

# T-Notes short

## Prodej 10letých vládních dluhopisů

Boris Tomčiak, analytik  
[tomciak@colosseum.cz](mailto:tomciak@colosseum.cz)  
30.10.2008



## Shrnutí

Spojené státy americké v říjnu zachvátila největší finanční krize od třicátých let minulého století. Banky, spořitelní ústavy i pojišťovny byly v minulých letech neopatrné a podcenily riziko propadu nemovitostního trhu. Teď za své chyby platí miliardovými ztrátami. Neplatí však jen ony samy. Vláda USA přišla se záchranným plánem ve výši 700 miliard dolarů, jehož hlavním cílem je oživit bankovní sektor. Státní kasa však tyto prostředky nemá a bude si muset vzít další úvěry. Celkový národní dluh USA již dosáhl magické hranice 10 000 miliard USD a je téměř jisté, že nadále poroste. Se zvyšováním zadlužení stoupá i riziko platební neschopnosti. Investoři proto začínají požadovat vyšší míru výnosnosti, což není pro ceny dluhopisů pozitivní. Záchranné prostředky taktéž tlačí na zvýšení zásoby peněz v oběhu, což by podporovalo inflaci. Oba faktory jsou velmi nepříznivé pro cenu vládních dluhopisů. Podle naší fundamentální analýzy předpokládáme v časovém horizontu 3 až 6 měsíců pokles ceny 10letých amerických vládních dluhopisů ze současné úrovně 114 bodů na 110 bodů.

