



Kolaps cen dluhopisů před námi

Obsah

1	Situace	2
1.1	Čína a Japonsko skupují americké dluhopisy jako nikdy v historii	3
1.2	Fed drží úrokové sazby, aby zabránil kolapsu kvůli předlužení	5
2	Analýza	7
2.1	Dlouhodobé vlivy	7
2.2	Paralela se 70. lety	12
2.3	Hrozba derivátů	15
2.4	Krátkodobé faktory - načasování	16
3	Argumenty proti	20
4	Závěr	21

březen 2004

Štěpán Pírko

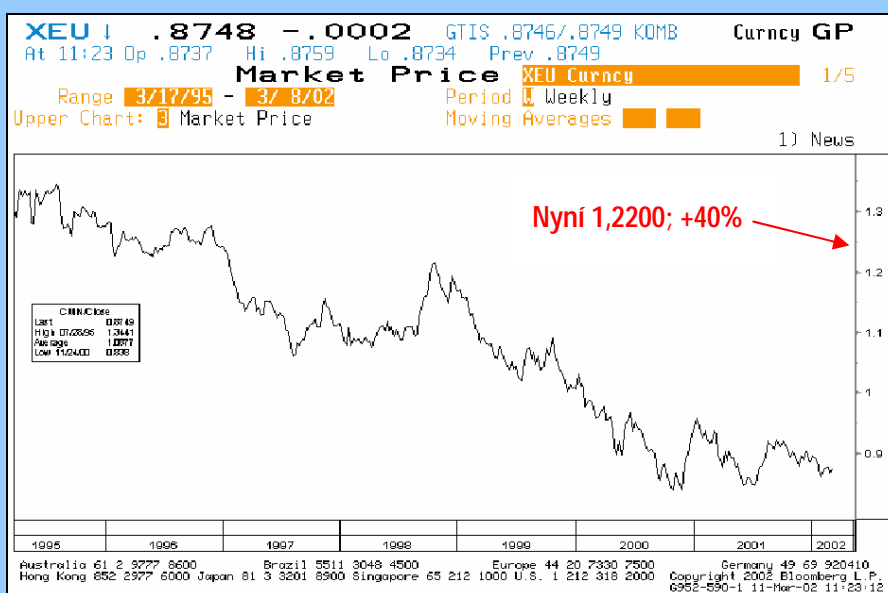
Po dlouhodobém shromažďování informací a jejich důkladné analýze jsme dospěli k závěru, že trhy dluhopisů čeká významný a dlouhodobý pokles, jehož jsme nebyli svědky od 80. let 20. století. Pro mnoho investorů nebude budoucí vývoj na trhu příznivý a většině investorů přinese nemilá překvapení a výrazné ztráty. Pro připravené bude naopak příležitostí, která se vyskytne jednou za generaci.

Této analýze přikládáme velký význam. Domníváme se, že je před námi konec života s nízkými úrokovými sazbami, konec snadného investování do dluhopisů a příjemného života bez inflace.

Podobně jako naše analýza z roku 2002, která předpokládala obrat mnohaletého růstového trendu amerického dolaru, i v tomto případě čekáme vývoj, který se dotkne každého. Podobný význam měla i naše analýza z března 2002, kdy jsme předpověděli nadcházející pád amerického dolaru. V té době byla důvěra v americkou měnu bezmezná, což je ostatně charakteristický jev na konci všech dlouhodobých trendů. Připomeňme si ukázkou z analýzy:

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... 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. (Graf: kurz EUR/USD z 11. března 2002, Zdroj: Bloomberg)



1 Situace

Pro další analýzu trhu s dluhopisy je nutné pochopit, v jakém stádiu se trh nachází. Připomeňme, že pokles trhu dluhopisů jsme předpovídali již v analýze z listopadu 2002.

ANALÝZA: Prodej dluhopisů – spekulace na pokles kurzů Listopad 2002

Oživení na akciových trzích – podle nedávno uveřejněné studie je nyní až dvě třetiny americké veřejnosti přesvědčeno, že toto není vhodná doba k tomu být účasten na akciovém trhu. Bohužel právě tento postoj je důležitý k tomu, aby se trh mohl otočit zpět vzhůru. Dluhopisy mají přesně danou výši výnosu. V období krize či deprese proto vábí, jelikož přinášení oproti ostatním investičním instrumentům jistotu alespoň určitého zhodnocení. Jakmile ovšem dojde k opětovnému nastartování a růstu ekonomiky, chování investorů se začne dramaticky měnit. Jakmile začne větší a větší část veřejnosti opět nabývat důvěru v akciový trh, pomůže tím k oslabení trhů s dluhopisy. Započne totiž přesouvání finančních prostředků z tzv. bezpečného přístavu jménem dluhopisy do jiných instrumentů, především akcií.

Argumenty z uvedené analýzy se skutečně potvrdily a akciový trh se právě nacházel na svém minimu a americkou ekonomiku čekalo nastartování ekonomického růstu. Za normálních okolností by to znamenalo nastartování poklesu cen dluhopisů. V tomto se však naše analýza zmýlila a to z důvodů zasahování centrálních bank Spojených států, Číny a Japonska do přirozeného vývoje trhu. Tyto intervence vládních úředníků dlouhou dobu manipulovaly s globálními trhy úrokových sazeb a dluhopisů a udržovaly úroky a výnosy bondů na uměle nízkých úrovních. O co se jedná?

- 1) **Čína a Japonsko skupují americké dluhopisy jako nikdy v historii**
- 2) **Fed drží úrokové sazby, aby zabránil kolapsu kvůli předlužení**

1.1 Čína a Japonsko skupují americké dluhopisy jako nikdy v historii

Souhrn:

- ✚ **Asijské centrální banky udržují ceny dluhopisů uměle vysoko**
- ✚ **Rovnovážná úroveň úroků by měla být o 2% výše**
- ✚ **Tyto intervence mohou trvat dále, ale jen po omezenou dobu**

Čína se ze zaostalé centrálně plánované komunistické ekonomiky v posledních desetiletích reformovala na ekonomiku tržní. To má za následek, že tamní ekonomika roste tempem 8 – 10 procent ročně, stala se „dílou světa“ podobně jako Velká Británie v 19. století nebo Spojené státy ve století dvacátém. Vzhledem ke své levné pracovní síle disponuje Čína takovou konkurenční výhodou, že většina nadnárodních korporací přesunuje výrobu do této oblasti. To s sebou nese enormní objem zahraničního kapitálu (přímých investic) a velký přísun dolarů kvůli silně aktivní bilanci obchodu s ostatními zeměmi (export převyšuje import). To má za následek tlaky na posilování čínské měny – renminbi. Čínská centrální banka však stanovila, že renminbi bude fixován v pevném kurzu s americkým dolarem. Aby tento kurz udržela, musí přebytečné dolary centrální banka skupovat. Co však s nimi? Čínští bankéři se rozhodli, že nejlepší je za tyto dolary nakupovat americké vládní dluhopisy. Tím vzniká extrémní poptávka po amerických dluhopisech, která v historii nemá obdoby.

Podobná situace panuje v Japonsku. Japonsko je silně exportně orientovanou ekonomikou a silný jen by znevýhodnil japonské výrobce automobilů, elektroniky a dalších výrobků. I když japonská měna není pevně fixována na dolar jako v případě Číny, Bank of Japan se snaží všemocně bránit posilování jenu. Tuto politiku provádí intervencemi na mezinárodním měnovém trhu (FOREX) tím, že nakupuje dolary a prodává jen. Stejně jako Číňané i Japonci

za získané dolary nakupují americké státní dluhopisy. Oficiální statistiky potvrzují, že Bank of Japan těmto intervencím věnuje největší objemy prostředků v historii.

Výsledkem výše uvedených snad Číny a Japonska je enormní nárůst devizových rezerv těchto dvou zemí, který nemá v historii obdoby (viz. Obr. 1). Pro Spojené státy to znamená nákupy státních dluhopisů v objemech cca 300 miliard USD ročně a tato poptávka žene ceny dluhopisů vzhůru, nad úroveň, která by odpovídala rovnováze trhu. Jinými slovy Číňané a Japonci poskytují Američanům úspory a Američané tyto prostředky používají k vlastní spotřebě – nákupům vlády, firem i obyvatel. Tyto přesuny úspor umožňují, že Američané si žijí stále nad poměry, zadlužují se a utrácejí něco, co nemají.

Obr. 1 Změna v devizových rezervách Číny a Japonska



Vlivem výše uvedených nákupů státních dluhopisů jsou ceny dluhopisů udržovány uměle a tím výnosy z dluhopisů uměle nízké (růst ceny dluhopisu znamená pokles výnosu, protože dluhopis nese stále stejnou kupónovou platbu a jeho cena je vyšší).

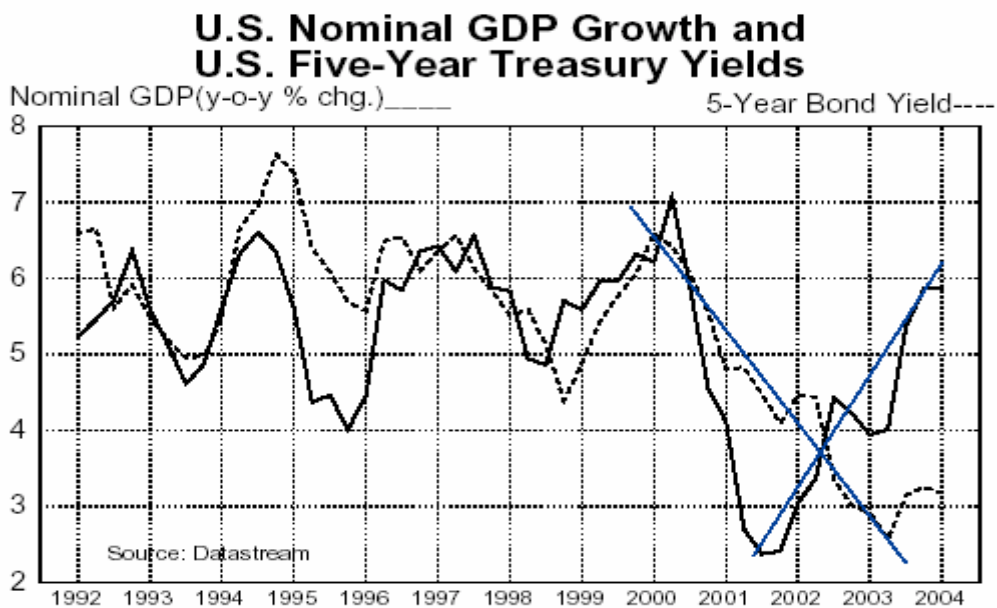
V historii existuje velmi pevná závislost mezi výnosy z dluhopisů a nominálním růstem hrubého domácího produktu (HDP). Když ekonomika roste a produkce se zvyšuje, investoři prodávají dluhopisy a jejich výnosy rostou. Naopak při poklesu tempa růstu HDP investoři nakupují dluhopisy, jejich cena roste a výnosy klesají. Tuto závislost zachycuje obr. č. 2.

