

Největší medvědí trh od roku 1929 před námi...





Kolaps cen akcií před námi

„Sell in may and go away“
příslloví akciových obchodníků

Obsah

1	Úvod	3
2	Dlouhodobý výhled	4
2.1	Dluhy	4
2.2	Kondratěv: přichází zima	7
2.3	Japonsko 90. let vzorem pro USA?	9
2.4	Ztráta konkurenceschopnosti USA	10
3	Střednědobý pohled	12
4	Krátkodobá analýza, načasování	16
4.1	Technická analýza	16
4.2	Cykly	18
4.3	Sezónní vlivy	18
4.4	Psychologie trhu, reakce na zprávy	18
5	Taktika	19
6	Argumenty proti	19
7	Závěr	20

květen 2004

Štěpán Pírko

pirko@colosseum.cz

1 Úvod

Obrázek na titulní straně vystihuje náladu, která převládne mezi akciovými obchodníky, když se tato analýza vyplní. Zklamání, deziluze, krach, bankrot, strach... Největší pokles akciových trhů, který většina lidí pamatuje.

Této analýze přikládáme velký význam, protože americký akciový trh přenáší své nálady nejen na zahraniční akciové trhy, ale i do celosvětové ekonomiky, jejíž jsme součástí. Pokud skutečně dojde k tomu, co je dále popsáno v analýze, bude svět čelit největší hospodářské krizi od 30. let 20. století a akciové kurzy na většině světových trhů klesnou o desítky procent od současné úrovně. I když se nevyplní katastrofické předpovědi této analýzy – a my *doufáme*, že se nevyplní – současný stav amerického akciového trhu je natolik problematický, že vyřešení problémů by mohlo znamenat pokles akciového trhu, ať již se sáhne k jakémukoliv řešení.

Tato analýza velmi úzce souvisí s naší březnovou analýzou na trhu dluhopisů. Zde jsme předpovídali konec růstového trendu do dluhopisů a samotný název analýzy „Kolaps cen dluhopisů před námi“ naznačoval, že výprodej, který nás čeká, bude významný. Od března, kdy byla analýza publikována, došlo na amerických a dalších trzích s dluhopisy k razantnímu propadu a v kurzech je již nyní zahrnuto očekávání razantního růstu úrokových sazeb (futures na eurodolar signalizuje, že sazba na dolar vzroste do prosince tohoto roku ze současného 1% na 2,5%). Pro úplné pochopení všech souvislostí v této analýze je vhodné si přečíst analýzu na dluhopisy, která je dostupná na www.colosseum.cz v sekci Informace zdarma, Analýzy. Růst úrokových sazeb bude klíčovým faktorem, který složí akciový trh do kolen.

Jaké budou hlavní příčiny poklesu, který nastane?

- ✚ Bezprecedentní zadluženost USA
- ✚ Rostoucí úrokové sazby
- ✚ Spekulativní bublina na trzích aktiv
- ✚ Dlouhodobý ekonomický cyklus

Co můžeme na trhu očekávat? Je důležité si uvědomit, že i když závěry v této analýze jsou dosti katastrofické, nedomníváme se, že k jejich naplnění dojde během několika dnů nebo týdnů. Analýza vykresluje dlouhodobé problémy americké ekonomiky, které vznikaly desítky let a jejich vyřešení rozhodně nepříjde nějakým týdenním krachem na burze jako v roce 1987, ale mnohaletou ekonomickou krizí, která očistí ekonomiku od dluhů, které budou hlavní příčinou této krize.

Co to pro nás znamená? Investice do akcií v nadcházejících letech přinesou většině investorů zklamání, protože při vysokém riziku budou výnosy zanedbatelné, pokud vůbec nějaké. Pokud se naplní veškerá pesimistická očekávání této analýzy, přinesou investorům pasivní investice do akcií („kup a drž“) výrazné ztráty. Pro aktivního investora bude pokles trhů výjimečnou příležitostí k dosažení zisku. Akciové trhy vždy klesají mnohem rychleji než rostou...

2 Dlouhodobý výhled

Tento dlouhodobý scénář (roky až desítky let) není pro náš střednědobý obchod (měsíce) příliš podstatný, protože ve střednědobém horizontu jsou pro ceny akcií rozhodující **likvidita** (objem peněz v oběhu) a **psychologie investorů**.

Je však důležité si uvědomit, že růstový trh trvající desítky let skončil v roce 2000 a nyní se nacházíme ve fázi mnohaletého poklesu. Jelikož většina z nás za svého života zažila pouze rostoucí akciové trhy, je velmi obtížné tomuto tvrzení uvěřit. Kdo však alespoň částečně studoval historii vývoje akciových trhů, je lépe připraven přijmout názor, že akciové trhy mohou dlouhodobě stagnovat či klesat.

2.1 Dluhy

Hlavní příčinou poklesu, který očekáváme, je obrovské množství dluhu americké vlády (státu), amerických obyvatel i firem. Míra zadlužení se stala tak vysoká, že již není možné tyto dluhy splatit bez poklesu ekonomiky. Co je příznačné pro toto finální stádium předluženosti, je postoj k zadlužování se. Mnoho Američanů se chová tak, že další kredit (poskytnutí úvěru) považují za růst svého bohatství a podle toho se i chovají. Nekonečná spotřeba a zadlužování se přes spotřebitelské úvěry a hypotéky zanesla amerického občana do stavu, kde může dále přežít pouze při extrémně nízkých úrokových sazbách. Těm však nyní hrozí výrazný růst a předlužený americký domeček z karet se může sesypat.

Zadlužení státu, firem i obyvatel je největší v historii nejen absolutně, ale i v poměru k hrubému domácímu produktu. Zadlužení je větší než před krachem v roce 1929. Předlužení bude mít v případě růstu úrokových sazeb za následek lavinový efekt bankrotů. To v historii vždy způsobilo dramatický pokles akcií. V lepším případě stát zachrání deflační hrozbu pumpováním peněz do oběhu a udržováním úroků nízko (což již nyní Alan Greenspan činí). To se však dlouhodobě promítne do inflace a způsobí pokles akcií kvůli slabé síle firem zvyšovat ceny (pricing power).

Růst peněžní nabídky sice akcie krátkodobě podporuje (je za co nakupovat), ale dlouhodobě vytváří inflační tlaky (více peněz na stejně zboží). Inflace jsme již nyní svědky u komodit – ceny energií, kovů, obilovin i potravin vzrostly o desítky procent. Růst cen zboží bude pomalejší, protože vzhledem ke konkurenci bude dopadat na firmy, nikoliv plně na spotřebitele (zachování cen, snížení marží). To sníží ziskovost firem a způsobí pokles cen akcií.

Problémy s předlužením budou navíc znásobeny hrozbou, která se začne objevovat již za pár let. Je způsobena stárnutím populace v důsledku lepší lékařské péče a sociálních podmínek při nižší míře porodnosti. Důsledkem bude, že čím dál větší počet ekonomicky neaktivních lidí bude závislých na stále menším počtu pracujících. Jelikož vlády těžko přistoupí na hladovění důchodců (mají ve volbách stejný hlas jako pracující lidé), bude pokračovat přerozdělování ještě ve větší míře, než tomu bylo doposud. A když již nebude stačit přerozdělovat, je nezbytné se dále zadlužovat. Již nyní vypočtené budoucí závazky na penzijní systém dosahují deficitů ve výši desítek triliónů dolarů. V roce 2008 přijdou do penze první děti z poválečné „baby-boom“ generace. To enormně zvýší nároky na státní finance, které budou muset zvýšit daně. To sníží kupní sílu obyvatel, tj. spotřebu domácností, která je klíčovou složkou hrubého domácího produktu. Pokles poptávky povede k poklesu ziskovosti firem a tedy poklesu akcií.

Spojené státy se dostaly do dluhové pasti, kdy všichni – stát, firmy i obyvatelé jsou tak zadluženi, že již není reálně možné se těchto dluhů zbavit jejich normálním splacením.

Historie ukazuje, že takto enormní dluhy jsou zlikvidovány pouze dvěma způsoby: bankrotem dlužníků nebo inflací. Oba způsoby jsou pro akciový trh velmi nepříjemné.