Graf č. 1: Dlouhodobý vývoj 10letých T-Notes, zdroj: CSI

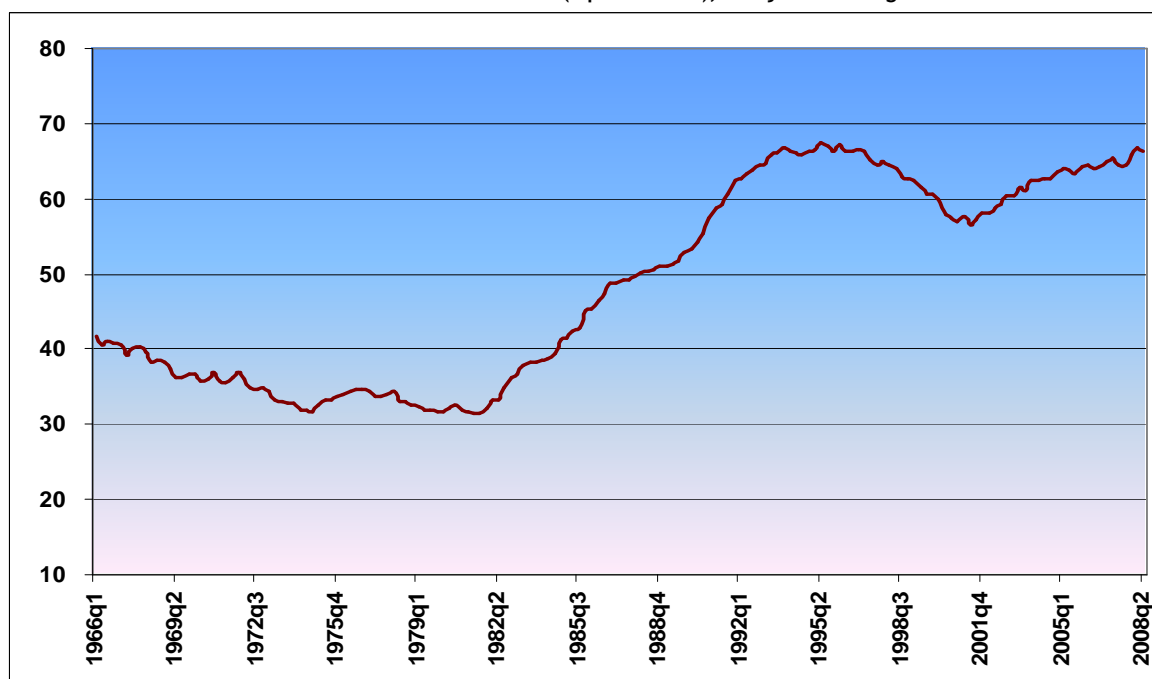


## Důvody pro prodej vládních dluhopisů:

### 1. Záchranný plán Spojených států

Americký finanční sektor není schopen si sám pomoci. Nejhuře postižené jsou největší instituce, které v minulých letech tvrdohlavě budovaly pozice v rizikových hypotékách a jiných „toxických“ aktivech. Bear Stearns, Fannie Mae, Freddie Mac, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Washington Mutual nebo AIG již poznaly, kde udělaly chybu, čas však zpátky nevrátí. Vláda USA ví, že zdravý finanční sektor je základem úspěchu národní ekonomiky. Ministerstvo financí představilo záchranný plán v objemu 700 miliard USD (přibližně 5 procent ročního HDP Spojených států). Američtí zákonodárci jej na druhý pokus schválili. O prostředky se ucházejí banky, pojišťovny i institucionální investoři. Nalítí tak velké sumy do systému bude mít několik vážných důsledků. Jedním z nich je **výrazné zvýšení rozpočtového deficitu a vládního dluhu**. Ve fiskálním roce 2008 (skončil v září) byl deficit státního rozpočtu 455 miliard USD, což výrazně překonalo odhady rozpočtového výboru Kongresu na úrovni 407 miliard. Minulý rok hospodařily USA s deficitem 162 miliard USD. Deficit se musí pokrýt emisí dluhopisů. Celkový veřejný dluh Spojených států (po započtení mezivládních výpůjček) dosahoval podle posledních údajů z konce června výši 9 500 miliard USD (67 procent HDP). Překonání hranice 10 000 se však očekává. Poměr dluhu vůči HDP vzroste nad 70 procentní hranici, což bude poprvé od roku 1954, kdy se svět i USA ještě léčily z druhé světové války. Zadlužování snižuje finanční stabilitu země. Investoři proto požadují vyšší výnosnost dluhopisů, což zráží ceny.

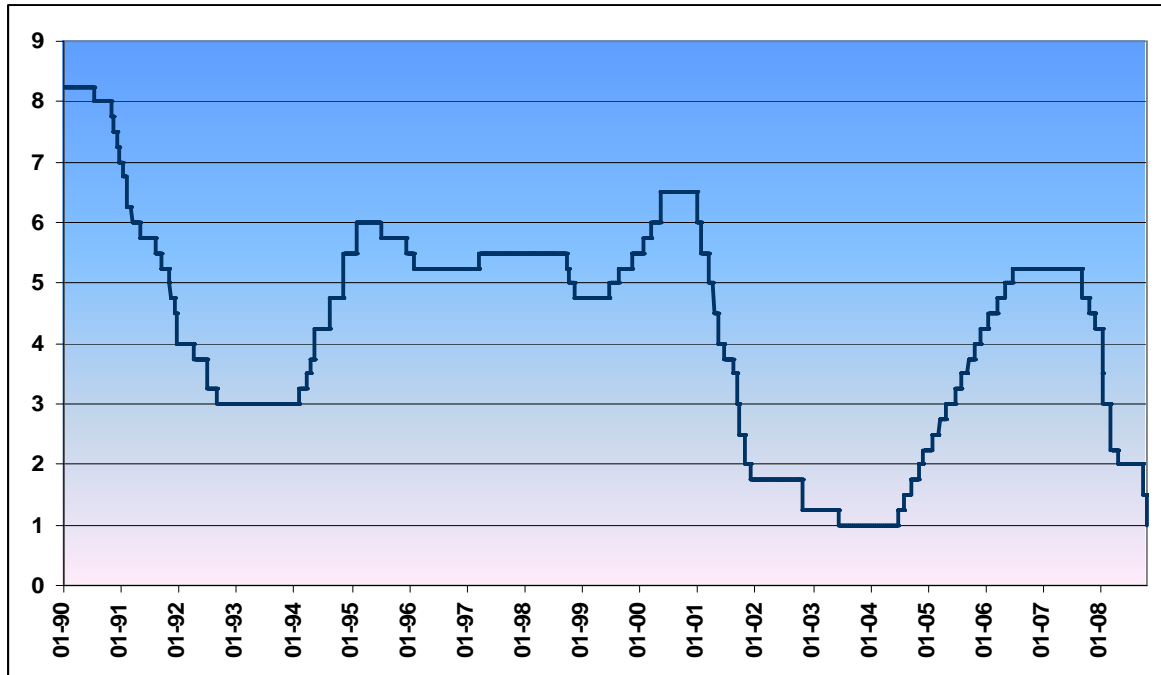
Graf č. 2: Poměr celkového vládního dluhu k HDP v USA (v procentech), zdroj: Bloomberg