Jak je vidět, od roku 1992 do roku 2002 vždy výnosy dluhopisů klesaly v době, kdy klesalo tempo růstu HDP a naopak. Tato pevná závislost se začala rozcházet v roce 2002. Americký HDP začal prudce růst, ale výnosy z dluhopisů pokračovaly v poklesu (ceny dluhopisů v růstu). Pokud se podíváme zpět na obr. 1, zjistíme, že přesně od tohoto období začaly prudce růst devizové rezervy Číny a Japonska, tj. tyto země mohutně skupovaly americké dluhopisy.

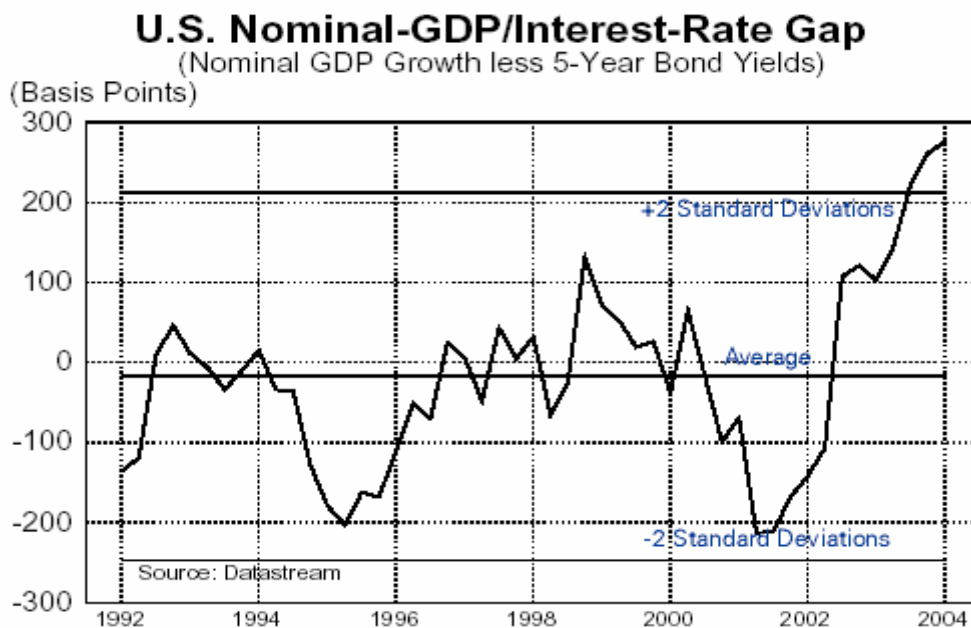
Na obr. č. 3 vidíme rozdíl (spread) mezi nominálním HDP a výnosy pětiletých dluhopisů (tj. rozdíl mezi dvěma křivkami z obr. č. 2). Tento rozdíl osciluje kolem nuly s tím, že existují jistá období, kdy je tato závislost narušena. Nyní je růst HDP o více jak 2% nad výnosem z pětiletých dluhopisů. Pokud nedojde k prudkému poklesu HDP, což je při současném

stavu americké ekonomiky téměř nemožné, znamená to, že výnosy z dluhopisů jsou o více jak 2% níže, než by měly být.

Obr. 2 Nominální HDP a výnosy pětiletých vládních dluhopisů USA



Obr. 3 Rozdíl mezi nominálním HDP a výnosem pětiletých vládních dluhopisů USA



Je jasné, že tato situace nemůže trvat věčně. Kdy toto skončí? Jak je vůbec možné, že zahraniční státy nakupují? Příčiny je nutné hledat v historii – viz. dále Analýza – paralela se 70. lety 20. století.

1.2 Fed drží úrokové sazby, aby zabránil kolapsu kvůli předlužení

Souhrn:

- ✚ **Nízké úroky udržují ceny bondů uměle vysoko**
- ✚ **Vláda manipuluje se statistikami, inflace je vyšší než se udává**
- ✚ **Fed nebude zvyšovat úroky, dokud nebude přinucen**
- ✚ **Fed bude donucen zvednout úroky v případě výprodeje bondů (změny inflačního očekávání) nebo dolaru**

Americká centrální banka (Fed) snížila od roku 2000 do současnosti krátkodobé úrokové sazby z 6,5% na 1%. To je nejnižší úroveň za několik posledních desetiletí. Úroky jsou dokonce tak nízko, že reálné úroky jsou nižší než 0. Pokud tedy uložíte své peníze do dolaru, výnosy vám nepokryjí ani inflaci. Současný názor představitelů Fedu je udržovat tyto krátkodobé úrokové sazby na co nejnižší úrovni, dokud nebudou přesvědčeni o inflačních tlacích (zejména o vytváření nových pracovních míst). Je však otázkou, zda již inflace v americké ekonomice skutečně není na mnohem vyšší úrovni, než se podle statistik zdá.

Studie některých analytiků ukazují, že si americká vláda od roku 1995 začala přizpůsobovat některé důležité ekonomické statistiky tak, jak je jim to potřeba. Mezi tyto údaje patří HDP, produktivita i inflace. Spojené státy používají výpočetní metody, které jiné země nepoužívají, a proto se stav americké ekonomiky zdá lepší, než ve skutečnosti je. To se týká i inflace, která je udávána nižší než je realita a odhady ekonomů hovoří o několika desetínách % ročně.

Například studie časopisu BusinessWeek ukazuje, že použitím „nové metody“ byla v roce 1995 inflace 3,1%, avšak při výpočtu starou metodou by byla 2,8%. V roce 1996 se novou metodou podařilo „snížit“ inflaci z 3,4% na 3,0%, v roce 1997 z 2,8% na 2,3%, v roce 1998 z 2,2% na 1,6% v roce 1999 z 3,5% na 2,7%. Za uvedených 5 let tak nový CPI vzrostl o 13,02%, přičemž podle starého výpočtu by měly ceny vzrůst o 15,92%, tj. o 2,9% více! Vláda však již neuvádí staré hodnoty před rokem 1995 po přepočtu novou metodou, takže opticky to vypadá pěkně, protože inflace příliš neroste.

Jaký je důvod těchto manipulací? Především sociální a další dávky jsou indexovány na CPI a tímto vláda ušetří, protože nebude přeci dávky tolik zvyšovat, když inflace neexistuje. Při sledování skutečných cen za elektřinu, plyn, benzín, potraviny, lékařskou péči či další služby je však možné pozorovat mnohem vyšší růst cen. Dalším motivem vlády je velikost vyplácených výnosů u TIPS, což jsou dluhopisy indexované na inflaci.

Domníváme se, že Fed bude držet úrokové sazby nízko, dokud to jen půjde. Jakékoliv zvýšení úroků by vyvolalo šok pro předluženou americkou ekonomiku. **Fed zkrátka nemá jinou volbu, než držet úroky nezvykle nízko, protože dluhy narostly do takových rozměrů, že není jiná volba než držet úrokové sazby nízko a tvořit další dluhy.** Tato cesta samozřejmě není řešením, ale umožní fungovat americké ekonomice ještě nějakou dobu, než dojde ke skutečnému řešení problému. Tím bude buď deprese (pokud by Fed snížil emisi peněz) nebo velká inflace (pokud bude tištění peněz pokračovat).

Tato politika Fedu drží ceny bondů uměle vysoko, protože mnoho hedgových fondů využívá možnosti tzv. carry obchodů, kdy si za nízkou sazbu půjčují krátkodobé peníze a nakupují dluhopisy s vyšším výnosem. Rozdíl mezi výnosy dluhopisů a mezibankovního trhu je jejich ziskem. Tento vliv podporuje celý trh dluhopisů a podobně jako intervence asijských centrálních bank udržuje ceny bondů uměle vysoko.

Fed bude donucen zvednout sazby v okamžiku, kdy si investoři uvědomí inflační rizika a začnou vyprodávat dlouhodobé státní dluhopisy nebo v případě krize dolaru, kdy by se zvýšením úrokových sazeb dalo zabránit útěku z dolaru.

2 Analýza

Souhrn:

2.1 Dlouhodobé vlivy

2.1.1 Vládní (státní) dluh

Souhrn:

- ✚ Od roku 1990 se americká vláda zadlužila více než za celou předchozí historii
- ✚ Dluhy dále rostou a není náznak obratu
- ✚ Nejvíce rostou sociální výdaje
- ✚ Odchod „poválečných“ dětí do penze způsobí další potřebu výdajů

Pokud velikost dluhu jakéhokoliv dlužníka naroste do určitých rozměrů, je stále obtížnější dluh splatit, protože pouhé úroky jsou velkým břemenem. Zvyšuje se tak riziko nesplacení a dlužník musí nabídnout vyšší výnos (úrok), aby mu někdo půjčil. Tak výnosy dluhopisu vzrostou, tj. cena klesne.