2.1.1 Fakta

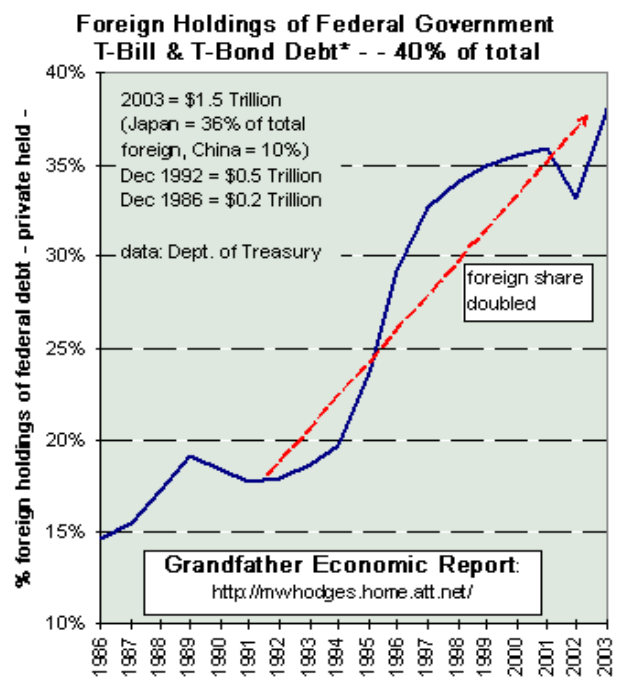
(zdroje: US Treasury www.ustreas.gov, Michael Hodges, mwhodges.home.att.net, CNN www.cnn.com).

- ✚ Americký vládní (státní) dluh dosáhl ke konci fiskálního roku 2003 6,8 biliónu USD (6 783 231 062 743,62 USD). To je 23 tisíc USD na občana včetně nemluvňat. To je pro představu 621 tisíc Kč. I přes rekordní vzestup ekonomiky v 90. letech 20. století a tedy rekordní daňové příjmy bylo právě v těchto letech vytvořeno více jak polovina všech dluhů. **Od roku 1990 nadělala americká vláda více dluhů, než za celou předchozí historii Spojených států! To je velmi znepokojivá dynamika dluhu. Ve fiskálním roce 2003 vzrostl dluh o 555 miliard USD. Jen úrok na dluhu je cca 40 miliónů USD za hodinu.** Dalším znepokojivým faktem je, že stále větší část amerického dluhu vlastní zahraniční investoři. Konkrétně jsou to zejména Japonsko a Čína. Pohled do historie je velmi zajímavý: na začátku 20. století byla ekonomickou mocností světa Velká Británie. Spojené státy „pomohly“ Evropě vyčerpané první světovou válkou půjčkami a staly se tak největším věřitelem na světě. To předznamenalo vývoj celého 20. století, kdy se USA staly světovou velmocí. Nyní se Spojené státy dostaly do role zcela opačné: jsou největšími dlužníky na světě. Největšími věřiteli se stávají asiáté a není obtížné předvídat další historický vývoj...
- ✚ Dluhy domácností rostou nebývalým tempem a to zejména hypotéky. Zadlužení v poměru k disponibilnímu příjmu, ze kterého je možné dluhy splácet, je nejvyšší v historii (viz. graf dále). I zadlužení ve vztahu k majetku je nejvyšší (viz. graf) v historii.

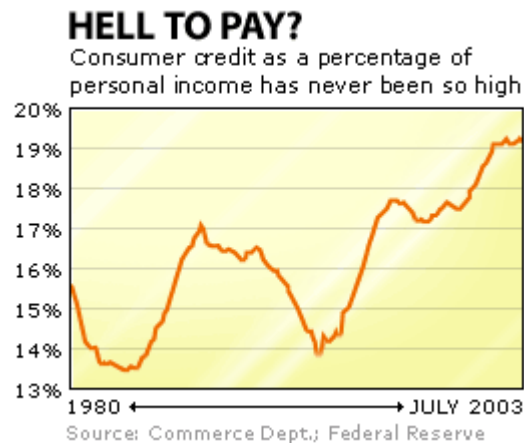
Vládní dluh USA na obyvatele



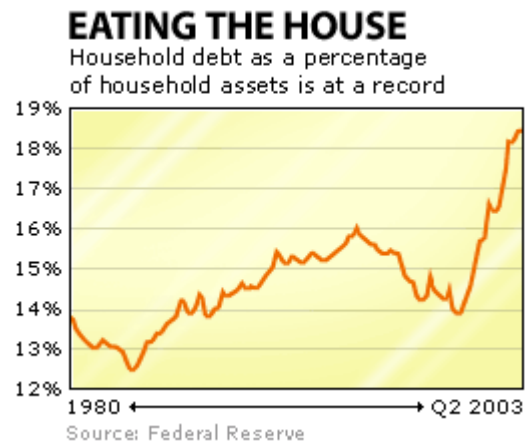
Zahraniční držba vládního dluhu USA



Spotřebitelské dluhy vzhledem k příjmům nikdy nedosáhly tak vysoké úrovně



Zadlužení domácností vzhledem k majetku dosahují také rekordu v historii



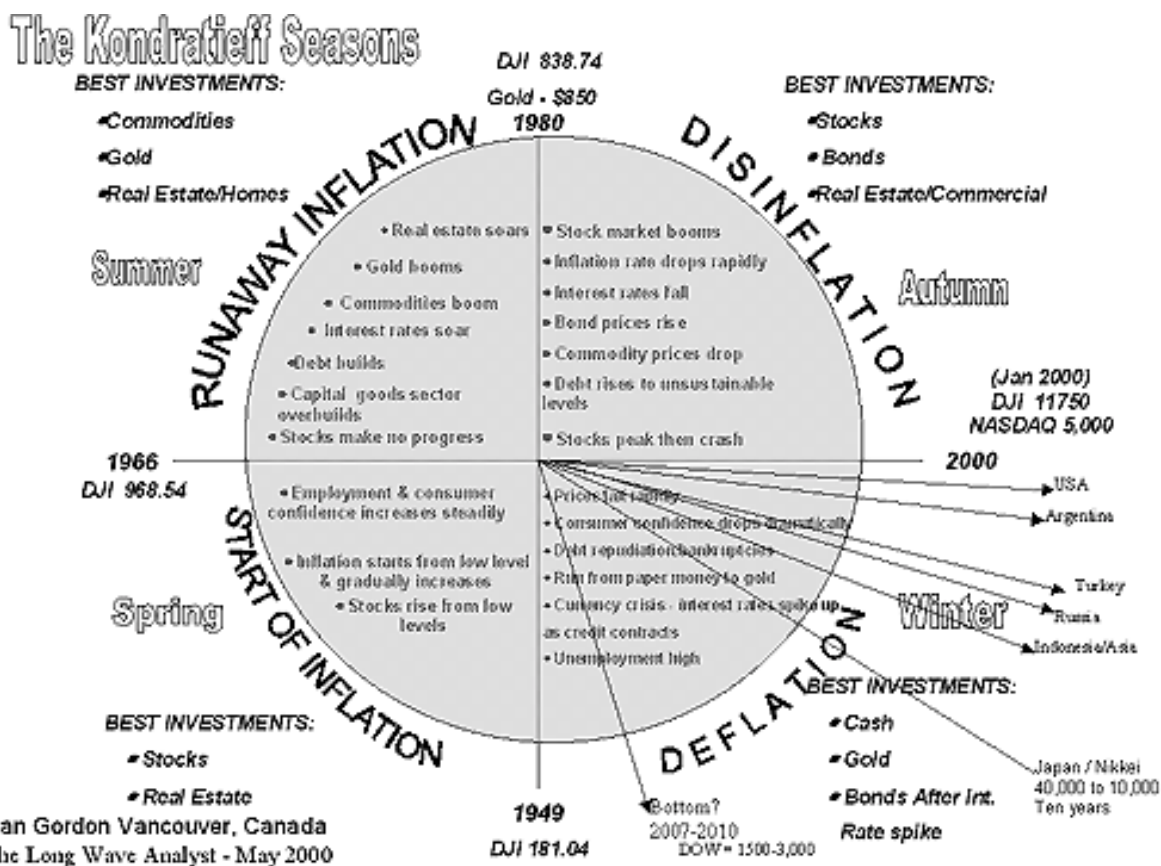
2.2 Kondratěv: přichází zima

Ruský ekonom Kondratěv (též Kondratieff) žil na počátku 20. století a zkoumal historické dlouhodobé cykly vývoje ekonomiky. Dospěl k závěru, že každá ekonomika prochází stejně jako vše v přírodě určitými fázemi – cykly – které se opakují. Jednotlivé fáze nazval jaro, léto, podzim a zima a v historii lidstva jeden cyklus trvá obvykle 50 až 60 let. Studoval vývoj cen surovin, mezd, zboží, úrokových sazeb, mezinárodního obchodu a dalších veličin zpět do roku 1798.