### 2. Riziko inflace

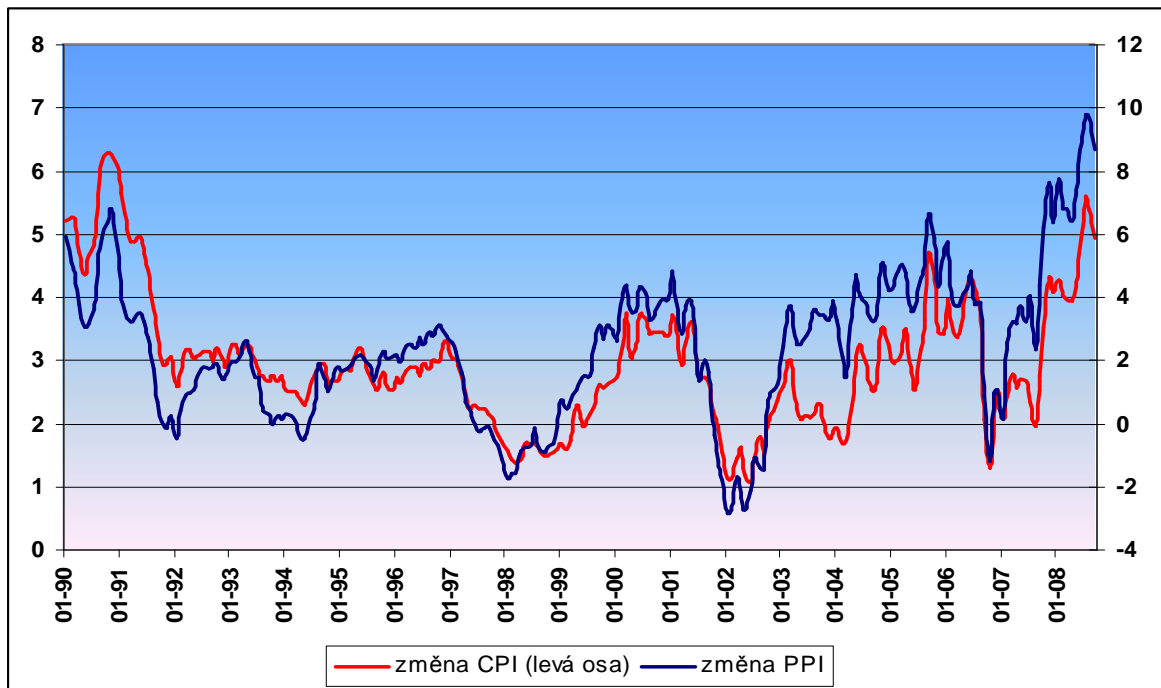
Centrální banka USA již několik měsíců nalévá do systému stovky miliard dolarů. Cílem je dodat finančním institucím dostatečnou likviditu, jelikož mezibankovní trh byl v poslední době úplně paralyzovaný. V nejhorších říjnových dnech se centrální banky staly výhradním dodavatelem finančních prostředků na mezibankovním trhu. FED taktéž snížil cíl pro hlavní úrokové sazby na 1%, což je nejnižší hodnota od konce roku 2003. Od léta 2007 byly sazby sníženy o 4,25 procentuálního bodu. Guvernér FEDu Ben Bernanke neodmítl možnost dalšího snižování na příštích zasedáních.

Graf č. 3: Cílové sazby FED Funds (v procentech), zdroj: Federal Reserve



Otázkou zůstává, jak se tato extrémně expanzivní monetární politika projeví na zásobě peněz v ekonomice a na inflaci. Index spotřebitelských cen v září vzrostl v zemi o 4,9 procenta, index cen producentů (dokončené výrobky) se zvýšil o téměř 9 procent. Obě hodnoty jsou při historickém ohlédnutí pořád extrémně vysoké. Důležitá bude délka monetární expanze. Jestliže FED nestáhne nadbytečnou likviditu ihned po stabilizaci trhů, můžeme očekávat velmi silné inflační tlaky. Dluhopisům se inflační prostředí nelíbí, protože je požadována vyšší nominální výnosová míra.