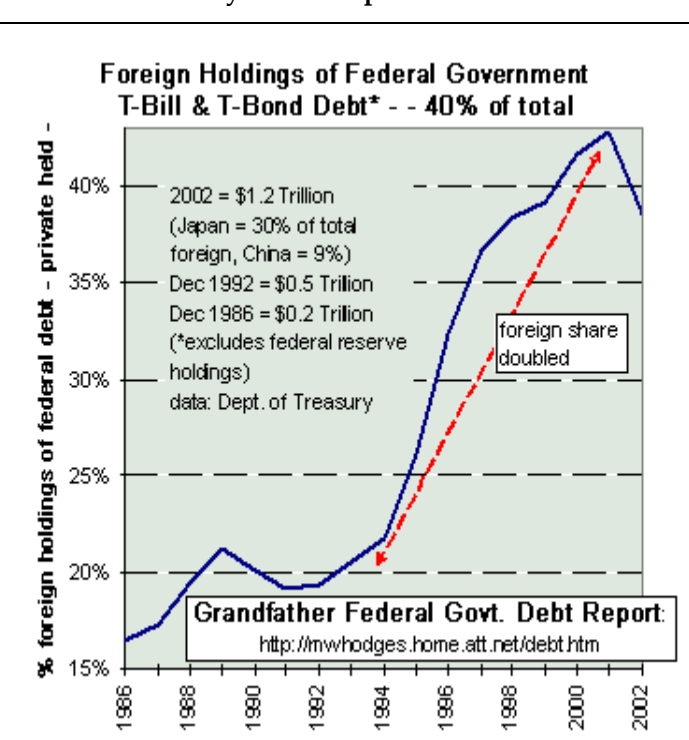
Velikost vládního dluhu Spojených států neustále roste. Po krátkém přehoupnutí do kladných čísel v poslední fázi vlády Clintona se rozpočet opět přesunul do deficitu – navíc značného rozměru.

Ke konci fiskálního roku 2003 činil americký vládní dluh 6,78 biliónu USD, tj. cca 23 tisíc USD na osobu včetně nemluvňat. Pro srovnání v ČR je vládní dluh cca 400 mld. Kč, tj. cca 40 tisíc Kč na osobu, v USA je to 884 tisíc Kč na osobu.

Obr. 4 Vládní dluh USA na osobu



Obr. 5 Podíl držby US dluhopisů ze zahraničí



Kromě rozsahu je šokující i trend. 51% všeho státního dluhu bylo vytvořeno v 90. letech 20. století i přes rekordní daňové výběry kvůli silné ekonomice. V 90. letech americká vláda

nadělala dluhy za 2,87 biliónu USD, což je více než předchozí zadlužení za celou historii Spojených států před rokem 1990! A nyní zadlužení dále roste.

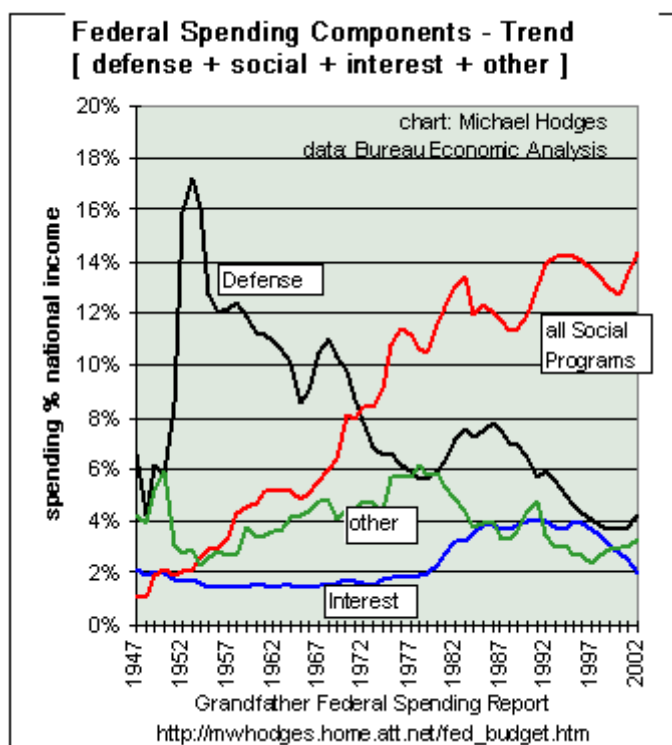
Ve fiskálním roce 2003 vzrostl federální dluh o 555 miliard USD, tj. 1689 USD na osobu neboli 6756 USD na 4 člennou rodinu (175000 Kč).

Největší příčinou růstu deficitů rozpočtu a dluhu se ukazují sociální výdaje. Na obr. 6 zcela zřetelně červená čára ukazuje růst podílu sociálních výdajů na HDP. Tyto výdaje zahrnují penzijní dávky, výdaje na zdravotnictví a sociální dávky. Tempo růstu tohoto typu výdajů roste 14x rychleji než roste ekonomika. **Čísla tedy potvrzují, že Amerika se během posledních desetiletí svojí politikou blíží sociálnímu státu.** Vláda se přitom dostala do situace, kdy většina výdajů je ze zákona daných, tj. jsou velmi těžko snížitelné. V Kongresu navíc není podpora pro jakékoliv škrty plateb obyvatelům.

Výdaje na národní bezpečnost a na války od 11. září zahájily růstový trend a na blízku není nic, co by tento trend zastavilo, spíše naopak. I když obr. 6 ukazuje pokles výdajů na obranu (černá čára), nyní jsme na minimu.

Dalším problémem, který by vydal na samostatnou analýzu, je růst požadavků na rozpočet v souvislosti se stárnutím generace a odchodem poválečných silných ročníků do penze. První nápor na státní výdaje přijde nejspíše v roce 2008.

Obr. 6 Struktura vládních výdajů USA



Velké a rostoucí zadlužení Spojených států způsobí, že pro americká vláda bude muset nabízet vyšší výnos pro další emise dluhopisů. Vyšší výnos znamená, že bude muset snížit cenu, což bude tlačit dolů i ceny již emitovaných dluhopisů na sekundárním trhu.

2.1.2 Tištění peněz/Inflace

Souhrn:

- ✚ Expanze nabídky peněz od 90. let dodnes převyšuje růst ekonomiky. Základy inflačního prostředí jsou položeny.
- ✚ Doposud se inflace projevila v cenách papírových aktiv, nyní začínají prudce růst i ceny komodit a dopravy. Zvýšení nákladů se do cen zboží a služeb promítne zanedlouho.
- ✚ K nastartování inflačního cyklu dojde při prudkém růstu cen energií a změně inflačních očekávání

Inflace je nepřitelem dluhopisů číslo 1. Pokud nám dluhopis nese pevný procentuelní výnos, každé zvýšení cenové hladiny nám reálný (o inflaci očištěný) výnos snižuje. Proto při růstu inflace ceny dluhopisů padají, aby nabídly vyšší výnos (stejný reálný).

Inflační cykly se v historii střídají s deflačními, nyní jsme blízko konce cyklu, který znamenal nízkou inflaci. Tento cyklus trval od poloviny 80. let 20. století. 20 let klesající inflace nyní bude podle našich analýz vystřídáno inflačním prostředím.

Obrovské zadlužení státu, obyvatel i firem, do kterého se dostaly Spojené státy, lze vyřešit buď depresí spojenou s bankroty nebo inflací, kdy tiskneme stále nové peníze na splácení dluhů a ochuzujeme věřitele, protože peníze mají čím dál menší hodnotu. Spojené státy se vydaly na druhou cestu a dodnes v ní pokračují. Objem peněz v oběhu se neustále zvyšuje vyšším tempem než je růst ekonomiky a to má za následek inflační následky.

Jak je možné, že se doposud inflace neprojevila?

- 1) **Doposud se inflace se projevila nejdříve v cenách aktiv, nikoliv zboží.** Akciový trh, dluhopisy i trh nemovitostí prožívají nákupní horečku. Domníváme se, že trhy „papírových“ aktiv i trh nemovitostí jsou přehřáté, protože obrovská nabídka peněz vyšroubovala ceny na nereálné úrovně. Pro zachování objektivnosti informací je nutno upozornit na skutečnost, že tempo růstu peněžní zásoby v USA ke konci roku 2003 klesalo z 8% a nyní je cca 4% (měřeno peněžní zásobou M2, Zdroj: Bloomberg).
- 2) Jak již bylo výše uvedeno, **vláda od roku 1995 manipuluje s ekonomickými statistikami včetně ukazatele inflace** (viz. kapitola 1.2). Skutečná inflace v ekonomice je již nyní vyšší, než se udává.
- 3) **Inflační očekávání jsou nízká.** Při zkoumání, proč není lehké inflaci snížit, přišli ekonomové na to, že klíčové pro skutečnou budoucí inflaci jsou očekávání lidí, jaká inflace bude. Svá očekávání totiž promítnou do plánů růstu mezd, cen apod. Nyní jsou inflační očekávání v USA mimořádně nízká, navíc podporovaná přizpůsobováním statistik. Tato setrvačnost udržuje mnoho cen nízko, avšak toto nemůže trvat dlouho.
- 4) **Vstup Číny do WTO** na sklonku 20. století rapidně zvýšil konkurenci ve výrobě většiny zboží. Levná pracovní síla umožnila Číně se stát dílnou světa a levné výrobky jsou exportovány do celého světa. Prvotní impuls pozitivního dopadu na ceny je již podle našich odhadů vstřebán, protože ceny surovin prudce rostou a i mzdy v Číně není možné udržet na extrémně nízké úrovni.

Inflace se - doposud - výrazně neprojevuje. Statistiky většiny vyspělých zemí včetně USA inflaci nepotvrzují. Podle našich analýz se však, jak si ukážeme dále, nacházíme na prahu nového inflačního cyklu. Mnoho indicií signalizuje, že inflace zanedlouho přijde.