Je pozoruhodné, že od konce druhé světové války, kdy byl nastartována současná Kondratěvova vlna, vývoj probíhá téměř přesně podle scénáře, který tento Ruský ekonom napsal již v roce 1920. Nepříjemné je to, co nás nyní čeká...

Jaro představuje znovuoživení ekonomiky, které přichází po ekonomické depresi. Akcie rostou z velmi nízkých úrovní, nezaměstnanost klesá a pozvolna se obnovuje spotřebitelská a podnikatelská důvěra, po období poklesu cen se ceny stabilizují a začínají mírně růst. Inflace je však velmi nízká. V současném cyklu tomuto období odpovídá poválečný stav od roku 1946 až do roku 1966.

Léto je období, kdy ekonomika nastartuje na plné obrátky a také se dostaví inflace. Prudce rostou ceny nemovitostí, zlata a komodit a s tím rostou i úrokové sazby. Začíná se tvořit dluh. Akciové trhy nijak výrazně nerostou. Tomuto období odpovídá vývoj od roku 1966 až do roku 1981, kdy dosáhla inflace a úrokové míry maxima, stejně jako ceny zlata. Akcie stagnovaly.



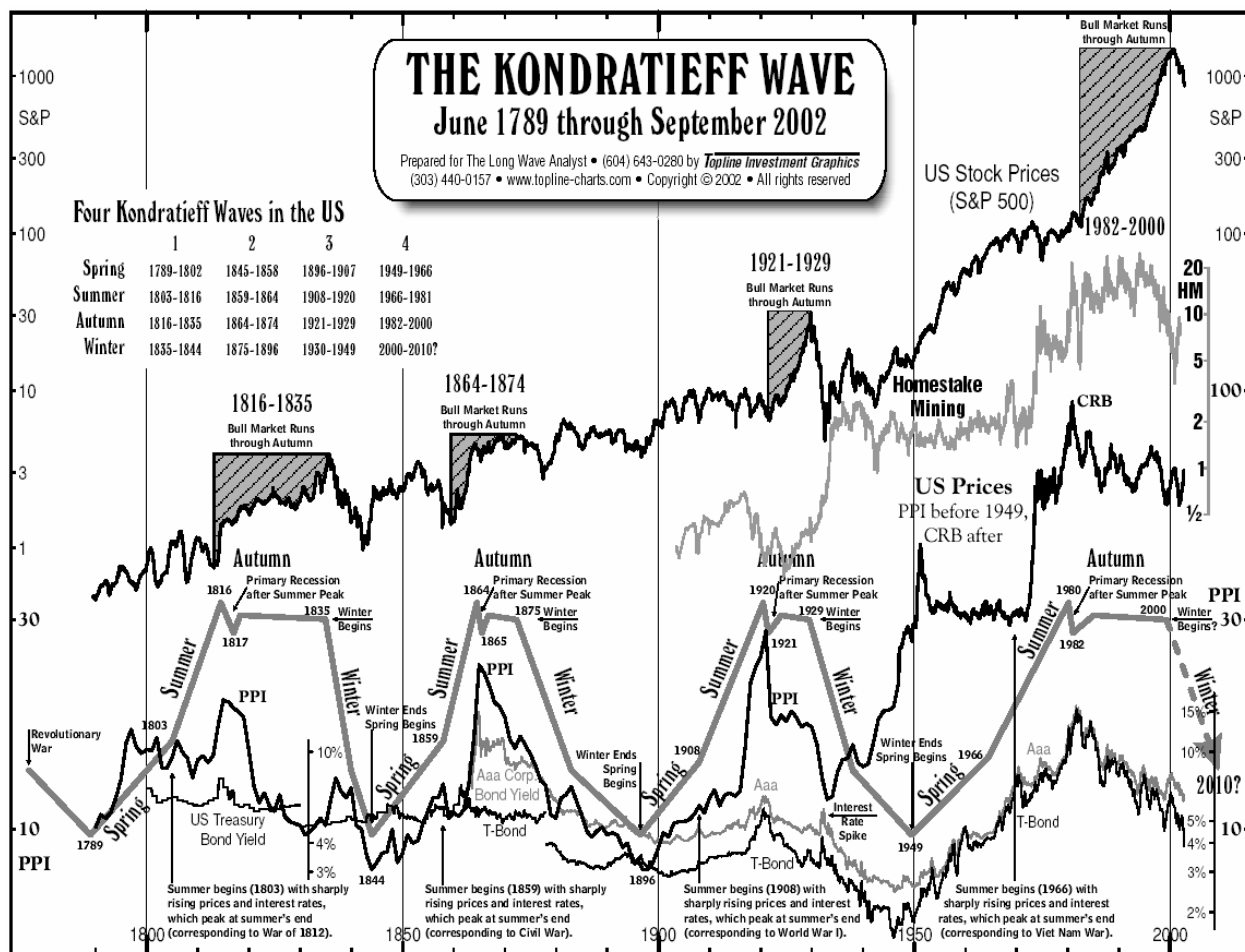
Podzim je ve znamení boje s inflací. Inflace klesá, úrokové míry klesají, akciovému trhu se mimořádně daří a i dluhopisy rostou, naopak ceny komodit klesají. Dluhy se zvýší do neudržitelné výše. Akciové trhy prudce vzrostou a pak dojde ke krachu. Podzimu přesně

odpovídá vývoj od roku 1981 do roku 2000. Šéf amerického Fedu Paul Volcker vyhlásil boj s inflací a spolu se svým následníkem Alanem Greenspanem dosáhli poklesu inflace a úrokových sazeb na velmi nízké úrovni. Ceny komodit do roku 1999 klesly na nejnižší úroveň za mnoho desetiletí. Investování do akcií a dluhopisů zaznamenalo velký úspěch. Naopak dluhy narostly do enormní úrovně.

Většina z nás tedy v posledních desetiletích prožila období, které bylo pro investování **nejpříjemnější**: akciové i dluhopisové trhy rostly. Problémem je, že většina současných investorů zná pouze toto investiční prostředí - období podzimu - a považuje je za **normální**. Tito investoři budou nemile překvapeni až zjistí, že existuje také zima.

Účelem zimy je odstranit enormní dluhy, které se dlouhodobě v ekonomickém systému nahromadily. K tomu dochází zejména bankroty firem a také devalvací měn. Zima je charakterizována poklesem cen, poklesem spotřebitelské a podnikatelské důvěry, neschopnost splácet dluhy způsobuje bankroty a ekonomický pokles, dochází k odklonu od papírových peněz ke zlatu, objevují se měnové krize, úrokové sazby prudce letí vzhůru, možnost úvěrů je velmi omezena, nezaměstnanost roste. Toto období bylo zahájeno v roce 2000, kdy došlo ke kolapsu spekulativní bubliny na americkém akciovém trhu. Začínají se objevovat další průvodní jevy zimy: nezaměstnanost roste (v USA tzv. „Jobless Recovery“), dochází k bankrotům (největší bankroty v historii USA přišly po roce 2000: Enron, WorldCom, cena zlata od roku 2000 prudce roste, dolar od té doby stabilně znehodnocuje.

Poslední zima nastala krachem na burze v roce 1929 a přešla v největší světovou hospodářskou recesi. Akciový trh ztratil většinu ze své hodnoty.