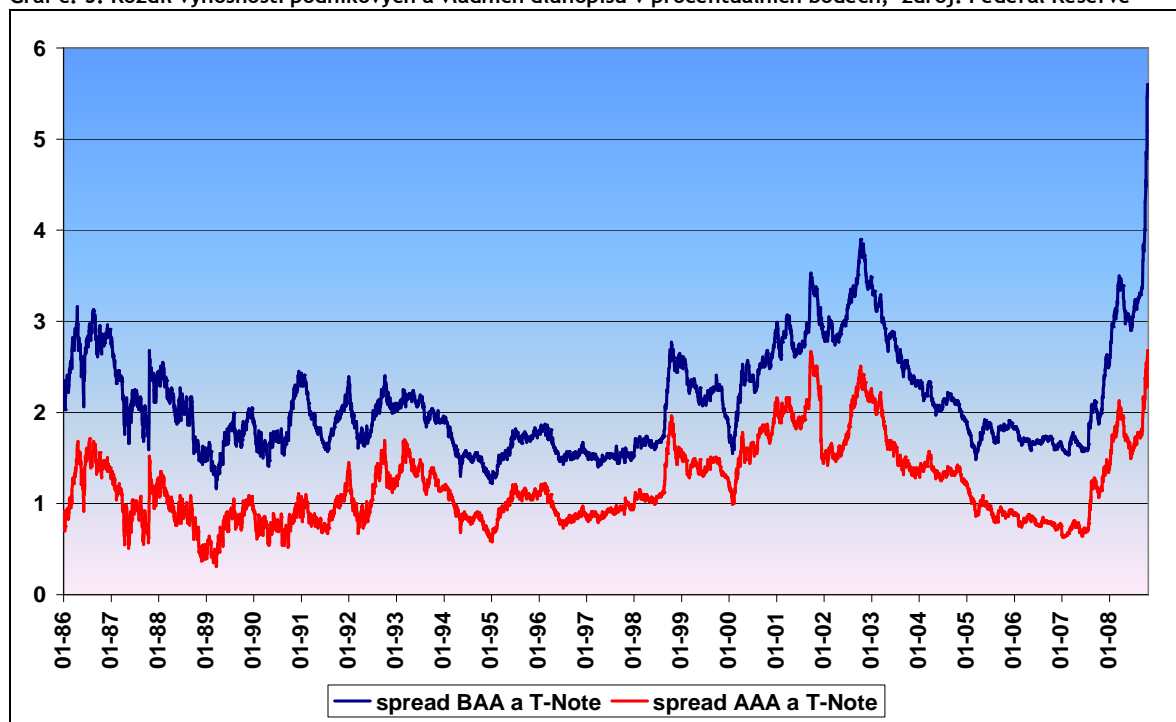
Graf č. 4: Meziroční změna CPI a PPI v USA (v procentech), zdroj: Bloomberg



### 3. Státní dluhopisy jsou drahé vůči podnikovým dluhopisům

Ekonomický výhled se zhoršil, což není pro podniky příznivá zpráva. V uplynulých letech společnosti s radostí využívaly relativně levný cizí kapitál a zvýšily svoji finanční páku. Úrokové míry pro soukromý sektor však navzdory výraznému snižování hlavních úrokových sazeb šly nahoru. Taktéž se zhoršil přístup k úvěrům. Banky v úvěrových smlouvách zpřísnily podmínky a jsou méně tolerantní vůči neplatičům. Zdroje na peněžním a kapitálovém trhu taktéž vyschly. Trh komerčních papírů se v říjnu snížil o 366 miliard USD na 1450 miliard. Na svém vrcholu v srpnu 2007 byla jeho velikost 2200 miliard USD. Potom, co i ikony amerického průmyslu jako například General Electric, nedokázaly umístit mezi investory krátkodobé dluhopisy, musela centrální banka představit Commercial Paper Funding Facility. V něm bude od velkých firem (např. GE, Morgan Stanley, American Express) odkupovat 90 denní komerční papíry. Kde ale FED vezme peníze nejenom na tento program, ale i na záchranu bank? Dostane je od americké vlády, která vydá vlastní dluhopisy. Vládní dluhopisy mají mnohem vyšší bonitu, proto investoři požadují nižší výnosnost. V případě, že centrální banka nebo vláda odkupuje dluh soukromého sektoru, dochází ke zhoršování kvality státních dluhopisů. Z toho vyplývá, že rozdíl výnosnosti mezi vládními a korporátními dluhopisy by se měl snižovat, což se zatím neděje. Spread mezi výnosností podnikových dluhopisů s ratingem AAA a 10letými americkými vládními dluhopisy dosahuje téměř tři procentní body, což je nejvýše od roku 2001. Ještě větší rozdíl zaznamenáváme mezi výnosností podnikových dluhopisů s ratingem BAA a 10letými vládními dluhopisy. Ten se na konci října pohyboval na úrovni 5,5 procentuálního bodu, což je extrémně vysoká hodnota.

