**Vrátí se kurz eura na paritu s dolarem?**

**Na začátku posledního měsíce roku 2015 směnný kurz eura vůči dolaru oslabil na nejnižší úroveň od dubna. Prolomení hranice 1,0458 USD / 1 EUR přitom transatlantickému devizovému páru může otevřít cestu k posílení kurzu dolaru až na úroveň parity s eurem. Trend posilování, který začal ještě loni v květnu, zrychlily v posledním čtvrtletí 2015 stupňující se signály o "velkém rozchodu" měnových politik na březích Atlantiku: americký Fed připravuje na začátku postupné normalizace úrokových sazeb jejich první zvýšení od července 2006, a to po šesti letech prakticky nulových úroků. Naproti tomu Evropská centrální banka na závěr roku připravila pokračování a rozšíření svého programu kvantitativního uvolňování měnové politiky.**

Míra nezaměstnanosti v USA v říjnu tohoto roku klesla na úroveň 5,0%, nejnižší od dubna 2008. Průměrný meziroční růst reálného hrubého domácího produktu v ostatních čtyřech kvartálech dosáhl úrovně 2,6 procenta, druhé nejvyšší od konce roku 2006. Inflace spotřebitelských cen se sice pohybuje na úrovni 0,2 % (výsledek za říjen i dvanácti měsíční průměr), ale po očištění o ceny potravin a energií je vývoj cen konzistentní se známkami oživení spotřebitelské poptávky: jádrová inflace se zrychlila na 1,9 %, což je druhá nejvyšší úroveň od února 2013.

Tento vývoj trojice klíčových ukazatelů, které dali jeho zakladatelé jako měnově-politické cíle do vínku Federálnímu rezervnímu systému, pomáhá vysvětlit, proč se na předvánočním jednání Výboru pro operace na volném trhu očekává ukončení šest let trvajícího období téměř nulových úrokových sazeb.

Nejen na americkém akciovém trhu, ale i na rozvíjejících se devizových trzích se toto rozhodnutí očekává s napětím. A to ne proto, že by změna úroků v rozsahu 25 bazických bodů byla tak dramatickým zdražením peněz, ale zejména z obavy z toho, jak na rozhodnutí, které Fed naposledy uskutečnil v červenci 2006, bude reagovat kapitál investovaný v zahraničí, a zda vyhlídky na postupné zvýšení úročení dolarů nepřispějí k repatriací části zahraničních portfoliových investic z rozvíjejících se trhů zpět do zámoří.

Toto očekávání však není jediným faktorem, který od poloviny října posílil kurz dolaru vůči euru o více než osm procent. Ze strany starého kontinentu ke zlevnění eura přispívají signály o pokračování a dokonce i rozšíření kampaně kvantitativního uvolnění měnové politiky Evropské centrální banky. Jedním z jejích důsledků je mimo jiné skutečnost, že státní dluhopisy členských států eurozóny s celkovou tržní kapitalizací více než dva biliony eur se již obchodují se záporným výnosem do splatnosti. Negativní výnosy při splatnostech do pěti let tak už zdaleka nejsou jen záležitostí německých federálních spolků.

I vzhledem k protichůdnému směřování zámořské měnové politiky se ozývají i negativní ohlasy namítající, zda je třeba, aby ECB přistoupila k posilování kvantitativního uvolňování.

Plnou kompetenci pro řízení měnové politiky eurozóny má Evropská centrální banka, rozhodnutí o nastavení měnové politiky patří jen jejímu řídícímu výboru, ve kterém sice jednotlivé země zastupují guvernéři centrálních bank členských zemí, ale i ti v řídícím výboru hlasují jen podle svého nejlepšího vědomí a svědomí a vystupují tam tedy jako odborníci na měnovou politiku, které nesmí nikdo z jejich domácí země zavazovat k tomu, jak by měli hlasovat.

I řídící výbor Evropské centrální banky se z tohoto pohledu rozhoduje jako čistě technokratická skupina odborníků, kteří mají přihlížet k plnění měnovo-politických cílů Evropské centrální banky.

Slovy Jean-Claude Tricheta, bývalého prezidenta, má ECB na rozdíl od amerického Fedu ve svém kompasu jedinou střelku: jediný cíl měnové politiky. Tím je udržení cenové stability, která je definována měnově-politickým cílem nižší inflace spotřebitelských cen – okolo dvou procent.