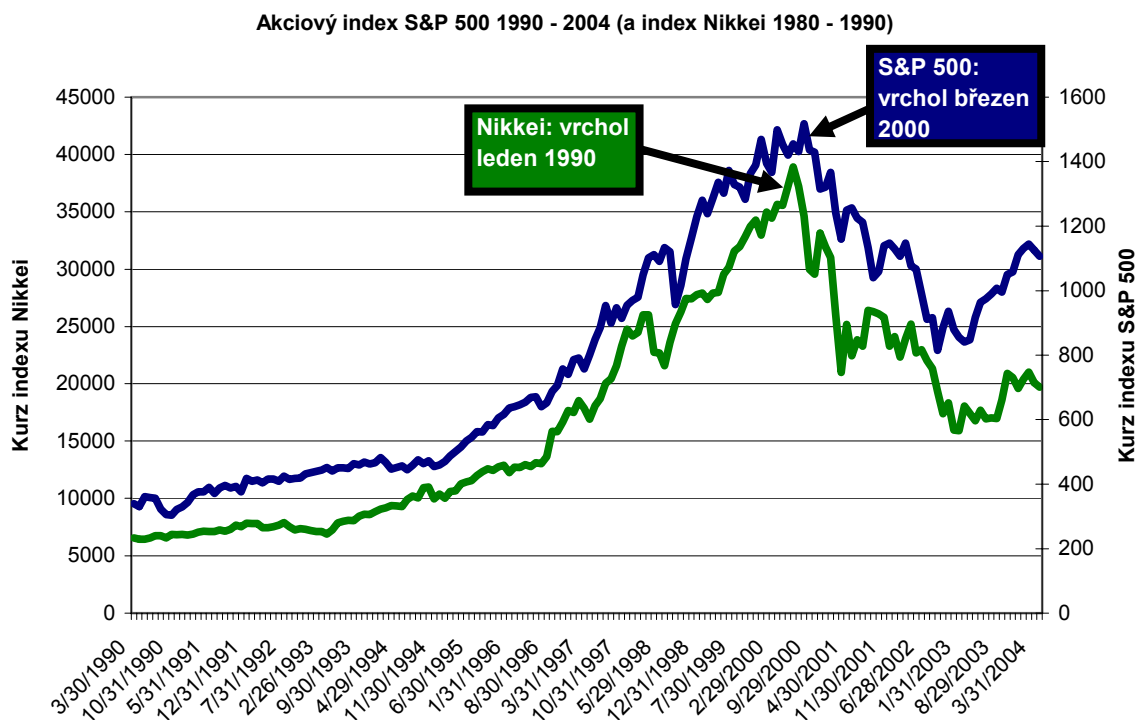


Zdroj: Ian Gordon, The long wave analyst.

2.3 Japonsko 90. let: pohled do budoucnosti?

V 90. letech 20. století prožilo Japonsko hospodářský útlum. Vše bylo odstartováno splasknutím spekulativní bubliny tamního akciového a realitního trhu. Od roku 1990 se Japonsko dostalo do recese, ze které se začíná vymaňovat až nyní, po více jak 10 letech. Akciový index Nikkei od svého maxima na téměř 40000 bodech dodnes klesá a ztratil více jak 75% své hodnoty! Domníváme se, že pro akciový trh S&P bude vzestup a pád indexu Nikkei vhodným vodítkem. Je důležité si uvědomit, že je to zejména psychologie lidí, která formuje pohyby na akciových i jiných trzích. Trhy se mění, lidé zůstávají stejní, proto bývá vzestup a pád významných trhů v historii velmi podobný. Podobný průběh ceny můžeme sledovat například i při splasknutí spekulativní bubliny na trhu zlata v roce 1981 (poté následoval pokles trvající 18 let).

Na následujícím grafu je zobrazen vývoj akciových indexů S&P 500 a Nikkei 225 s tím, že vrchol indexu Nikkei je posunut dopředu o 60 měsíců na úroveň vrcholu amerického akciového trhu v březnu 2000. Šokující podobnost? Ten, kdo studuje historii chování trhů, by neměl být výrazně překvapen. **Lidé jsou stále stejní.** I přesto je až neuvěřitelné, jak se oba trhy sobě podobají jednak v průběhu růstového trendu a stejně tak i po dosažení vrcholu.



Zdroj: Bloomberg

Každý z nás by chtěl mít křišťálovou kouli nebo výtisk Financial Times s datem 2008. My se zde však pokusíme podívat do budoucna díky studiu historie. Co když se bude historie znovu opakovat a splasknutí amerického akciového trhu bude i nadále probíhat podle japonského scénáře z 90. let?

Na následujícím grafu je zobrazen vývoj indexu Nikkei až do současnosti. Nyní se na americkém trhu nacházíme 60 měsíců od vrcholu, tedy v situaci podobné v Japonsku v říjnu 1993. Z grafu je zřejmé, že **po splasknutí spekulativní bubliny se trhy nevrátí zpět na nová maxima - jak se mnoho začínajících investorů domnívá - ale kurzy pomalu ale stále klesají na nová a nová minima.** K definitivnímu obratu na trhu nedošlo dodnes, tedy 14 let po dosažení vrcholu.

Nikkei 225 1980 - 2004



Zdroj: Bloomberg

2.4 Ztráta konkurenceschopnosti USA

Spojené státy jsou největší světovou ekonomikou, jsou technologicky nejvyspělejší, mají největší armádu a nikdo nepochybuje, že jde o světovou supervelmoc číslo jedna. Jaký je však skutečný současný stav Spojených států? A především jaké jsou vyhlídky do budoucna?

Jaké jsou skutečné a dlouhodobé příčiny takového úspěchu USA? Příčiny takového dlouhodobého vývoje je nutné hledat hluboko v historii. Do první světové války byla světovou velmocí číslo jedna Velká Británie. Poté však Evropa byla zruinována nejprve první válkou a poté druhou a USA se dostaly do pozice ekonomicky nejsilnější země světa. Tuto pozici šikovnou měnovou, zahraničněobchodní a vojenskou politikou nejenom udržely, ale dále posilovaly. Dolar se stal světovou rezervní měnou, kterou každá centrální banka považuje za absolutní jistotu.

Domnívám se, že skutečná příčina dlouhodobého úspěchu USA byla zejména v imigrační politice a svobodném ekonomickém i politickém systému a úrovni vzdělávání. Zatímco obyvatelstvo Francie se za posledních 200 let zdvojnásobilo, ve stejné době se počet obyvatel USA zvýšil padesátkrát. Spojené státy působily a dodnes působí jako magnet na schopné lidi a není tajemstvím, že nebýt indických a dalších zahraničních programátorů (kteří vystudovali v USA), technologická revoluce by zřejmě nebyla tam, kde je.

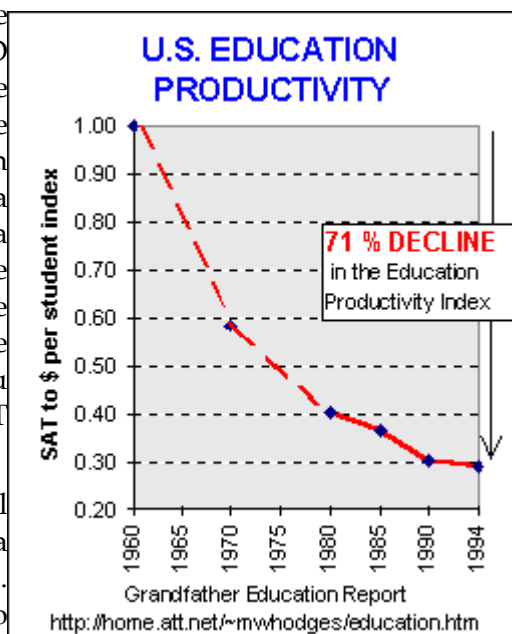
A právě tyto demografické faktory nyní začínají působit proti Spojeným státům. Jednak jde o stárnutí populace (to je problém všech vyspělých zemí), ale především v souvislosti s ekonomickým rozmachem Asie již není možné počítat s takovým přílivem mozků, dokonce se projevuje i odliv kapitálu a mozků zpět do Asie. Dalším problémem lidských zdrojů je dlouhodobý pokles úrovně vzdělávání.

S nástupem internetu a dalších moderních komunikačních technologií, s příchodem globalizace a zmenšováním bariér při mezinárodním obchodu, se najednou Amerika otevřela světu a čelí otázce: je skutečně americký pracovník 10 x výkonnější než jeho asijský protějšek, který bere 10x menší mzdu? Skutečnost ukázala, že nikoliv a USA se dostávají do problému. S nástupem globalizace volí racionálně uvažující multinacionální korporace raději pracovníka v Indii, Číně, Indonésii nebo jinde. Zatímco dříve byly USA dílnou světa, v osmdesátých a devadesátých letech se postupně přesunula většina výroby do levných zemí. Volní američtí zaměstnanci se rychle adaptovali z výroby do sektoru služeb a z problému se stala výhoda, kterou USA náležitě využily k ještě rychlejšímu růstu. V devadesátých letech se však začaly přesunovat i profese ze sektoru služeb. Z počátku to byly pouze pomocné činnosti jako je back office, help linky, účetnictví apod., ale postupem času Amerika přichází o ty nejlépe placené profese: špičkoví programátoři, vývojáři mobilních telefonů a další elektroniky a další najednou bez problému zvládají svou práci z Indie. **Amerika stojí před problémem: jaký nový obor dá práci lidem, kteří o ní v důsledku globalizace přišli? Tuto otázku zatím není nikdo schopen odpovědět a Amerika tak prožívá „Jobless Recovery“, tedy oživení ekonomiky s růstem nezaměstnanosti.** Firmy totiž prosperují, ale využívají levnější pracovníky z rozvíjejících se zemí. A právě odliv pracovníků na vyšších pozicích je velmi důležitý, protože studie ukazují, že jedno špičkové pracovní místo s sebou nese dalších několik pracovních míst.