Graf č. 5: Rozdíl výnosnosti podnikových a vládních dluhopisů v procentuálních bodech, zdroj: Federal Reserve



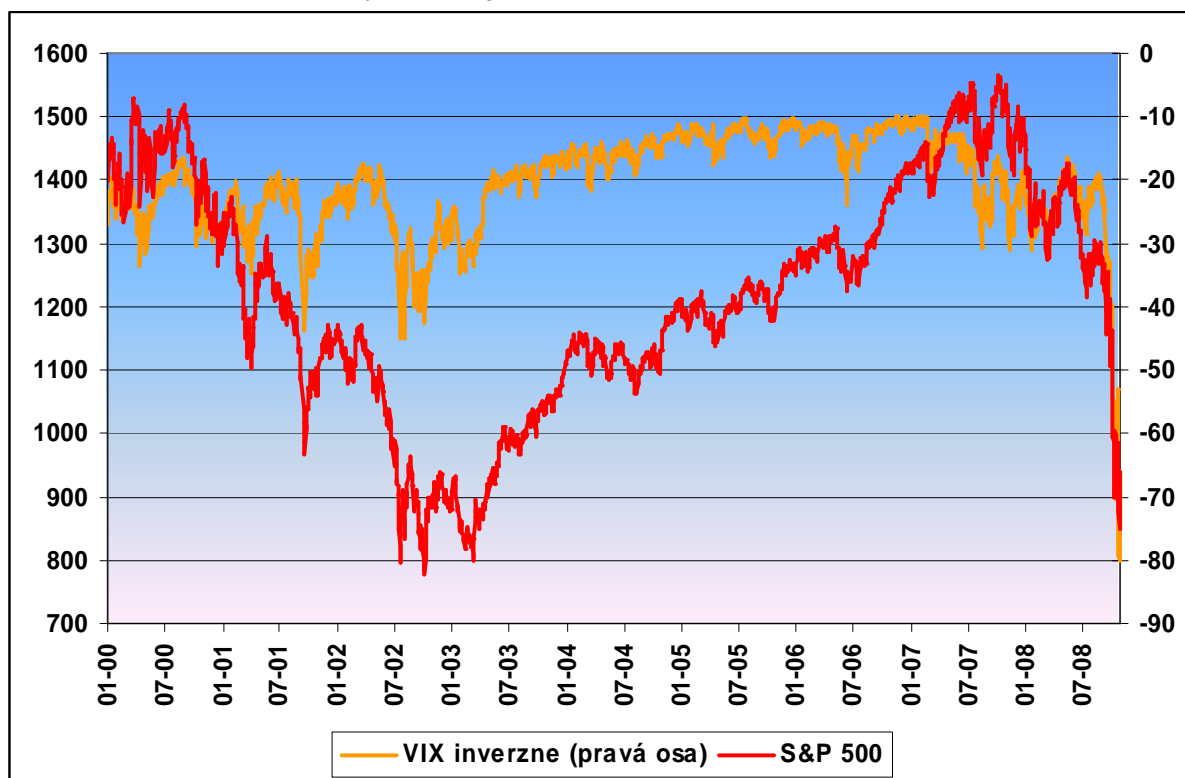
S trochou nadsázky můžeme říct, že vláda USA (taktéž vlády Západní Evropy) se stává významným investorem na finančním trhu, který své investice financuje emisí vlastních dluhopisů. V případě obratu trhu může státní kasa Spojených států vydělat, naopak v případě dalšího prohloubení krize by „korporátní balvan“ táhl státní rozpočet do temnoty. V nejbližších měsících očekáváme normalizaci spreadů. Na jedné straně by měla klesat požadovaná výnosnost podnikových dluhopisů, na druhé straně by měla stoupat požadovaná výnosnost vládních obligací. V podnikových dluhopisech je zkrátka nyní daleko větší hodnota než ve státních, přitom státní záruky za řadu firem výrazně snižují rizikovost některých společností a jejich dluhů. Řada investorů nyní proto dává přednost jiným dluhopisům než státním.