Ekonom a historik David Hackett Fisher, autor knihy „The Great Wave“ (Velká vlna) dospěl k závěru, že „všechny dlouhé vlny měly mnoho společných vlastností. Všechny měly stejnou strukturu vln. Měly tendenci postupně procházet podobnými etapami s podobným vývojem mezd, nájmu či úrokových sazeb“. Podle Fishera se důležité vzestupy a pády v historii lidstva odehrávaly v tomto sledu:

1. **Všeobecná ekonomická prosperita**
2. **Růst porodnosti, zvyšování počtu obyvatel**
3. **Roste poptávka po životních potřebách**
4. **Poptávka převyší nabídku**
5. **Ceny rostou**
6. **Ne všechny ceny rostou současně**
7. **Ceny energií, potravin, bydlení a surovin rostou**
8. **Ceny energií rostou mnohem rychleji než ostatní komodity**
9. **Ceny zboží rostou pomaleji a ceny komodit zrychlují růst**
10. Peněžní inflace začíná
11. Devalvace měn ve velkém rozsahu
12. Masivní deficity vládních rozpočtů
13. Rostoucí rozdíl mezi výnosem z kapitálu a z práce
14. Rostoucí nerovnoměrnost bohatství a sociální nepokoje
15. Válka

Podle symptomů, které světová ekonomika vykazuje, se nyní nacházíme někde mezi bodem 4 a 9. Všeobecná ekonomická prosperita byla nastartována v 90. letech 20. století v USA, ale globálně se projevuje až s příchodem nového tisíciletí (bod 1). Počtem obyvatel dvě největší země světa – Čína a Indie, prožívají ekonomický boom a s tím se veze celá Asie (bod 2). V souvislosti s tím rostou potřeby obyvatel – mnoho lidí v těchto zemích získává svůj první telefon, mění kolo za auto, mění stravovací návyky, dopřává si do té doby nemyslitelné věci. Asijské země začínají spotřebou dohánět Evropu a Ameriku (bod 3). I když tento proces bude trvat dlouhou dobu, již nyní tyto rostoucí nároky tlačí ceny vzhůru (bod 4 až 6). Ceny energií, potravin, bydlení a surovin rostou – velký komoditní boom začal v roce 2002 a pokračuje dodnes, trhy nemovitostí mnoho analytiků považuje kvůli vysokému růstu cen za přehřáté (USA, Velká Británie, Čína, Austrálie a další země) – bod 7. Ceny energií začínají právě v současnosti zrychlovat – cena ropy přesáhla 37 USD za barel, tj. stejně jako za války v Perském zálivu v roce 1990, a téměř denně roste výše.

Podle vývoje na komoditních trzích lze usuzovat, že jsme blíže k bodu 9. V další etapě můžeme očekávat peněžní inflaci. Pokud centrální banky nesníží nabídku peněz, inflace bude nevyhnutelná.

2.1.3 Slabý dolar

Shrnutí:

- ✚ Očekávání oslabení dolaru sníží investice do amerických dluhopisů
- ✚ Dolar bude dále oslabovat
- ✚ Řešením bude až vyrovnání obchodní bilance

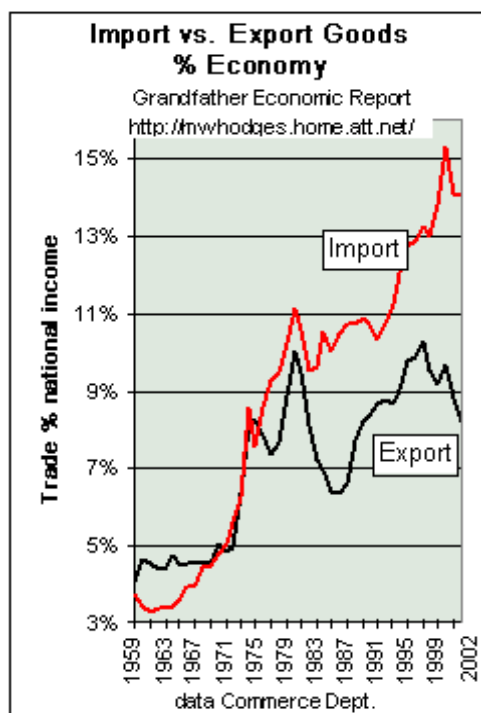
Pokud bude pokračovat pokles amerického dolaru bez naděje na obrát, budou investoři dávat přednost dluhopisům jiných zemí, jejichž měna je stabilnější. Pokles poptávky po amerických dluhopisech bude vyvíjet tlak na pokles jejich ceny.

Americký dolar zahájil v roce 2001 dlouhodobý sestupný trend a nyní jsme v jeho 3. roce. Podle historické zkušenosti usuzujeme, že nejsme zdaleka na konci trendu. Příčiny tohoto trendu, tj. deficit obchodní bilance a malý přítok kapitálu, zůstávají nejen nevyřešeny, ale naopak se zhoršují. Američané ztratili svoji konkurenceschopnost, a proto neustále dovážejí více zboží, ale nejsou schopni stejné objemy zboží exportovat. Grafy na obr. 7 a obr. 8 ukazují, jak špatně na tom je zahraniční obchod USA.

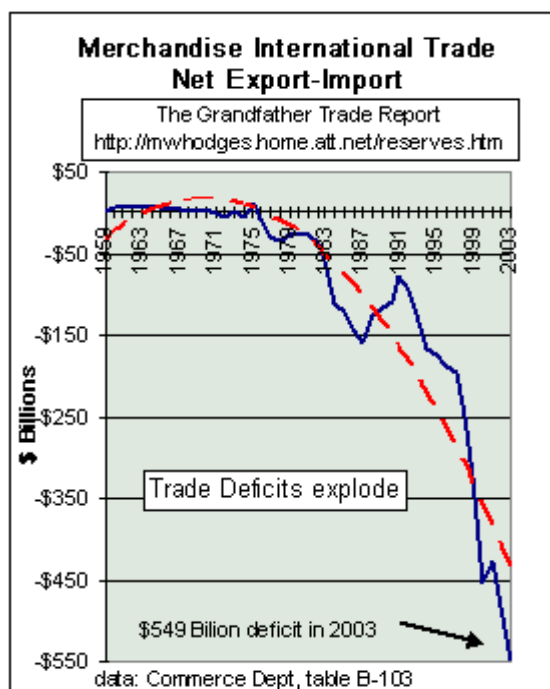
Historie nás učí, že pro zastavení pádu US dolaru bude nezbytné dosáhnout vyrovnané obchodní bilance. Jak je patrné z obr. 9 předchozí sestupné trendy dolaru v 70. a 80. letech byly vždy ukončeny až v okamžiku vyrovnání obchodní bilance. Z grafu je také patrné, v jak velkém problému se USA nacházejí ve srovnání s minulými schodky obchodní bilance. Doposud nebyl ani zlomen trend zhoršující se obchodní bilance, natož aby byla bilance vyrovnaná. Nelze tedy zatím vůbec hovořit o ukončení poklesu US dolaru.

A slabý dolar bude znamenat výprodej amerických dluhopisů. Doposud se to příliš neprojevuje, avšak při ztrátě **důvěry v dolar** bude tento efekt patrný.

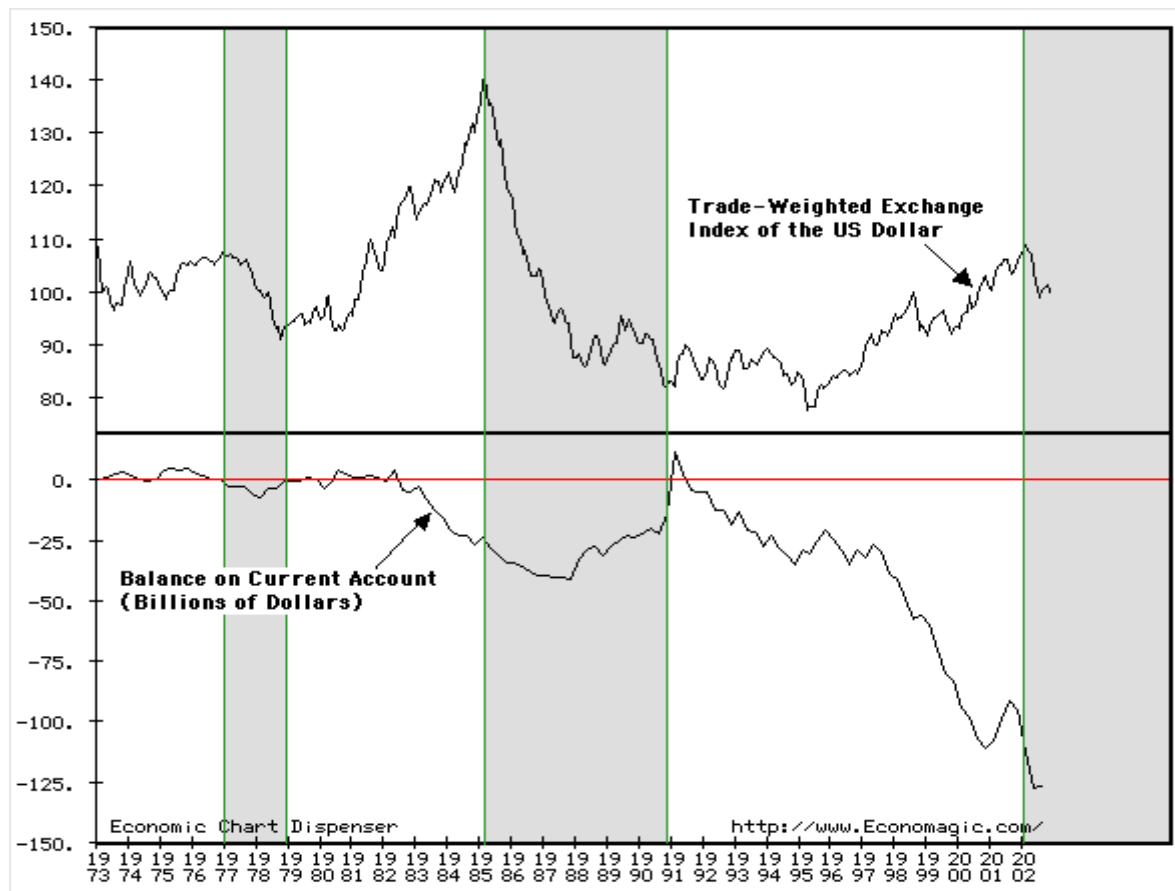
Obr. 7 Dovozy a vývoz USA



Obr. 8 Deficit zboží v mezinárodním obchodu



Obr. 9 Kurz USD a obchodní bilance



Očekávání slábnoucího dolaru odradí kupce od investice do amerických dluhopisů, když budou preferovány dluhopisy jiných zemí. To bude tlačit ceny amerických dluhopisů dolů.