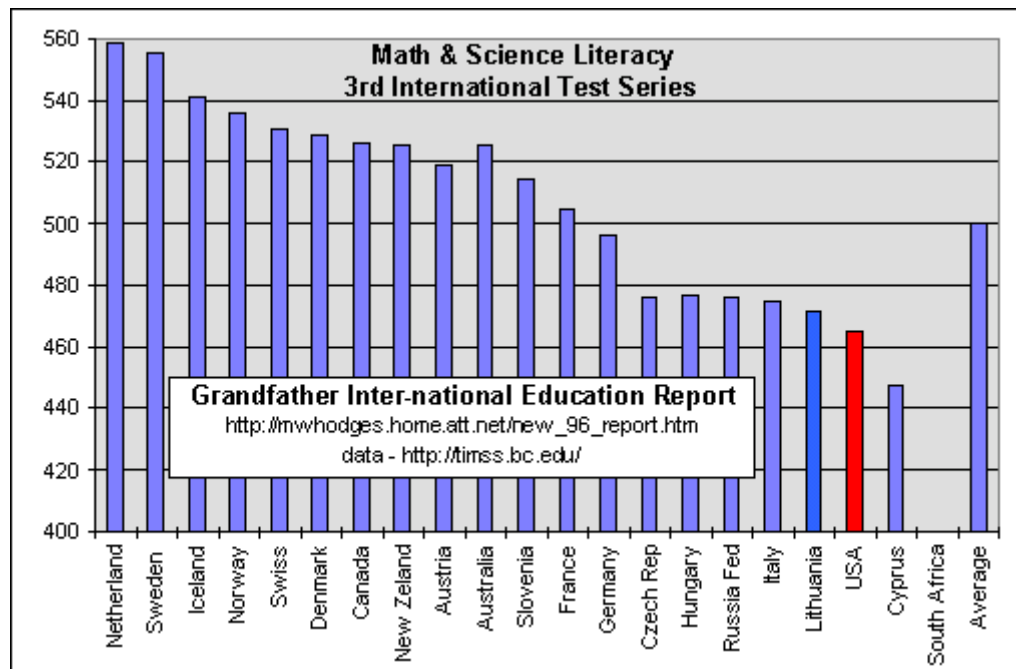
Spojené státy se zkrátka dostaly do situace, kdy nejsou schopni cenově konkurovat ve světě se svými výrobky a službami. A následkem toho je obrovský deficit obchodní bilance. Každý měsíc Spojené státy dovezou o 45 miliard USD více zboží, než dokáží exportovat. To je nejvyšší hodnota v historii a toto číslo se neustále prohlubuje. Tento schodek musí být vyrovnáván přílivem zahraničního kapitálu, který musí každý den dosahovat zhruba 1,5 miliardy dolarů, aby byla bilance vyrovnaná. **Pokles konkurenceschopnosti Američanů povede ke ztrátám zaměstnání, snížení příjmů a kupní síly a následně k poklesu poptávky a tedy i zisků firem. To povede k poklesu akciového trhu.**

Dlouhodobá ztráta konkurenceschopnosti velmi úzce souvisí i s poklesem kvality vzdělání v USA. O znalostech Američanů v zeměpisu kolují vtipy, ale málokdo již ví, že celková úroveň vzdělání ve Spojených státech dlouhodobě klesá. Milton Friedman, laureát Nobelovy ceny, prohlásil: „Kvalita školství je v současné době mnohem horší, než byla v roce 1955“. Tuto tezi potvrzují i čísla. Např. podle výpočtu Michaela Hodgese index produktivity ve vzdělání trvale klesá. Tento index vyjadřuje vynaložené peníze (očištěných o inflaci) v poměru k dosaženým „známkám“ ve školách (tzv. SAT Score).

V mezinárodním testu pro žáky středních škol v matematice a vědách se Spojené státy zařadily na konec žebříčku před Kypr a Jihoafrickou Republikou. Jejich výsledek byl výrazně pod průměrem. Nutno



podotknout, že tohoto testu se neúčastnili studenti z Asie. V některých starších testech, kde se účastnili i studenti z Japonska, Hong Kongu a Singapuru, předčili tito asijsí žáci i Evropany, takže propastný rozdíl mezi vzděláním v USA by se ještě více zviditelnil. (Pozn. v roce 1994 vláda změnila výpočet SAT skóre, důvod je zřejmý... V podobném období se změnil i výpočet míry inflace – praktiky, které by šlo čekat spíše od komunistických kádrů). Zdroj výpočtů a grafů: Michael Hodges.



3 Střednědobý pohled

Informace uvedené v minulé kapitole hovoří pro nadcházející „pád impéria“, které světu dominovalo po celé 20. století. Jde však o velmi dlouhodobý pohled a může trvat mnoho let i desetiletí, než Spojené státy ztratí dominantní postavení ve světě, zřejmě ve prospěch Asie pod vedením Číny a Japonska. Pro účely spekulace na pokles amerického akciového trhu je mnohem důležitější se věnovat střednědobým faktorům, které budou ovlivňovat trhy v nadcházejících měsících a letech.

Ve střednědobém horizontu jsou důležité faktory jako je měnová politika (výše úrokových sazeb, peněžní nabídka) a fiskální politika (vládní výdaje, daňové škrty) a psychologie trhu (strach nebo optimismus). Na tyto faktory se zaměříme nyní.

3.1.1 Spekulativní bublina

Na akciovém trhu i dalších trzích v posledních letech vznikly spekulativní bubliny, které nyní splasknou. Příčinou jejich vytvoření jsou příliš nízké úroky a příčinou splasknutí bubliny bude růst úroků.

Proč vznikla spekulativní bublina? Někteří analytici dokonce přezdívali šéfa Fedu Alan „Bubbles“ Greenspan. Greenspan nejenom snížil úrokové sazby na 1%, což je nejméně za několik posledních desetiletí, ale svou rétorikou ujistil investory, že sazby zůstanou dole po značnou dobu. Jeho výrok „considerable period“ znají snad všichni analytici a odstartoval chování investorů, které finanční učebnice označují jako „morální hazard“. Důsledkem je vzestup spekulativních obchodů, které se nazývají „carry“ obchody nebo „reflační“ obchody a mají jedno společné: za levno (de-facto zdarma) si půjčit peníze a investovat je do něčeho, co nese větší výnos nebo roste: dluhopisů, akcií, nemovitostí, zlata, ropy či jiných komodit.

Tento druh spekulací se skutečně rozmohl do obrovských rozměrů po celém světě. Účastní se ho nejen sofistikovaní hráči z bankovních či dalších finančních kruhů, ale i obyvatelé.

Nejde pouze o hru na burze, jejíž nebezpečnost si v posledních letech mnozí uvědomili. Jde zejména o trhy nemovitostí. Ve Spojených státech, ale i dalších vyspělých zemích, se díky neustálému zlevňování hypoték a marketingovému nátlaku do dluhů rozhodlo nebývalé množství lidí, že si postaví nebo koupí vlastní dům. Ceny nemovitostí prudce rostou, developerské a stavební firmy prosperují, stejně jako nemovitostní fondy (REIT).

V čem je problém této reflační hry? Veškerá výhodnost všech zmíněných obchodů stojí a padá s výší úrokových sazeb. Co se stane, až úrokové sazby vzrostou z 1% na 2, 3 nebo 5%. John Smith již nebude splácet 1000 dolarů měsíčně, ale klidně dvojnásobek. Z čeho bude splácet, zejména pokud nebude mít práci? Jeho dům bude prodán v dražbě a pokud tento jev nabude větších rozměrů, budou ceny nemovitostí klesat. To samozřejmě sníží velikost zajištění hypotečního úvěru, zatímco dluhy lidem zůstanou stejné. Toto je klasický scénář krachu na trhu nemovitostí. První náznaky již registrujeme nyní.