#### 4. Očekávané snížení strachu na akciových trzích

Investoři se v posledních měsících zbavovali akcií. Silnou ránu dostaly především finanční společnosti. Výprodeje vždy zasévají semínko paniky, která se nekontrolovatelně šíří trhem. V neklidném období jsou investiční prostředky přesměrovány do bezpečných přístavů (dluhopisy nebo drahé kovy), což podporuje růst jejich cen. Strach a paniku na trhu velmi dobře dokumentuje index volatility VIX, který se počítá z cen opcí na Chicago Board Options Exchange. Jeho hodnota při prudkých výprodejích výrazně stoupá. Koncem října atakoval VIX hladinu 80 bodů, což je nejvíce od počátku výpočtu tohoto indexu a téměř 4 násobně vyšší hodnota než je průměr od roku 1990. Akciový index S&P 500 mezitím propadl na úroveň 900 bodů, což je nejnižší hodnota od roku 2003.

Hlavním cílem záchranného plánu je upokojit investory a snížit kolísání akciových trhů. Domníváme se, že vláda svým zásahem přinese alespoň krátkodobý klid. V něm se prostředky opět přesunou z dluhopisů do rizikovějších akcií a alternativních aktiv.

Graf č. 6: S&P 500 a index VIX, zdroj: Bloomberg



#### 5. Zahraniční kupci budou mít méně peněz na nákup amerických dluhopisů

V uplynulých mnoha letech funguje světový finanční systém tak, že Spojené státy dovážejí mnohem více než vyvázejí a mají deficit obchodní bilance. Naopak země, které do USA vyvázejí například ropu nebo spotřební zboží mají velké přebytky. Tyto peníze pak investují a velká část z nich končí v trhu amerických dluhopisů a to ze dvou hlavních důvodů. Zaprvé Spojené státy a americký dolar jsou historicky považovány za bezpečného dlužníka (i když v poslední době o tomto tvrzení stále více investorů pochybuje). Zadruhé, tak velké objemy peněz není téměř možné ukládat jinam než do amerických státních dluhopisů. Tento koloběh spolehlivě funguje, nicméně nyní se kvůli velkému propadu cen ropy a útlumu exportu přebytky výrazně zmenšují. Proto lze čekat i velký pokles nákupů státních dluhopisů a to v nejméně vhodné době.

## **Možná rizika:**

1. Pokud by podpůrný vládní balíček nedokázal zastavit bankroty finančních institucí a firem a krize by pokračovala, mohla by se poptávka po bezpečných vládních dluhopisech zvýšit.
2. Ekonomický vývoj USA zpomalil. Spotřebitelé utrácejí méně a začínají spořit. Tento vývoj má protiinflační následky. Nízký růst cen by byl pro centrální bankou argumentem ve prospěch dalšího snížení sazeb, což podporuje cenu dluhopisů. Připomínáme však, že hlavní úrokové sazby již jsou na 1 procentu, takže prostor pro další pokles sazeb je značně omezený.

## **Závěr:**

Factory, které by v časovém horizontu 3 až 6 měsíců mohly způsobit pokles hodnoty 10letých amerických vládních dluhopisů:

1. Záchraný plán Spojených států je velkou zátěží pro státní rozpočet. Výrazné zvýšení rozpočtového deficitu a zadlužení veřejného sektoru není prospěšné pro cenu státních dluhopisů.
2. Riziko inflace je stále přítomné. Nebezpečná je velmi expanzivní monetární politika. Nadbytek peněz v ekonomice může krátkodobě pomoci uhasit oheň, dlouhodobě by však tlačil na růst cen.
3. Americké vládní dluhopisy jsou vůči jiným aktivům (akcie nebo podnikové obligace) relativně drahé, což nám dokumentuje rozdíl požadované výnosnosti korporátních a státních obligací.
4. Akciové trhy byly v září a říjnu v panické náladě. Akcie však již poklesly na úroveň, které jsou zajímavé pro dlouhodobé investory. Taktéž vládní záchraný balíček by měl na trhy dodat potřebnou jistotu.
5. Pokles ceny ropy a ekonomického růstu snižuje přebytky zemí, které dlouhodobě financují americký dluh. Pokles nákupů dluhopisů může vést k jejich pádu.