2.2 Paralela se 70. lety

Souhrn:

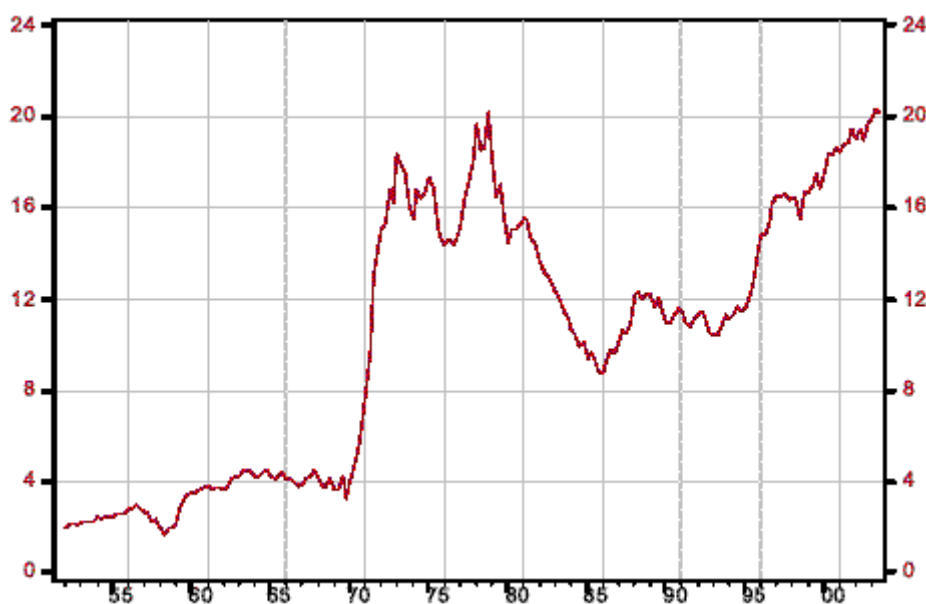
- ✚ Finanční trhy současnosti připomínají 70. léta: deficit obchodní bilance, rozpočtový deficit, klesající dolar, nákupy amerických vládních dluhopisů ze zahraničí
- ✚ V 70. letech následoval prudký pád dluhopisů a dolaru

Od konce druhé světové války byl dolar dominantní světovou měnou. Američané byli po válce největšími držiteli zlata a došlo se k mezinárodní shodě, že všeobecně přijímanou měnou bude americký dolar, jehož hodnota bude vázána na zlato (dohoda z Bretton Woods, 1 unce zlata = 35 USD). Ostatní měny byly fixovány v pevném kurzu k dolaru. Takto fungovaly mezinárodní obchody až do 70. let 20. století, kdy došlo k rozpadu tohoto systému a měnové kurzy začaly volně kolísat. Opustila se tehdy i pevná vazba na zlato. **Nadvláda dolaru však v hlavách obchodníků, investorů, centrálních bank i obyvatel přetrvává dodnes. Americký dolar je jistota, něco, na co je možné se spolehnout. Ve skutečnosti je důvěra v dolar důvěrou v americkou vládu. Dolar je pouhým papírem, který může mít hodnotu, ale při ztrátě důvěry se stává bezcenným. Současný globální finanční systém tedy závisí na důvěře všech účastníků v americký dolar. Ten již není nijak podložen zlatem či jinou hodnotou. Jediná hodnota je důvěra. Málokdo si však uvědomuje, že tento**

experiment čistě papírových peněz (tzv. fiat money) funguje teprve od roku 1971. Většinu historie lidstva byly peníze vždy podloženy nějakou hodnotou, např. zlatem či stříbrem. Jakýkoliv pokus o peníze nepodložené skutečnou hodnotou v historii vždy dopadl totálním znehodnocením měny. Vlády či panovníci totiž nakonec nikdy neodolají pokušení tisknout další peníze. Pokud svět ztratí důvěru v americký dolar, může to mít nedozírné následky.

Více než výše uvedené katastrofické scénáře je pro nás je důležité, **jak se zachovají asijské centrální banky**. Jejich držba dolarů a amerického státního dluhu se den ode dne dostává do úrovně, kdy bude třeba říci „dost“. Již nyní je americký státní dluh vlastněn z více jak 20% zahraničními držiteli (viz. obr. č. 10).

Obr. 10 Podíl zahraničních investorů na držbě amerického dluhu (Zdroj: US Treasury, výpočet The Northern Trust Company)

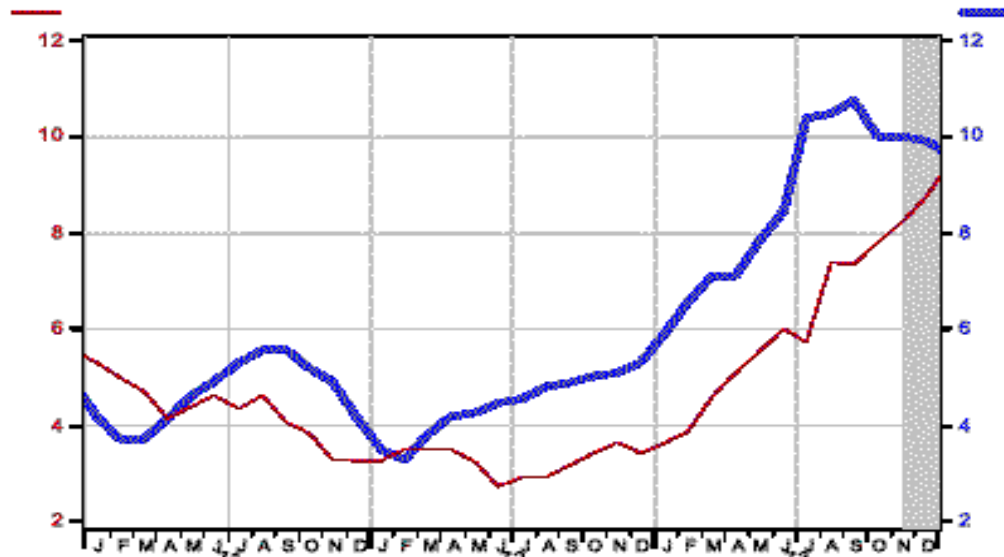


Zahraniční investoři drží přes 20% amerických státních cenných papírů. To je zhruba úroveň z počátku 70. let. Celková politicko-ekonomicko-finanční situace té doby až nápadně připomíná současnost. Spojené státy byly ještě na počátku 70. let stále zataženy do války ve Vietnamu, což bylo spojeno s velkými státními výdaji (dnes Irák a boj proti terorismu). Státní rozpočet se dostal do hlubokého deficitu (dnes také). Obchodní bilance USA se prudce propadala do deficitu (dnes také). Dnes je to Čína a Japonsko, tehdy to bylo zejména Německo, které mělo výrazně pozitivní obchodní bilanci s USA a za přebytečné dolary mohlo nakupovat americké státní dluhopisy nebo zlato. Nákupy zlata od Američanů by snižovaly měnové rezervy USA a pokles nabídky peněz by vytvářel tlak na růst úrokových sazeb. Vyšší úroky by pomohly omezit poptávku a dovozy a přinést kapitál a nerovnováhu narovnat. Vše by mohlo fungovat dále, pokud by USA neporušily pravidla.

Zvyšování úroků je totiž vždy nepříjemné, zejména když se ekonomika vymanila z recese (jako nyní) a prezident Nixon měl být v roce 1972 znovu zvolen (jako Bush). Nixon dosadil do čela Fedu nového šéfa, který byl loajální a zvyšování úroků by bylo „politicky nesprávné“. Deficit obchodní bilance tak pokračoval a zahraniční centrální banky neustále měnily přebytečné dolary za zlato. V srpnu 1971 se Spojené státy v obavách, že by jim zlato nemuselo stačit, rozhodly pozastavit výměnu dolarů za zlato, a zmrazily mzdy a ceny. USA se zbavily povinnosti směny za zlato a inflace byla zastavena administrativně, proto bylo možné dále snížit úrokové sazby. Reálné úrokové sazby se dostaly dokonce do záporných čísel (jako nyní). Dolar se pod odpoutání od zlata prudce propadl proti všem světovým měnám (jako nyní) a komoditní ceny extrémně vzrostly (jako nyní). Centrální banky

pozastavily při padajícím dolaru nákupy amerických státních dluhopisů a jejich kurzy se začaly propadat. Vše vyvrcholilo v roce 1973, kdy byly odstraněny mzdové a cenové fixace a inflace prudce vystřelila vzhůru. S tím musel Fed prudce zvyšovat úrokové sazby. Do roka dosáhla inflace 6% a krátkodobé úrokové sazby byly na 8,5%.