Následující graf je index Morgan Stanley, který sleduje ceny amerických nemovitostních fondů Real Estate Investment Trusts (REIT). Je zřetelné, jak se od zahájení kolapsu akciového trhu v roce 2000 investoři začali přesouvat do nemovitostí a index stabilně rostl. V roce 2003 již vidíme důsledky spekulativní mánie: index již nabírá exponenciální tempo růstu – klasický signál toho, že zdravý růst již přechází do spekulativní bubliny, podobně jako akcie od roku 1998. Od března letošního roku již začíná bublina splaskávat, když investoři likvidují své pozice v očekávání růstu úrokových sazeb. Pokles za posledních několik týdnů je velmi prudký, což je typické pro konec spekulativní mánie.

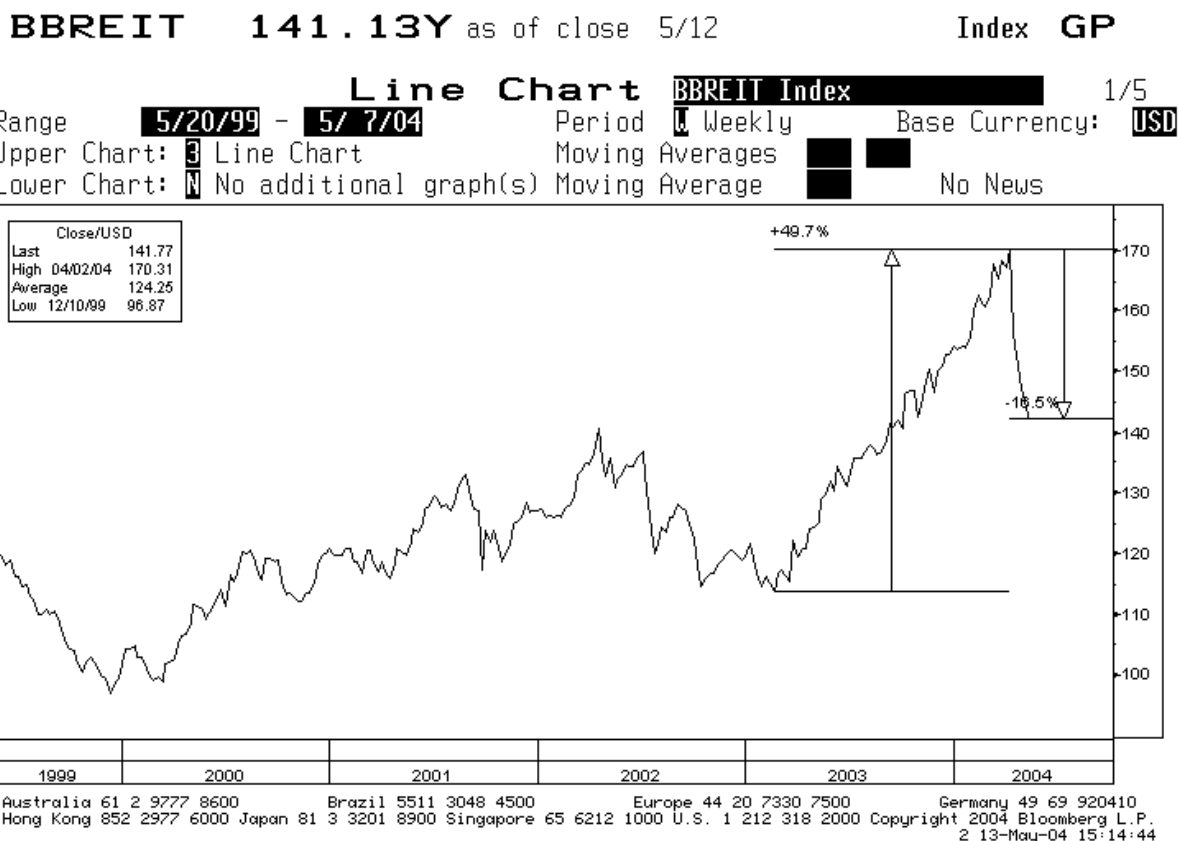


Zdroj: Bloomberg



Index REIT vyjadřuje cenu fondů, které vlastní nemovitosti a jejich hodnota je dána cenou nemovitostí a očekávanými příjmy z nájmu. Kurzy akcií nemovitostních fondů předbíhají vývoj cen nemovitostí samotných, proto se nelze divit, že ceny nemovitostí zatím pád cen nezaznamenaly a obyvatelé si plně vychutnávají triumf své skvělé investice do nemovitostí. Co se stane až ceny nemovitostí klesnou o 10 či 20%? Co se stane, když klesnou o 40%? Co to bude znamenat pro lidi, kteří si koupili na dluh svůj vysněný dům na začátku roku 2004?

Na následujícím grafu je podobný index kalkulovaný společností Bloomberg, který sleduje zhruba 150 největších amerických nemovitostních fondů (REIT). Jen v roce 2003 tento index vzrostl o zhruba 50%! A za posledních několik týdnů již ztratil 16%, tedy vymazal zhruba polovinu zisků z roku 2003.



Zdroj: Bloomberg

Pokud skutečně dojde k prudkému poklesu cen nemovitostí, klesne samozřejmě kupní síla obyvatel a s tím bude spojen pokles akciového trhu. Podobná spekulativní bublina jako na trhu nemovitostí je i na trhu dluhopisů, akcií i dalších trzích aktiv.

3.1.2 Měnová politika - úrokové sazby a peněžní nabídka

Jedním z rozhodujících faktorů, které ovlivňují ceny akcií ve střednědobém horizontu (měsíce, roky), je peněžní (měnová) politika centrální banky. Bylo to právě enormní zvýšení peněžní nabídky, které zachránilo akciový trh v roce 1987 před ještě větším kolapsem a ke stejnému „řešení“ sáhla americká centrální banka pokaždé, když se trhy dostaly do problémů. Asijská krize v 90. letech? Vrhne peníze do oběhu. Krach Long Term Capital Investments? Další peníze. Ruská krize v roce 1998? Vyřeší peníze. Kolaps akciového trhu v roce 2000? Drastické snížení úrokových sazeb z 6,5% na 1% a růst peněz v oběhu.

Nízké úroky a růst peněžní nabídky předbíhající tempo růstu HDP živí akciové trhy od roku 2002. Nyní nás čeká zvyšování úrokových sazeb a to bude mít přesně opačný efekt. Bližší informace o důvodech zvyšování úrokových sazeb jsou v analýze Kolaps cen dluhopisů před námi (možno zdarma stáhnout v PDF z www.colosseum.cz).

3.1.3 Fiskální politika – vládní výdaje a daňové škrty

Dalším silným motorem, který hnal akciové trhy vzhůru, byly daňové škrty, které zavedl prezident Bush. Snížení daní znamenalo pro obyvatele USA dárek v podobě dodatečných peněz k utrácení a kromě do ekonomiky se samozřejmě část prostředků přesunula i do akciového trhu. Tento efekt již vyprchal a s dalším snižováním daní se nepočítá.

Americký rozpočet se nyní potýká s obrovským deficitem a bude čelit problému jak tento deficit snížit. Pokud vláda přistoupí k nějakým úsporným opatřením (zřejmě po volbách v listopadu 2004), bude to znamenat pokles výdajů do ekonomiky a pokles akciového trhu. Akciové trhy v kurzech zohledňují vývoj ekonomiky zhruba s půlročním předstihem, proto co se stane na podzim, začínají kurzy vyjadřovat již nyní. Pokud má po volbách nastat útlum, budou akcie klesat nyní.

3.1.4 Psychologie trhu

Základním pravidlem při sledování psychologie obchodníků na trhu je: **dav se vždycky mylí**. Největší optimismus na trhu byl na začátku roku 2000 (historicky největší příliv peněz do akciových fondů) – přesně na vrcholu cen. Na přelomu let 2002 a 2003 „odborníci“ vykreslovali katastrofické scénáře na příští období zdůvodněné obavami z války v Iráku či bankrotů firem. Přesně v ten okamžik byly akcie na počátku růstového trendu, který trvá dodnes.