## **Specifikace kontraktu**

- Futures kontrakt na 10letý T-Note na burze CBOT (Chicago)
- Měsíc dodání prosinec 2008 (příp. další měsíce při dlouhodobé investici)
- Objem kontraktu: dluhopis o nominálu 100 000 USD
- Kurz v USD za 1 bod
- 1 bod = 1000 USD (pohyb o 1 bod znamená zisk/ztrátu 1000 USD na kontrakt)
- Margin 3730 USD/ kontrakt

## UPOZORNĚNÍ

TATO ZPRÁVA JE POUZE INFORMATIVNÍ A NENÍ MYŠLENA JAKO NÁVRH NEBO NABÍDKA KE KOUPI ČI PRODEJI JAKÉKOLIV KOMODITY, FUTURES KONTRAKTU, OPCE NEBO JINÉHO INVESTIČNÍHO NÁSTROJE. AČKOLIV FAKTA A INFORMACE ZDE OBSAŽENÉ JSOU ZÍSKÁNY ZE ZDROJŮ, KTERÉ COLOSSEUM, A.S. („SPOLEČNOST“) POVAŽUJE ZA VĚROHODNÉ, NEZARUČUJEME JEJICH PŘESNOST A SPOLEHLIVOST S TÍM, ŽE JAKÁKOLIV INFORMACE MŮŽE BÝT NEÚPLNÁ NEBO ZKRÁCENÁ. SPOLEČNOST NEODPOVÍDÁ ZA TYPOGRAFICKÉ CHYBY V TĚTO ZPRÁVĚ. VEŠKERÉ NÁZORY A ODHADY V TĚTO ZPRÁVĚ VYJADŘUJÍ NÁZOR SPOLEČNOSTI K DATU TĚTO ZPRÁVY A VYHRAZUJE SI PRÁVO NA JEJICH ZMĚNU BEZ PŘEDCHOZÍHO UPOZORNĚNÍ.

SPOLEČNOST, JEJÍ POBOČKY, PŘEDSTAVITELÉ A/NEBO ZAMĚSTNANCI MOHOU, ALE NEMUSÍ KDYKOLIV DRŽET KRÁTKÉ A/NEBO DLOUHÉ POZICE V JAKÉKOLIV KOMODITĚ, FUTURES KONTRAKTU, OPCÍ NEBO JINÉM INVESTIČNÍM NÁSTROJI ZMIŇOVANÉM V TĚTO ZPRÁVĚ. PŘÍKAZY UVEDENÉ V TOMTO DOKUMENTU MOHOU BÝT POUZE ILUSTRATIVNÍ A SPOLEČNOST JE MŮŽE, ALE NEMUSÍ PROVÁDĚT NA TRHU. VEŠKERÉ NÁZORY V TĚTO ZPRÁVĚ JSOU NÁZORY ANALYTICKÉHO ODDĚLENÍ SPOLEČNOSTI. JEDNOTLIVÍ OBCHODNÍCI NEBO JINÉ FIREMNÍ PUBLIKACE MOHOU VYJADŘOVAT ROZDÍLNÝ NEBO PROTICHŮDNÝ NÁZOR. NÁZORY V TĚTO 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, TERMÍNOVÉHO KONTRAKTU NEBO JINÉHO INVESTIČNÍHO NÁSTROJE. SKUTEČNOSTI, KTERÉ V BUDOUCNU NASTANOU, SE MOHOU OD INFORMACÍ UVEDENÝCH V TĚTO ZPRÁVĚ VÝZNAMNĚ LIŠIT A MOHOU TAK VÝZNAMNĚ OVLIVNIT ANALÝZU OBSAŽENOU V TĚTO ZPRÁVĚ, PŘIČEMŽ INTERVAL BUDOUCÍCH ZMĚN NENÍ MOŽNÉ PŘEDEM STANOVIT.