V současnosti se inflace spotřebitelských cen v eurozóně pohybuje na úrovni blízko nuly (její dvanáctiměsíční průměr je 0,0 %), což dostatečně vysvětluje, proč ECB považuje za nezbytné pokračovat v uvolněné měnové politice i různými nástroji kvantitativního uvolňování.

Tlak na pokles úrokových sazeb na mezibankovním trhu zde působí již déle a jeho důsledkem je, že dvanáctiměsíční sazby mezibankovního trhu EURIBOR se v současnosti pohybují na úrovni 0,043 %.

Ještě zajímavější je v této souvislosti otázka, zda toto rozhodnutí ECB způsobí i další snižování úroků na hypotékách v eurech.

Dlouhodobé úrokové sazby vyjadřují názor trhu na dlouhodobý vývoj nejkratších sazeb, které diktuje zejména klíčová sazba ECB.

Samotná ECB se explicitně vyslovila, že mimořádně uvolněná politika by měla pokračovat ještě během příštího roku, což jasně signalizuje vývoj nejkratších sazeb peněžního trhu. Podle některých názorů dokonce první zpřísňování měnové politiky v eurozóně nemusí přijít ani v průběhu roku 2017.

V dlouhodobém horizontu však zejména několikaleté úrokové sazby dluhopisového a peněžního trhu vyjadřují jeho názor na dlouhodobý vývoj inflace.

Jak jsme viděli již v dubnu až v červnu tohoto roku, samotné zvýšení dlouhodobých inflačních očekávání má potenciál i výrazněji pohnout dlouhodobými úrokovými sazbami, které se v současnosti pohybují na svých dlouhodobých minimech.

V neposlední řadě se vzhledem k vývoji celkové inflace objevují i ​​kritické otázky, jaký vliv má na ekonomiku eurozóny dosavadní kvantitativní uvolňování spuštěné v březnu tohoto roku.

Probíhající kvantitativní uvolňování ECB prokazatelně pomohlo stabilizovat trh úvěrů soukromému sektoru, zejména nefinančním podnikům, ale i domácnostem.

Objem úvěrů nefinančním podnikům v eurozóně se ve třetím čtvrtletí vrátil k meziročnímu růstu poprvé od května 2012, přičemž ještě v závěru roku 2013 meziročně klesal o téměř čtyři procenta. Celkový objem úvěrů domácnostem v eurozóně po třech letech stagnace, či mírného poklesu, zrychlil svůj meziroční růst na nejvyšší úroveň od konce roku 2011.

V obou případech je třeba připomenout, že jde zatím stále jen o velmi mírné tempo růstu. Zároveň je dobré mít na paměti, že konečná spotřeba domácností a růst investic, které jsou důležitými pilíři hospodářského oživení, vyžadují dobře fungující trh úvěrů. Ten je zvlášť důležitý pro růst investic.

Zároveň měnová politika ECB pomohla odvrátit nejvíce akutní hrozbu deflace, neboť jádrová inflace (která nezohledňuje ceny potravin a energií) se postupně zrychlila až na 1,1%, nejvyšší úroveň od srpna 2013, ačkoli stále je ještě relativně daleko od inflačního cíle 2% (který je však závazný pouze pro celkovou inflaci).

Historicky jsme byli ve většině případů zvyklí na to, že zejména dlouhodobé výnosy do splatnosti se byť s jistým časovým odstupem, ale přece jen pohybovaly synchronizovaně, podobně jako rozhodnutí měnových politik, a to vzhledem k obchodní a investiční provázanosti hospodářských cyklů na obou březích Atlantiku.

Rok 2016 bude z tohoto pohledu velmi zajímavým precedentem, kdy bude pokračování mimořádně uvolněné měnové politiky a rekordně nízkých eurových úroků kontrastovat s postupným zvyšováním úročení dolaru.

Rozdíl mezi klíčovou sazbou amerického Fedu a Evropské centrální banky by přitom do konce roku 2016 mohl dosáhnout až 100 bazických bodů.

I na světovém dluhopisovém trhu nás tak čekají rušné časy.

Vladimír Vaňo, hlavní analytik Sberbank Slovensko a skupiny Sberbank Europe AG ve Vídni.