V současné době se opět vrátila na trh pozitivní psychologie. Na trhu dokonce začínají spekulace drobných investorů bujet do rozměrů větších, než v roce 2000, na vrcholu spekulativní bubliny. Je možné, že je vytvářena nová spekulativní bublina. Jinými slovy: **na trhu není strach, ale chamtivost. Je čas prodávat.**

Důkazy o extrémně optimistické náladě na trhu:

- ✚ V lednu 2004 byl zaregistrován 3. největší příliv prostředků do amerických podílových fondů. Jediné „lepší“ měsíce v historii byly leden 2000 (44,5 mld. USD) a únor 2000 (55,6 mld. USD). V březnu 2000 dosáhl trh historického maxima...
- ✚ V lednu 2004 poprvé v historii objem obchodů s drobnými akciemi (OTC bulletin board) obchodovanými mimo burzu překonaly objemy na burze NYSE. To je významným důkazem o optimismu a aktivitě drobných investorů, kteří s těmito okrajovými tituly obchodují.
- ✚ V posledních 6 měsících roku 2003 byly nové emise „junk“ dluhopisů vždy kompletně skoupeny a celá poptávka ani nebyla uspokojena. Junk dluhopisy emitují firmy se špatným kreditem. V dobách pesimismu je obtížné či nemožné je umístit, zatímco při optimismu po nich investoři skočí, protože nesou vyšší výnos než např. vládní dluhopisy.
- ✚ V lednu 2004 zaregistrovala opční burza CBOE nejnižší poměr put opcí k call opcím (desetidenní průměr) v historii. Malé nákupy put opcí a velké nákupy call opcí svědčí o tom, že investoři sázejí na růst a nebojí se poklesu. V technické analýze je tento ukazatel „contrary“, tj. je správné udělat opak než průměr – v tomto případě prodávat.
- ✚ V lednu 2004 ukázala statistika American Association of Individual Investors 25. týden v řadě, kdy drobní investoři byli z více jak 50% optimističtí.

- ✚ Studie důvěry v trh z Yale School of Management ukázala, že 95% soukromých investorů a 91,74% institucionálních investorů věří, že trh bude za rok výše.

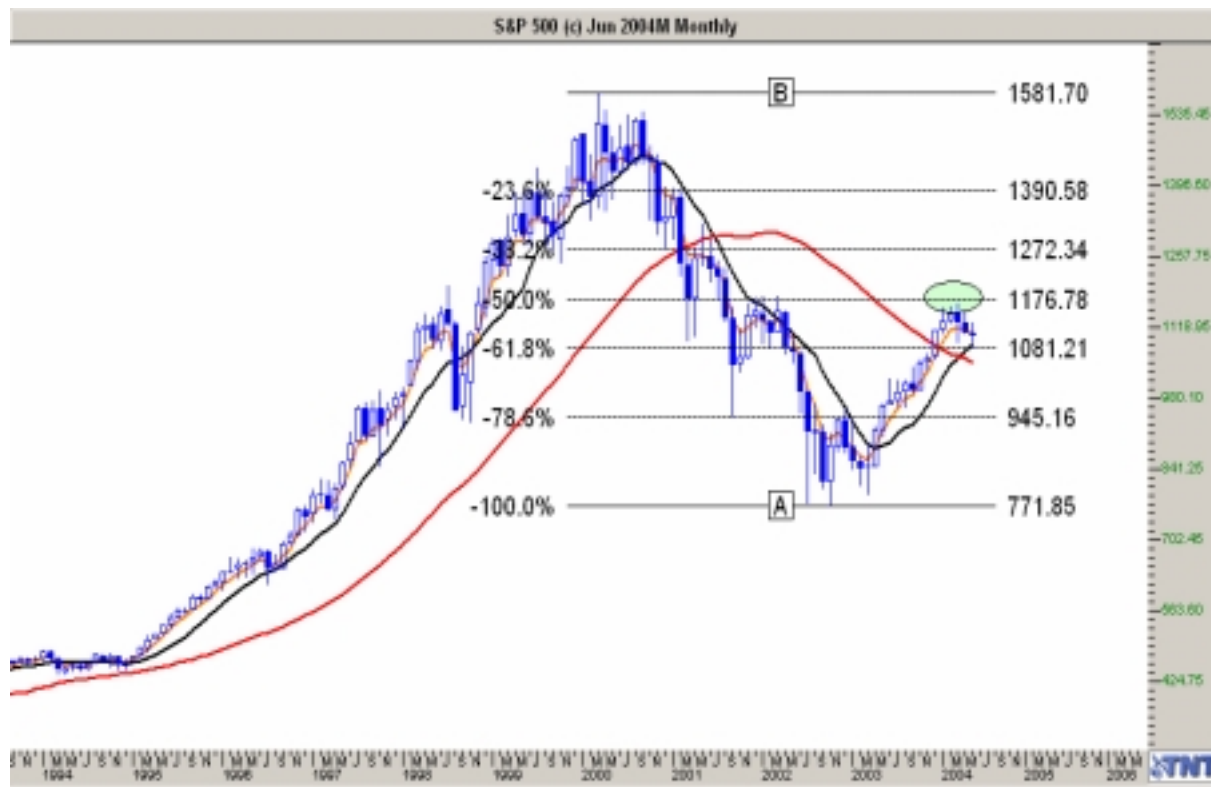
4 Krátkodobá analýza, načasování

Jak dlouhodobá, tak i střednědobá analýza signalizuje, že bychom v následujících měsících a letech měli být velkého poklesu amerického akciového trhu. Proč však prodávat právě nyní? Otázka načasování je při obchodování neméně důležitá než analýza samotná. I dobrá idea může skončit ztrátou, pokud obchod otevřeme předčasně nebo nemusí zachytit značnou část ziskového potenciálu, pokud budeme reagovat příliš pozdě.

Pro načasování použijeme technickou analýzu v klasickém pojetí, analýzu cyklů a krátkodobou psychologii trhu, která lze vysledovat z toho, jak trh reaguje na nově zveřejňované informace.

4.1 Technická analýza

Technická analýza je základním nástrojem pro načasování obchodu. A právě analýza grafů nám naznačuje, že růstový trend akcií je v posledním tažení a dochází k obratu. Z pohledu technické analýzy nesmíme zapomenout na fakt, že růst od roku 2002 dodnes v případě indexu S&P 500 vymazal pouze 50% poklesu od roku 2000. Pohybujeme se tedy stále v dlouhodobém **sestupném** trendu, který byl zahájen v březnu 2000. Růst od roku 2002 je pouhou korekcí předchozího poklesu a dlouhodobý vzestupný trend z 90. let nebyl obnoven. Toto je patrné z měsíčního grafu, kde kurz zřetelně zastavil svůj růst u úrovni 1176, což je velmi silná resistance tvořená úrovní 50% retracementu. Nutno podotknout, že na dlouhodobém měsíčním grafu bude nutný další pokles k definitivnímu potvrzení obratu trendu námi používanými dlouhodobými indikátory.



Tento a následující grafy zdroj: Track N Trade

Střednědobým pohledem na trh je týdenní graf – další obrázek. Zde již klouzavé průměry potvrdily střednědobý obrat trendu a je možné čekat pokles kurzu na úrovně 1023 až 978 bodů, což jsou supporty tvořené fibonacciho úrovněmi korekce.



Ve větším detailu můžeme sledovat trh na denním grafu. Zde je patrné prolomení střednědobého 40 denního klouzavého průměru a změna jeho sklonu na sestupný. Střednědobý trend je nyní sestupný.



Z pohledu eliottových vln je nyní trh v kritické fázi. Pokud se naše analýza vyplní, je správné značení „1“, „2“ a dále pokles na „3“, což je v případě 161% délky vlny „1“ úroveň 1025 bodů, která je obdobná s 38% retracementem růstu 2003 – 2004 a zde bude určitě velmi silný support.

Na grafu je vyznačeno i alternativní počítání vln pro případ, že jsme pouze v korekci. Pokud by vlna „c“ byla obvyklých 100% vlny „a“, jsme právě na konci korekce a je nejlepší okamžik k nákupu! My však očekáváme prolomení 200 denního klouzavého průměru a další pokles.

Prolomení 200 denního klouzavého průměru bude důležitým technickým potvrzením obratu dlouhodobého trendu. 200 denní klouzavý průměr (průměr cen za posledních 200 dnů) je jedním ze základních indikátorů, které sledují techničtí analytici. Pokud se ceny pohybují nad tímto průměrem, je trh v růstovém trendu. Pokud cena uzavře pod tímto průměrem, mění se trend na sestupný. V případě technologického indexu NASDAQ již došlo k prolomení tohoto průměru a změna trendu je potvrzena. V případě indexu S&P 500 je kurz velmi blízko tohoto průměru. Prolomení průměru směrem dolů je pouze otázkou poklesu indexu v několika dalších dnech...