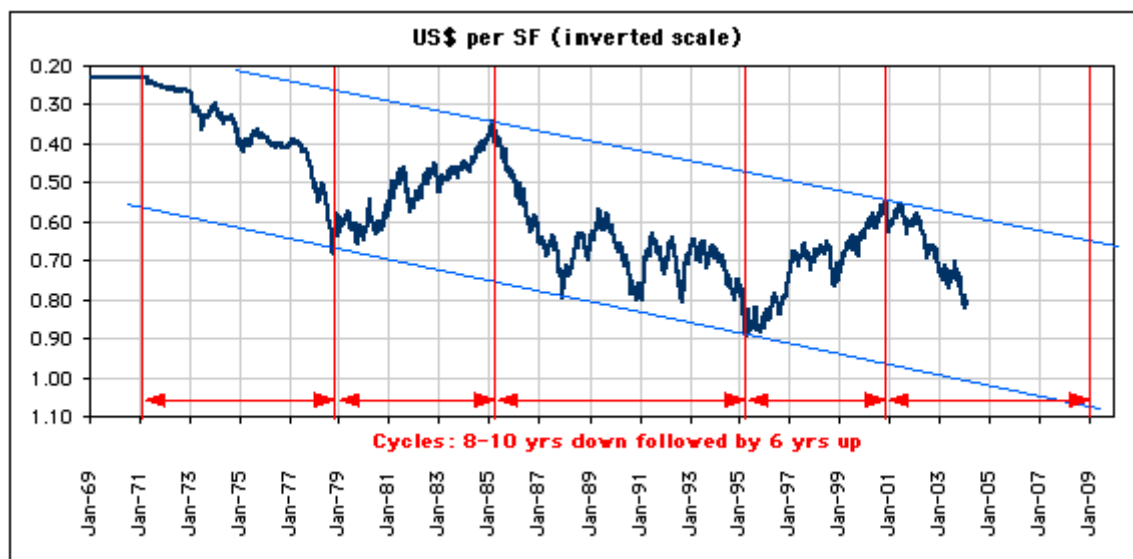
Obr. 11 Inflace a krátkodobé úroky v USA, 1971 - 1973, Zdroj: BLS/FRB/Haver



Začíná se historie opakovat? USA mají historicky nejvyšší deficit obchodní bilance. Každý měsíc se doveze o 40mld USD více zboží a služeb než vyveze. Dolar je pod silným prodejním tlakem. Zahraniční centrální banky jsou opět velkými kupci amerických státních dluhopisů. Fed udržuje krátkodobé úrokové sazby po odečtení inflace pod nulovou úrovní. Komoditní ceny rostou, komoditní index ECRI právě dosáhl nejvyšší hodnoty od druhé světové války. I když rétorika představitelů USA zní „silný dolar“, opak je pravdou. Výrazná deprecie měny a inflace byla v historii vždy cestou, jak se zbavit dluhů, které již nelze splatit. Podobně jako v 70. letech začíná platit rčení Američanů: „Dolar je naše měna, ale váš problém“.

A to nejdůležitější na závěr: jak dopadl příběh Spojených států ze 70. let? Americký dolar strmě oslaboval až do roku 1979... (viz. Obr. č. 12).

Obr. 12 Kurz USD za švýcarský frank, zdroj: Speculative Investor, Steve Saville



2.3 Hrozba derivátů

Souhrn:

- Objemy derivátových pozic prudce rostou
- V případě finanční krize deriváty krizi zhorší
- Deriváty jsou „finanční jadernou bombou“

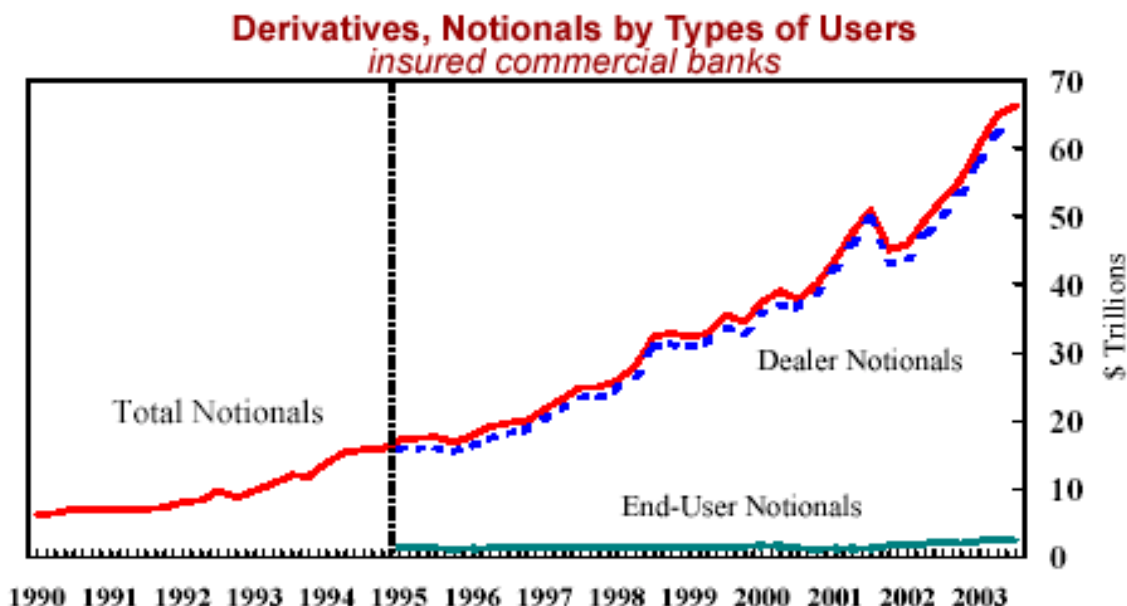
Pozn. zde se termínem deriváty rozumí OTC deriváty, tj. mimoburzovní kontrakty. Na burze obchodované deriváty – futures – takové riziko nepředstavují kvůli regulaci, menším objemům a způsobu obchodování/vypořádání a skládání záloh.

Poslední cyklus zvyšování úrokových sazeb nastal v roce 1994 a vedl k velkým ztrátám z derivátů u mnoha velkých společností, kolapsu Mexického pesa. Tehdy byla velikost derivátového trhu v USA 16 biliónů USD. Poslední statistiky OCC ukazují, že velikost derivátových pozic 7 největších amerických bank je 67 biliónů USD, což je o 325% více. Celosvětově jsou derivátové pozice odhadovány na 125 – 150 biliónů USD.

Derivátů se obává mnoho investorů a náhlá finanční krize s růstem úrokových sazeb může způsobit, že se celosvětový finanční systém sesype jako domeček z karet. Warren Buffett, zřejmě nejuznávanější investor současnosti nazývá trh s deriváty „finanční jadernou bombou“, která visí nad finančními trhy a exploduje v podobě prudkého růstu úrokových sazeb. Pokud by úrokové sazby prudce vzrostly, mohl by to být „finanční Armageddon“.

Při boji proti inflaci není kvůli současné předluženosti prudký růst úroků zkrátka volbou, jako tomu bylo ke konci 70. lete a na začátku 80. let 20. století. Je možné, že jsme se dostali za bod, ze kterého již není návratu bez prožití následků v podobě krize.

Obr. 13 Objem otevřených derivátových pozic 7 největších bank USA



2.4 Krátkodobé faktory – načasování

Výše uvedené dlouhodobé faktory jsou fundamentální povahy a jsme si jisti, že se dříve nebo později projeví výrazným a poklesem ceny amerických dluhopisů. Na druhou stranu skutečnosti, které tuto situaci způsobily, mohou ještě dost dlouhou dobu – rok i déle – působit, aniž by ceny dluhopisů propadly.

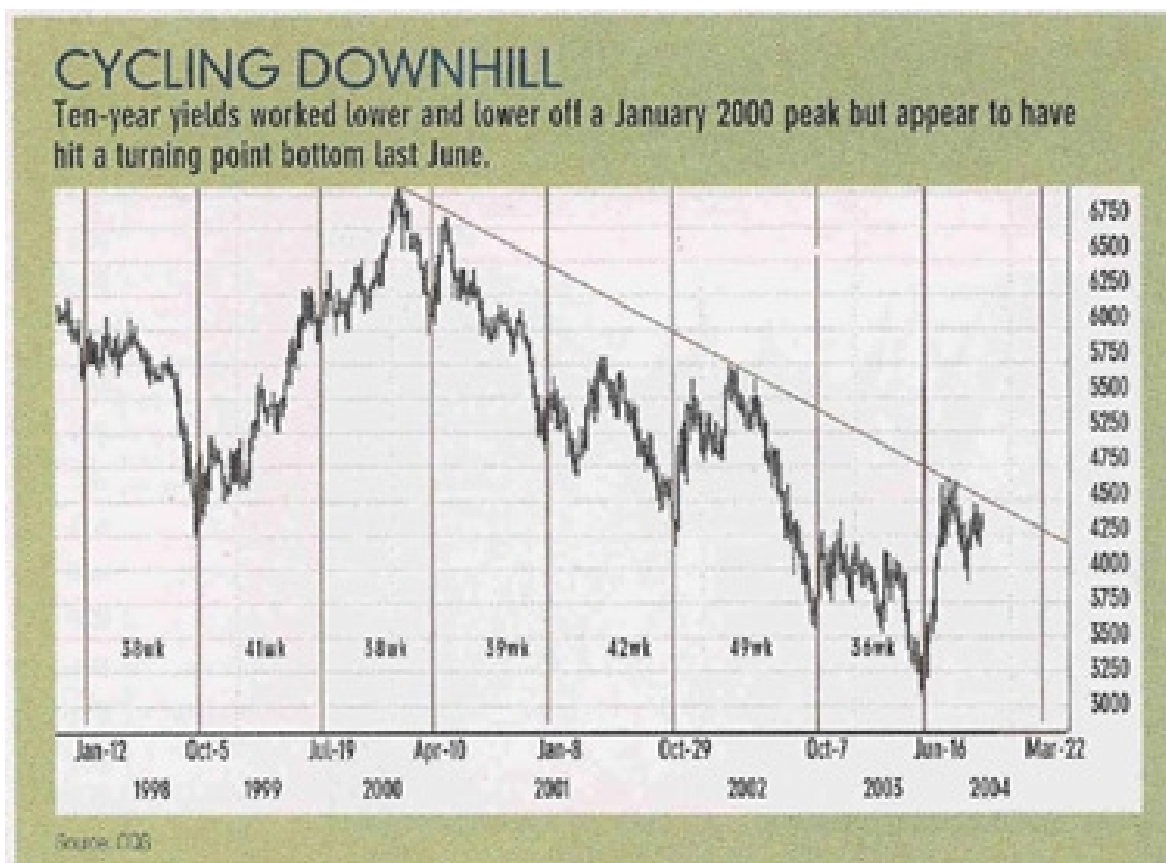
Proto je pro otevření obchodu klíčové zodpovědět si otázku: uzrál již čas? Pro vstup do obchodu je klíčové načasování, správná dlouhodobá analýza může při špatném timingu přinést ztráty. Pro načasování jsme použili cyklickou a technickou analýzu a další informace z posledních týdnů a dní a vše signalizuje, že jsme již velmi blízko vrcholu.

