinu v eurozóne s následným zvyšovaním úrokového diferenciálu.

Napokon šok **globálneho dopytu** predpokladá rýchlejšie tempo rastu v zahraničnej ekonomike ako v domácej, t. j. pozitívny impulz pochádzajúci prevažne zo zahraničnej ekonomiky.

**Hlavným výsledkom je dopad menového šoku, ktorý spôsoboval posilňovanie eura prakticky v priebehu celého roka.** Celkový vplyv menovej politiky na posilnenie eura tak dosiahol 8 percentuálnych bodov (pravá strana Grafu č. 3). Táto hodnota sa približuje samotnému pozorovanému posilneniu eura voči doláru, ktoré v priebehu roka predstavovalo približne 9%.<sup>3</sup> Z analýzy vyplýva aj to, že narastajúci vplyv rizika v marci a apríli v súvislosti s vypuknutím koronakrízy spôsoboval oslabovanie eura. To je v súlade s vnímaním amerického dolára ako bezpečného aktíva, ktoré má tendenciu posilňovať sa v časoch zvýšenej neistoty.

### Graf č. 3 Rozklad vývoja kurzu USD/EUR

(Zmena kurzu po mesiacoch od januára 2020 vľavo, za celý rok 2020 vpravo, v percentách/percentuálnych bodoch)



Zdroj: Výpočty autorov.

Poznámka: Hodnota USD/EUR predstavuje percentuálnu zmenu kurzu v danom mesiaci (prípadne kumulatívne za celý rok na grafe vpravo) pričom kladné hodnoty predstavujú posilnenie eura (nárast množstva dolárov za euro) a záporné hodnoty oslabenie. Na grafe sú prezentované identifikované vplyvy na vývoj kurzu (vplyv domáceho dopytu, menovej politiky, rizikovej prirážky atď.). Malá časť pohybov v niektorých mesiacoch nie je modelom vysvetlená (nevysvetlená časť).

**Ďalším výsledkom je podporenie vnímania obdobia krízy ako obdobia charakterizovanom mixom dopytových a ponukových šokov.** Ako príklad môžu slúžiť uvoľňovania protipandemických opatrení či kroky ako [Plán obnovy pre Európu](#), ktoré viedli k posilňovaniu eura prevažne v júni a júli skrz podporu domáceho dopytu.

**Naopak, v prvých dvoch mesiacoch roka 2021 sa euro voči americkému doláru mierne oslabilo.** Očakávanie schválenia výrazného stimulu pre ekonomiku USA v objeme

<sup>3</sup> V prípade použitia reštrikcie znamienok podľa Leiva et al. (2020) dosahuje vplyv menovej politiky 5.2 percentuálneho bodu. Relatívny vývoj akciového indexu môže byť nahradený relatívnym vývojom HDP (interpolovaným na mesačné dáta), či relatívnou priemyselnou produkciou – všeobecne bol vplyv menovej politiky v takýchto formuláciách menej výrazný ako v hlavnom výsledku.

takmer 2 biliónov amerických dolárov sa premietlo do rastúcich inflačných očakávaní a vyšších požadovaných výnosov z dlhopisov. To malo dopady aj na európske trhy. Úrokový diferenciál sa opäť zúžil, čo najmä vo februári podporilo euro. Tento vplyv však bol viac ako kompenzovaný slabým domácim dopytom v eurozóne, ktorý tlačil na oslabenie spoločnej meny.

Jednou zo slabých stránok analýzy je, že pokles mier v zahraničnej ekonomike (napríklad skrz zahraničný menový šok) a nárast v domácej (domáci menový šok) nie sú odlíšiteľné pomocou sadziieb samotných, iba cez dopady na iné premenné. Vzhľadom na možnosť existencie výrazných menových šokov aj kvôli problému nulových sadziieb by si tento aspekt zasluhoval analýzu presahujúcu rozsah tohto analytického komentáru.

### Použitá literatúra

1. Brandt, Saint-Guilhem, Schröder, a Van Robays (2021) – *Nezverejnená analýza ECB*
2. Galí, Jordi. "Uncovered Interest Parity, Forward Guidance and the Exchange Rate." *Journal of Money, Credit and Banking*, 52 (2021): 465-496.
3. Krippner, Leo. "Measuring the stance of monetary policy in zero lower bound environments." *Economics Letters* 118, no. 1 (2013): 135-138.
4. Leiva-Leon, Danilo, Jaime Martínez-Martín, and Eva Ortega. "Exchange rate shocks and inflation comovement in the euro area." *ECB Working Paper* (2020).

B. Albert, R. Čársky  
[analytici@nbs.sk](mailto:analytici@nbs.sk)