4.2 Cykly

Cykly hrají ve vývoji akciových i jiných kurzů větší význam, než si většina obchodníků uvědomuje. Byla to právě cyklická analýza, která nám pomohla odhadnout vrchol růstového trendu dluhopisů v březnu tohoto roku s přesností na několik dnů, mnohem dříve, než je možné zachytit jinými technickými indikátory.

Jedním z mocných nástrojů cyklické analýzy je sledování výročí významných obrátů na trhu v historii. A právě v březnu tohoto roku uplynuly přesně 4 roky od absolutního vrcholu cen amerických akcií. V této době utvořily všechny hlavní americké akciové indexy vrchol, který nebyl doposud překonán. Je vysoká pravděpodobnost, že právě čtvrté výročí největšího vrcholu akcií všech dob zabrzdlilo růstový trend akcií a došlo k vytvoření dalšího významného vrcholu, který nebude dlouho překonán.

4.3 Sezónní vlivy

Staré známé pravidlo akciových obchodníků zní: „prodej v květnu a běž pryč“ („Sell in May and go away“). Vystihuje tak sezónní chování trhu, kdy v některých obdobích roku mají akcie větší tendenci růst a jindy opět klesat. Květen je jedním z nejvíce negativních měsíců pro ceny akcií.

4.4 Psychologie trhu, reakce na zprávy

I když zisky firem překonávají očekávání, akcie již nerostou. V posledních dnech a týdnech jsme svědky pozitivních ohlášení společností o růstu zisků. Na takové zprávy reaguje trh zpravidla růstem. Co se ale děje nyní? Akcie spíše stagnují. To znamená, že všechny pozitivní známé i očekávané informace jsou v současných vysokých kurzech zahrnuté a není již dostatek silných nakupujících.

Je to opačné než na podzim 2002. Tehdy agentury chrlily jednu horší zprávu za druhou, ale akcie již neklesaly. Naopak začaly růst. V té době trh dosáhl minima.

Na poslední velmi pozitivní statistiku z trhu práce, která podruhé v řadě ukázala růst pracovních míst přes 200 tisíc, trh zareagoval zpočátku růstem, ale poté se obchodování obrátilo v masivní výprodej. Investoři se již více obávají růstu úrokových sazeb.

5 Taktika

I když dojde k poklesu celkového akciového trhu, některé akcie budou slabší a budou vést medvědí trend a některé naopak zůstanou silné a mohou dokonce vzrůst. Proto je kromě načasování vstupu velmi důležitá i volba investičního nástroje, kterým budeme na poklesu participovat.

Velmi slabé mohou být banky, REIT, homebuiding, cyklická odvětví, zřejmě i technologie, kde je stále v dlouhých pozicích mnoho retailových hráčů. Silné mohou být naopak zlaté akcie nebo energetický sektor, popř. anticyklická odvětví.

Důležitá bude i volba instrumentu, resp. obchodní strategie. Z instrumentů se nabízí například short prodej akcií, nákup put opcí popř. syntetický short futures (nákup put + prodej call), popř. prodej futures kontraktů, prodej futures se zajištěním koupenými call opcemi nebo využitím CFDs.

Volbu konkrétních instrumentů, obchodních strategií, sektorů a načasování obchodů konzultujte se svým Account Executive společnosti Colosseum.

6 Argumenty proti

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

Zatímco v případě trhu s dluhopisy v předchozí analýze jsme byli značně na pochybách a existovaly vcelku racionální a možné důvody, proč k pádu dluhopisů nemusí dojít, v případě akciových trhů se nám argumenty pro růst hledají obtížněji.

Další růst akciového trhu si lze představit v případě, že by se podařilo udržet inflační tlaky pod kontrolou a úrokové sazby by nemusely strmě vzrůst a zároveň by centrální banka dokázala velmi šikovně balancovat na hranici přiměřeného růstu peněžní nabídky, která by na jedné straně nepodporovala inflaci a na straně druhé by nepůsobila deflačně. Toto bude velmi obtížné a Fed by musel mít hodně štěstí v podobě příznivých externích faktorů z globální ekonomiky, aby se mu podařilo trh udržet v růstu.

Alan Greenspan bezpochyby ví, v jaké fázi dlouhodobého ekonomického cyklu se americká ekonomika nachází. V jednom z dávných rozhovorů údajně prohlásil, že by chtěl být šéfem centrální banky v době, kdy se ekonomika dostává do fáze zimy. Chybou podle něj bylo, že nikdy v historii centrální banky nenapumpovaly do ekonomiky tolik peněz, aby se deflační tlaky poslední fáze ekonomického cyklu dokázaly potlačit a ekonomika by zimu přečkala.

Všechny kroky Greenspana v posledních letech naznačují, že se skutečně snaží potlačit zimu. Problém tohoto experimentu však je, že zima má v ekonomickém cyklu svůj nezastupitelný význam, stejně jako v přírodě. Pokud bude Fed udržovat úrokové sazby nízko a růst peněžní nabídky na vysoké úrovni, nedojde k přečkání zimy, ale pouze k umělému prodloužení podzimu a spekulativní bubliny se pouze rozrostou do ještě větších rozměrů. Následný pád bude ještě mnohem hrozivější, než by byl bez těchto manipulací.

Následné dění tedy do velké míry závisí na tom, jak se zachová centrální banka. Pokud by se nesnažila o odstranění dluhů inflací, pak by skutečně nastala deprese podobná velké hospodářské krizi z 30. let. Tento scénář je však málo pravděpodobný, protože měna není vázána na něco hmotného (zlato) a státním úředníkům nic nebrání emitovat neomezené množství peněz. Pravděpodobnější scénář je tedy inflační s přechodem do stagflace, popř. následné krize.

Oba uvedené scénáře však znamenají v konečném důsledku pokles akcií. V deflačním scénáři je to zřejmé, při inflačním vývoji firmy nebudou schopny kvůli slabé síle zvyšovat ceny (pricing power) a marže tak budou klesat.

Snad jediným řešením této bezvýhodné situace pro USA je velmi příznivý vývoj v ostatním světě, zejména v Asii. Je možné se domnívat, že po více jak desetiletém hospodářském útlumu Japonska se země vycházejícího slunce dostává do fáze jara a to by mohlo přinést ekonomický růst v celém regionu. Pokud bude pokračovat silný ekonomický růst také v Číně a Indii, poptávka z tohoto regionu se může přelévat do Spojených států a americké firmy z toho budou profitovat. Otázkou je, zda vývoj v Asii stojí na pevných nohách – to ukáže čas.

Další potenciální příčinou zabránění poklesu akcií mohou být intervence vlády nebo centrální banky na akciovém trhu. Některé zdroje uvádějí (např. www.fullermoney.com), že v posledních dnech zřejmě k intervenci došlo. Motivace tu je: na cenách amerických akcií stojí a padá ekonomika – úspory obyvatel a zdroje penzijních fondů jsou z velké míry investovány do akciového trhu. Také penzijní fondy velkých amerických korporací jsou závislé na růstu akciového trhu a existují studie, které ukazují, jak ovlivňuje vývoj akciového trhu přímo zisky korporací mnohem větší měrou, než se obecně usuzuje. Někteří analytici pojmenovali jednu z předních amerických automobilek „penzijní fond s přidruženou výrobou automobilů“. Tak velké zisky či ztráty z trhu jsou v porovnání se zisky a ztrátami z regulérního podnikání. Rovněž banky drží velká akciová portfolia a růst akcií přispívá k jejich zisku mnohem větší měrou, než tomu bylo dříve. Akciový trh musí vydržet vysoko, jinak budou následky nedožité.

7 Závěr

Pokud se tato analýza vyplní, čeká nás v příštích několika letech ekonomická a finanční situace, kterou většina z nás nepamatuje a která se naposledy vyskytla před 75 lety. Je proto zřejmé, že naprostá většina lidí bude velmi překvapena a zcela nepřipravena. Připravení mohou ze vzniklé situace profitovat nebo alespoň zabránit poklesu svých majetků.

Vhodnými investicemi bude hotovost, zlato nebo akcie zlatých společností. Pokles zaznamenají akcie, dluhopisy, nemovitosti i další aktiva.

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.

© 2004 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