Krátkodobé důvody k poklesu dluhopisů:

- ✚ Cyklická analýza ukazující na vrchol v březnu 2004
- ✚ Ceny energií a dopravy prudce rostou, inflace za dveřmi
- ✚ Přední analytici nevidí další pokles výnosů jako možný
- ✚

2.4.1 Cyklická analýza

Obr. 14 Cykly výnosů 10letých US dluhopisů, zdroj: Futures Magazine, 01/2004



Od roku 1998 se ve výnosech desetiletého amerického vládního bondu projevuje cyklus, kdy vzdálenost mezi minimy výnosu (maximy cen bondu) obvykle dosahuje zhruba 40 týdnů. Tato vlastnost je zachycena v tabulce a grafu.

Obr. 15 Cykly výnosů 10letých US dluhopisů, zdroj: Futures Magazine, 01/2004

10-YEAR YIELD CYCLES						
Date of cycle bottom	Next cycle duration	Cycle yield low	Cycle yield high	Date of cycle peak	% advance to high	Duration from low to high
January 12, 1998	38 weeks	5.269	5.851	March 2, 1998	10.626	7 weeks
October 5, 1998	41 weeks	4.108	6.069	June 21, 1999	47.736	37 weeks
July 19, 1999	38 Weeks	5.620	6.828	January 18, 2000	21.495	26 weeks
April 10, 2000	39 Weeks	5.714	6.571	May 8, 2000	14.998	4 weeks
January 8, 2001	42 Weeks	4.839	5.544	May 29, 2001	14.569	20 weeks
October 29, 2001	49 Weeks	4.063	5.492	March 11, 2002	35.171	19 weeks
October 7, 2002	36 Weeks	3.534	4.355	December 2, 2002	23.251	8 weeks
June 16, 2003	40 Weeks*	3.067	4.672**	August 11, 2003	52.351	8 weeks
March 22, 2004*						

* Expected date and duration. ** Yield high from the week of Aug. 11, expected cycle top of current cycle.

Z cyklů vyplývá, že další minimum výnosu (vrchol kurzu) by mohlo nastat kolem 22. března 2004.

Proč se z technického pohledu domníváme, že očekávané minimum výnosů v březnu bude absolutním minimem dlouhodobého trendu, který trvá od roku 2000? Všimněme si na grafu, že uprostřed kteréhokoliv cyklu nedošlo nikdy k překonání maxima z předchozího cyklu. Nyní v posledním cyklu již bylo v srpnu 2003 překonán vrchol z předchozího cyklu. To může signalizovat obrat dlouhodobého trendu. Pokud totiž minimum, které nastane v březnu 2004 bude vyšší než minimum z června 2003, podle klasické Dowovy teorie bude trend změněn (vyšší dno, vyšší vrchol). Navíc síla, se kterou nastal výprodej bondů v červnu 2003 (a razantní růst výnosů), nemá v historii trhu obdoby. To podle technické analýzy také předznamenává blížký obrat trendu.

2.4.2 Ceny energií i dopravy prudce rostou

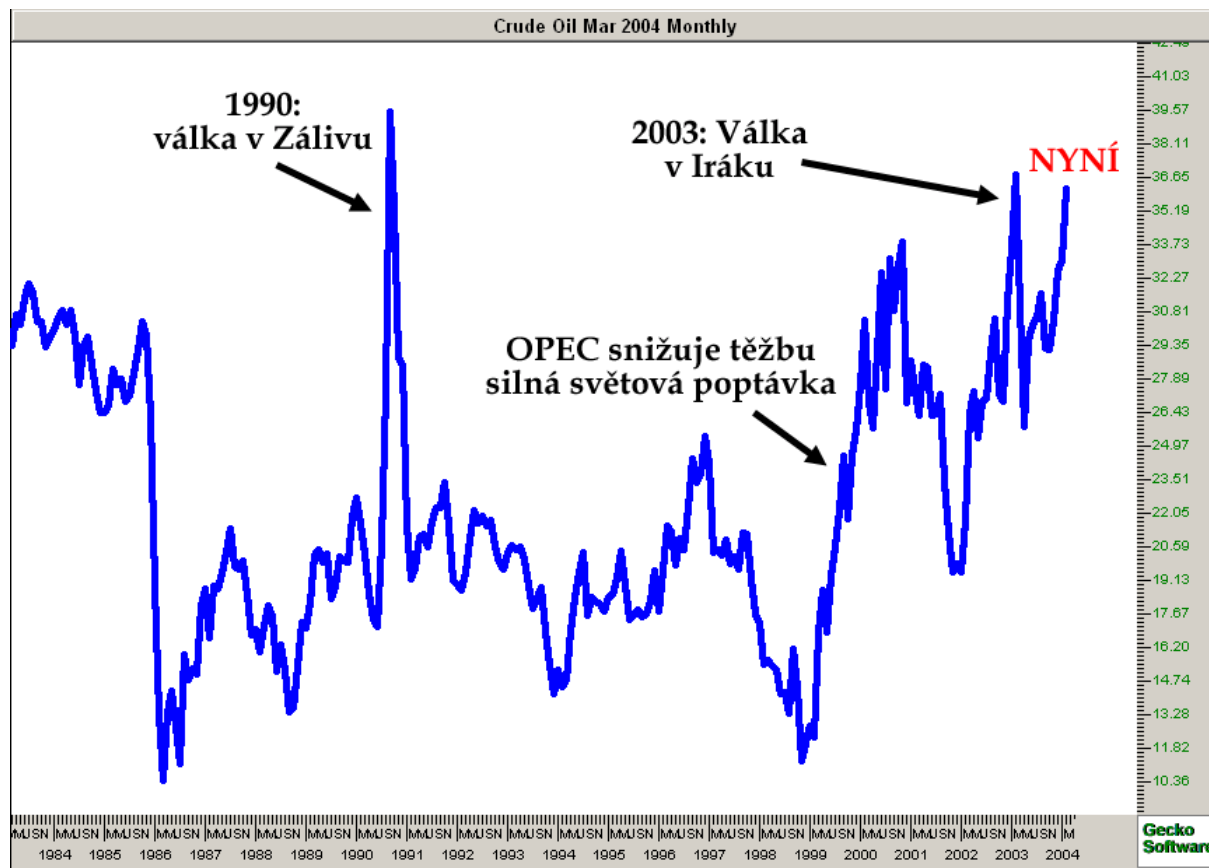
V bodě 8 historika Fishera (viz. výše kapitola o inflaci) je příznačné, že ceny energií rostou rychleji než ceny ostatních komodit. Domníváme se, že jsme právě v této fázi. Následující fáze je inflace.

Ceny energií jsou od cen ostatních komodit odlišné svým významem. Pokud například vzroste cena bavlny, dotkne se to jen velmi omezeného okruhu lidí a odvětví. Růst ceny ropy, benzínu, topného oleje, zemního plynu či elektřiny se však dotkne téměř každého, protože každý výrobek musí být dopravován, každá firma i domácnost je životně závislá na výše uvedených energiích. **Růst cen energií vždy v historii způsobil inflaci.**

Cena ropy se nyní nachází velmi blízko svého historického maxima. Předchozích extrémů bylo dosaženo v roce 1990, kdy probíhala válka v Perském Zálivu a v roce 2003, kdy USA zahájily válku s Irákem. V obou případech však ceny dosáhly ke 40 dolarům za barel a krátce nato se vrátily prudce dolů.

Současná situace je však zcela odlišná. Produkce žádného hlavního světového producenta není ohrožena válečným konfliktem a ceny nejsou vysoko kvůli pouhým obavám, že bude nedostatek ropy. Ceny postupně a dlouhodobě vystoupaly vysoko, protože skutečně existuje nedostatek ropy. Tento stav je chronický a je způsoben na jedné straně omezenou nabídkou (Irák neobnovil export podle plánu, výpadky ve Venezuele) a na straně druhé silnou poptávkou (nástup Číny a silná poptávka z ostatních zemí).

Obr. 16 Cena ropy



Podobně významné jako ceny energií jsou **ceny dopravy**. V roce 2003 došlo k prudkému růstu cen námořní dopravy a různé zdroje uvádějí, že sazby dosáhly nejvyšších úrovní v historii a oproti úrovni před několika lety jsou trojnásobné až pětinasobné! Za hlavní příčinu se uvádí extrémní poptávka z Číny, která dováží nevídané množství oceli a blokuje tak kapacitu lodí pro jiné účely.

Zvýšené ceny dopravy při dnešní úrovni mezinárodního obchodu již začínají tláčit ceny mnoha výrobků nahoru. Start inflace je již za dveřmi a s ním i pád dluhopisů.

2.4.3 Přední analytici nevidí další pokles výnosů jako možný

VEGA

Jedním z našich vysoce respektovaných zdrojů informací je investiční skupina VEGA, která patří mezi nejlepší správce na světě. Její hlavní analytik Ravi Mehra v poslední zprávě tvrdí, že nikdy v období míru nebyla kombinace měnové a fiskální politiky a externích faktorů tak stimulativní jako nyní. Fed o tomto ví a bude muset zanedlouho zvýšit úrokové sazby. Pan Mehra se domnívá, že výnos 3,90% u 10letých amerických vládních dluhopisů nebude prolomen.