INVESTIČNÍ STRATEGIE POPISOVANÉ V TĚTO 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 PŮVODNÍ INVESTICE, MĚLI BYSTE SE TAKOVÝCH OBCHODŮ ZDRŽET. VÝSLEDKY INVESTIC MINULÉHO OBDOBÍ NEJSOU ZÁRUKOU VÝNOSŮ BUDOUCÍCH.

ANALÝZA OBSAŽENÁ V TĚTO ZPRÁVĚ JE POUZE UKÁZKOVÁ A MOHOU, ALE NEMUSÍ BÝT NA JEJÍM ZÁKLADĚ PROVÁDĚNY OBCHODY V RÁMCI SLUŽBY ASISTENT. V ŽÁDNÉM PŘÍPADĚ SE NEJEDNÁ O KOMPLETNÍ PŘEHLED VŠECH OBCHODŮ, KTERÉ PROBÍHAJÍ V RÁMCI SLUŽBY ASISTENT. VYUŽIJETE-LI INVESTIČNÍCH DOPORUČENÍ SPOLEČNOSTI, ČINÍTE TAK VÝHRADNĚ NA ZÁKLADĚ VLASTNÍHO ROZHODNUTÍ. INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ POSKYTNUTÉ SPOLEČNOSTÍ SE V BUDOUCNU MŮŽE UKÁZAT JAKO NESPRÁVNÉ, INVESTICE UČINĚNÉ NA JEHO ZÁKLADĚ MOHOU BÝT ZTRÁTOVÉ. SPOLEČNOST MŮŽE V ZÁVISLOSTI NA DALŠÍM VÝVOJI KDYKOLIV SVÉ DOPORUČENÍ V BUDOUCNU ODVOLAT NEBO ZMĚNIT, A TO I NA OPAČNÉ. SPOLEČNOST VÁM POSKYTUJE POUZE INVESTIČNÍ DOPORUČENÍ, SAMOTNÁ INVESTIČNÍ ROZHODNUTÍ JSOU VŽDY NA VÁS A NESETE ZA NĚ PLNOU ODPOVĚDNOST. POPLATKY SOUVISEJÍCÍ S OBCHODOVÁNÍM NEGATIVNÍM ZPŮSOBEM OVLIVŇUJÍ VÝSLEDEK INVESTOVÁNÍ. POPLATKY JSOU UPLATŇOVÁNY, I KDYŽ JE VÝSLEDKEM OBCHODU ZTRÁTA.

NA TUTO ZPRÁVU SE VZTAHUJE VYHLÁŠKA Č. 114/2006 SB., O POCTIVÉ PREZENTACI INVESTIČNÍCH DOPORUČENÍ. V TĚTO ZPRÁVĚ JE UVEDENA OSOBA, KTERÁ PRO SPOLEČNOST TUTO ZPRÁVU VYTVOŘILA NEBO PŘIPRAVILA. SPRÁVNÍM ÚŘADEM, KTERÝ NAD SPOLEČNOSTÍ VYKONÁVÁ DOZOR, JE ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. DLE NÁZORU SPOLEČNOSTI NEEXISTUJÍ OKOLNOSTI, KTERÉ BY MOHLY NARUŠIT OBJEKTIVITU TĚTO ZPRÁVY. ODMĚNA OSOB, KTERÉ SE PODÍLELY NA TVORBĚ TĚTO ZPRÁVY, NENÍ ODVOZENA OD OBCHODŮ SPOLEČNOSTI. PŘÍPADNÝ STŘET ZÁJMŮ VE VZTAHU K TĚTO ZPRÁVĚ JE UPRAVEN VNITŘNÍMI PŘEDPISY SPOLEČNOSTI.

VÍCE INFORMACÍ ZÍSKÁTE NA [WWW.COLOSSEUM.CZ](http://WWW.COLOSSEUM.CZ).

© 2008 COLOSSEUM, A.S. VŠECHNA PRÁVA VYHRAZENA.

JAKÉKOLIV NEAUTORIZOVANÉ POUŽITÍ, DUPLIKACE NEBO ŠÍŘENÍ TOHOTO MATERIÁLU JE ZAKÁZÁNO.

Colosseum, a. s. Londýnská 59 120 00 Praha 2 tel. +420-2-460 888 88	fax. +420-2-460 888 89 E-mail: <a href="mailto:info@colosseum.cz">info@colosseum.cz</a> <a href="http://www.colosseum.cz">www.colosseum.cz</a>
--	--