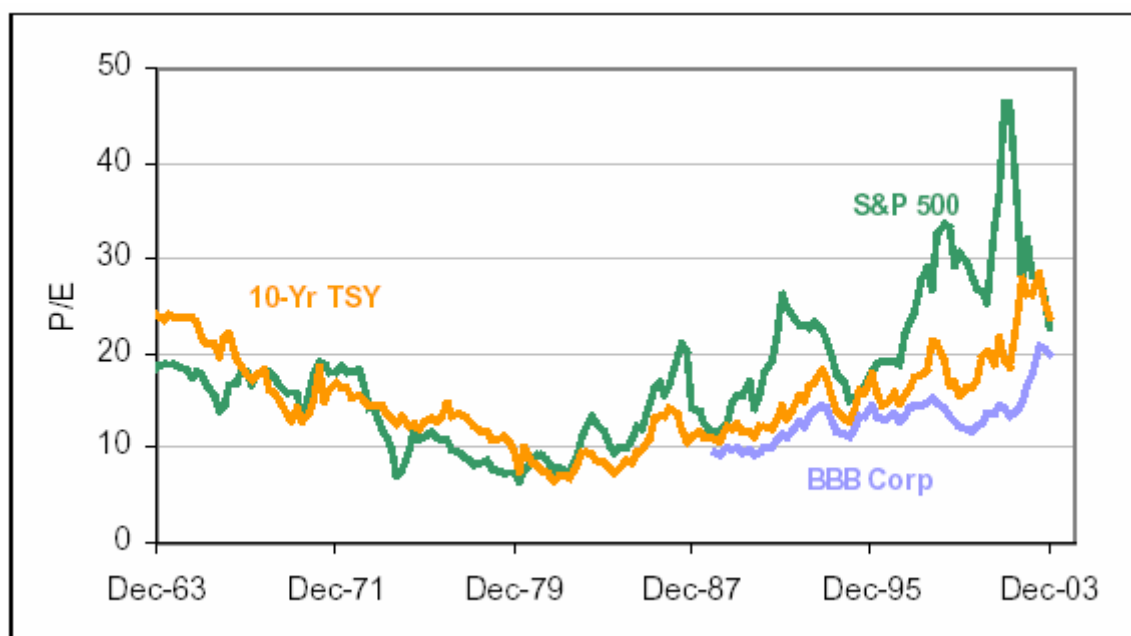
PIMCO

Podobný názor má Bill Gross, asi nejuznávanější autorita na trhu dluhopisů v současnosti, řídící největší dluhopisové fondy světa ve společnosti PIMCO. Gross tvrdí, že běžné investování do dluhopisů se stává více riskantním kvůli blížící se inflaci a doporučuje nakupovat TIPS (Treasury Inflation Protected Securities), tedy dluhopisy s ochranou proti inflaci. Mimochodem mezi nejzajímavější investice současnosti řadí komodity...

Merrill Lynch

Ve své lednové analýze upozorňuje světoznámá investiční banka Merrill Lynch na možný konec 22letého růstového trendu dluhopisů. V analýze dochází k závěru, že v roce 2004 ceny dluhopisů klesnou bez ohledu na to, zda Fed bude dále držet úrokové sazby nízko. Jako hlavní argumenty uvádí silný ekonomický růst v USA, hrozbu úniku finančních prostředků do atraktivnějších investic v souvislosti s globálním oživením ekonomiky, potřebě financování „dvojitého deficitu“ (deficit vládního rozpočtu a zahraničního obchodu USA) a přirozeně i fakt, že reálné výnosy jsou zkrátka extrémně nízko. Zajímavé je i historické srovnání výnosu vzhledem k ceně (Price/Earnings ratio) u akcií, státních dluhopisů i firemních dluhopisů. Po pádu cen akcií a růstu cen dluhopisů vidí výnosy u dluhopisů jako neatraktivní vzhledem k podstupovanému riziku. Blíže viz. obr. 17.

Obr. 17 Fed Model - srovnání P/E akcií a dluhopisů, zdroj: Merrill Lynch



2.4.4 Technická analýza

Z pohledu technické analýzy je nutno podotknout, že ceny dluhopisů ve Spojených státech NEJSOU v sestupném trendu. V červnu 2003 však došlo k výprodeji takového rozsahu a rychlosti, který je trhu bezprecedentní. Z tohoto důvodu se domníváme, že současný střednědobý růstový trend (září 2003 až současnost) je pouhou KOREKČÍ předchozího sestupu. Podle Fibonacciho úrovní korekcí je pravděpodobné, že aktuální růstový trend skončí blízko současné úrovni. V žádném případě by neměl překonat maximum roku 2003, jinak by analýza byla neplatná.

Obr. 18 Futures na 10letý T-Note



Jelikož sestupný trend NENÍ technicky potvrzen, nabízejí se 2 alternativy vstupu do trhu:

- 1) prodej na současných úrovních se stop loss pokynem nad maximem z roku 2003
- 2) prodej v případě potvrzení obratu trendu se stopem nad utvořené lokální maximum

Obě možnosti mají své výhody i nevýhody. Pokud zvolíme první variantu, máme zajištěn velmi výhodný vstup do trhu na vysoké ceně a riziko omezujeme pouze na případ, když kurz vystoupá na nové historické maximum, což je podle našich předpokladů velmi málo pravděpodobné. Nevýhodou je, že některé tržní nebo umělé faktory mohou ceny dluhopisů hnát ještě výše, resp. držet vysoko. Oba případy budou způsobovat ztrátu nebo alespoň vázat kapitál.

Pokud zvolíme druhou variantu, máme naopak větší pravděpodobnost, že budeme vázat kapitál nebo riskovat ztráty v rostoucím trhu, když naše pozice budou na pokles. Nevýhodou naopak je, že vstoupíme do trhu až po výrazném poklesu kurzu, který technicky potvrdí obrat růstového trendu na trend sestupný. Tím přijdeme o několik tisíc USD případného zisku.

3 Argumenty proti

Žádná seriózní analýza by neměla vynechat argumenty proti. Jaké faktory by mohly způsobit, že se analýza nepotvrdí a ceny dluhopisů budou pokračovat vzhůru?

- 1) Centrální banky Japonska, Číny a dalších zemí budou ochotny dále nakupovat americké státní dluhopisy. I přes nízké výnosy, i přes klesající hodnotu dolaru, nebo hrozbu poklesu dolaru. Je možné, že nebudou mít jinou možnost, resp. kauzaliza může být otočena: asijské centrální banky de-facto poskytují financování odběratelům svých výrobků, americkým občanům a firmám. Tento názor zastává např. přední manažer společnosti PIMCO, která spravuje největší dluhopisový fond světa. Tento scénář je klidně možný, je totiž pokračováním toho, co se právě děje. Tento trend

však nemůže pokračovat do nekonečna. Dříve nebo později se kumulace amerických vládních dluhopisů v rukou zahraničních investorů stane příliš vysoká a investoři si položí otázku: můžeme věřit Spojeným státům? Můžeme věřit udržení kupní síly amerického dolaru? Tato otázka přijde.

- 2) Amerika se kvůli svým problémům dostane do deprese spojené s deflací. V takovém případě by nastaly bankroty firem, občanů a částí veřejného sektoru. Tento scénář má ale za podmínku, že Fed přestane emitovat neomezené množství dolarů. A to není moc pravděpodobné, protože pro americký lid a vedení je lepší řešení inflace s rostoucími příjmy (platy, akciový trh, nemovitosti) než deprese. Tento scénář tak není příliš pravděpodobný. Větší šanci má varianta s inflací, která tuto analýzu potvrzuje, tj. způsobí pokles bondů.

4 Závěr

Investice do obchodu na pokles ceny amerických dluhopisů bude podle našich analýz patřit k nejzajímavějším investičním příležitostem, které se investorovi naskytnou za celý život. Obrovské zadlužení USA a nástup inflace způsobí pokles cen nebývalých rozměrů. I přes sílu této analýzy nelze zapomenout na rizika, která jsou spojena s každým obchodem a na důležitost volby vstupu do trhu a omezení rizik.

Upozornění

Tato zpráva je pouze informativní a není myšlena jako návrh nebo nabídka ke koupi či prodeji jakékoliv komodity, futures kontraktu nebo opce. Ačkoliv fakta a informace zde obsažené jsou získány ze zdrojů, které Colosseum, a.s. („Firma“) považuje za věrohodné, nezaručujeme jejich přesnost a jakákoliv informace může být neúplná nebo zkrácená. Firma neodpovídá za typografické chyby v této zprávě. Veškeré názory a odhady v této zprávě vyjadřují názor Firmy k datu této zprávy a vyhrazuje si právo na jejich změnu bez předchozího upozornění.

Firma, její pobočky, představitelé a/nebo zaměstnanci mohou, ale nemusí kdykoliv držet krátké a/nebo dlouhé pozice v jakékoliv komoditě, futures kontraktu, opci nebo jiném investičním instrumentu zmiňovaném v této zprávě. Příkazy uvedené v tomto dokumentu mohou být pouze ilustrativní a Firma je může, ale nemusí provádět na trhu. Veškeré názory v této zprávě jsou názory analytického oddělení Firmy. Jednotliví obchodníci nebo jiné firemní publikace mohou vyjadřovat rozdílný nebo protichůdný názor. Názory v této zprávě mohou být založeny na různých analytických metodách nebo disciplínách. Například fundamentální a technická analýza obvykle používají různé metody a odlišné časové období, proto mohou činit různé závěry ohledně vývoje stejné komodity nebo termínového kontraktu.

Investiční strategie popisované v této zprávě jsou riskantní a nejsou vhodné pro každého investora. Pokud plně neporozumíte podmínkám a rizikům popisovaných obchodů, včetně rozsahu potenciálního rizika ztráty, které může dosáhnout a v určitých případech i přesáhnout hodnotu investice, měli byste se takových obchodů zdržet.

© 2003 Colosseum, a.s. Všechna práva vyhrazena.

Jakékoliv neautorizované použití, duplikace nebo šíření tohoto materiálu je zakázáno.

Kontakt

Colosseum, a. s.
Na Šafránce 22
101 00 Praha 10
tel. +420-2-460 888 88

fax. +420-2-460 888 89
E-mail: info@colosseum.cz
www.colosseum.cz

Dotazy k analýze:
trading@colosseum.cz
telefon a fax viz. výše