

30leté bondy short

Prodej vládních dluhopisů USA

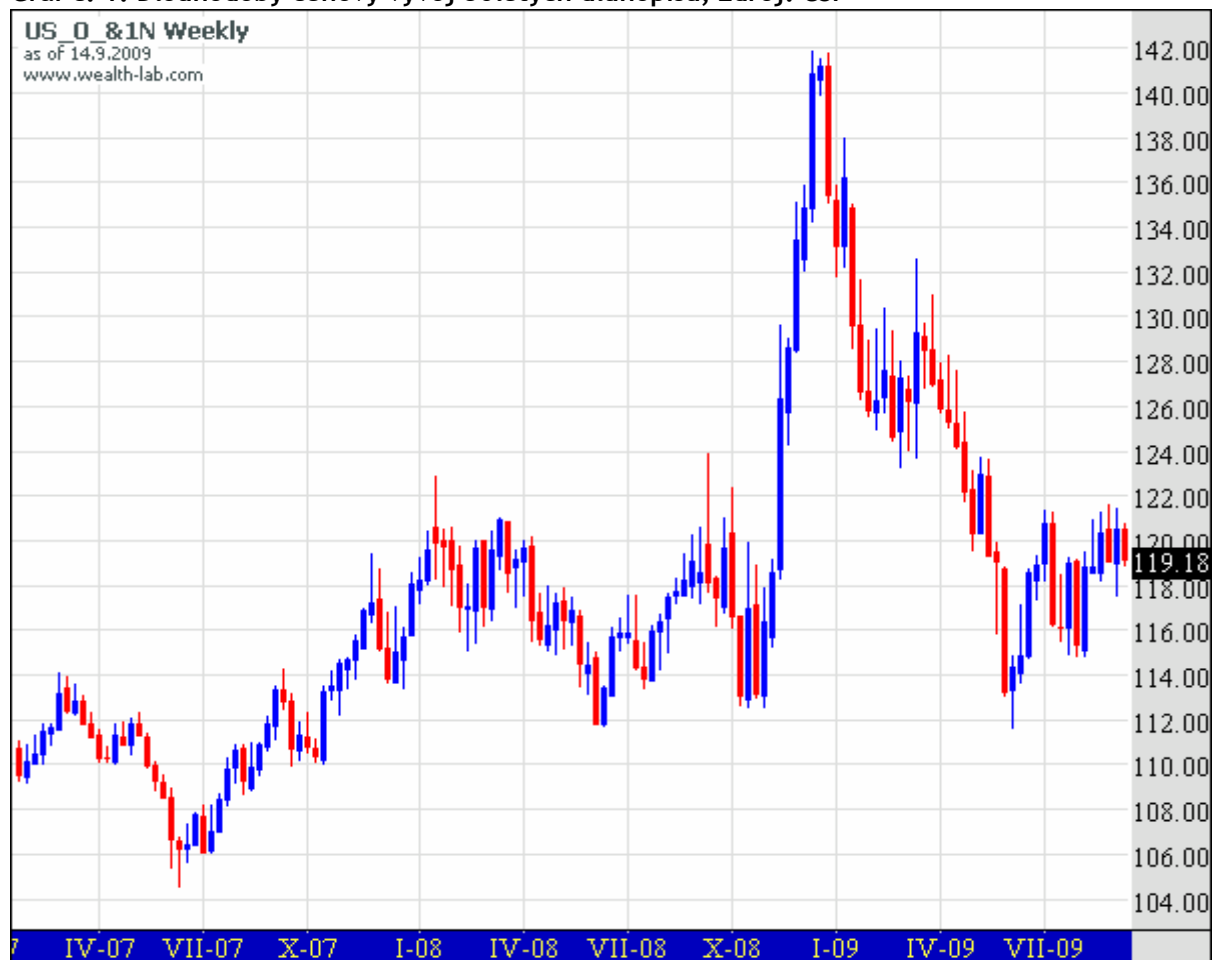
Boris Tomčiak, analytik
tomciak@colosseum.cz
16.09.2009



Souhrn

Recese a následné vládní stimulační balíčky způsobily výrazné zhoršení veřejných financí mnohých zemí. Státy kvůli obrovským deficitům nastoupily cestu velkého zadlužování. I když jsou vládní dluhopisy považovány za bezpečnou investici, přece jen existuje hranice zadlužení, za kterou prudce klesá důvěryhodnost země. Spojené státy se jí rychle přibližují. Růst nabídky dluhopisů na trhu se zákonitě projevuje v poklesu jejich vzácnosti, a tedy i jejich hodnoty. Pro dluhopisy je nebezpečné i zvyšování rizika budoucí inflace. Ta může nastat především v důsledku extrémního nalévání levných peněz do oběhu ze strany centrální banky. Nepříznivé je i zlepšení nálady investorů, kteří opět začínají věřit rizikovějším aktivům a redukují svá dluhopisová portfolia. Podle naší fundamentální analýzy by 30leté americké vládní dluhopisy měly v následujících 3 až 6 měsících poklesnout ze současné úrovně 119 bodů na 113 bodů. Očekáváme pokles ceny státních dluhopisů i v dlouhodobějším časovém horizontu, tedy po několik let.

Graf č. 1: Dlouhodobý cenový vývoj 30letých dluhopisů, zdroj: CSI



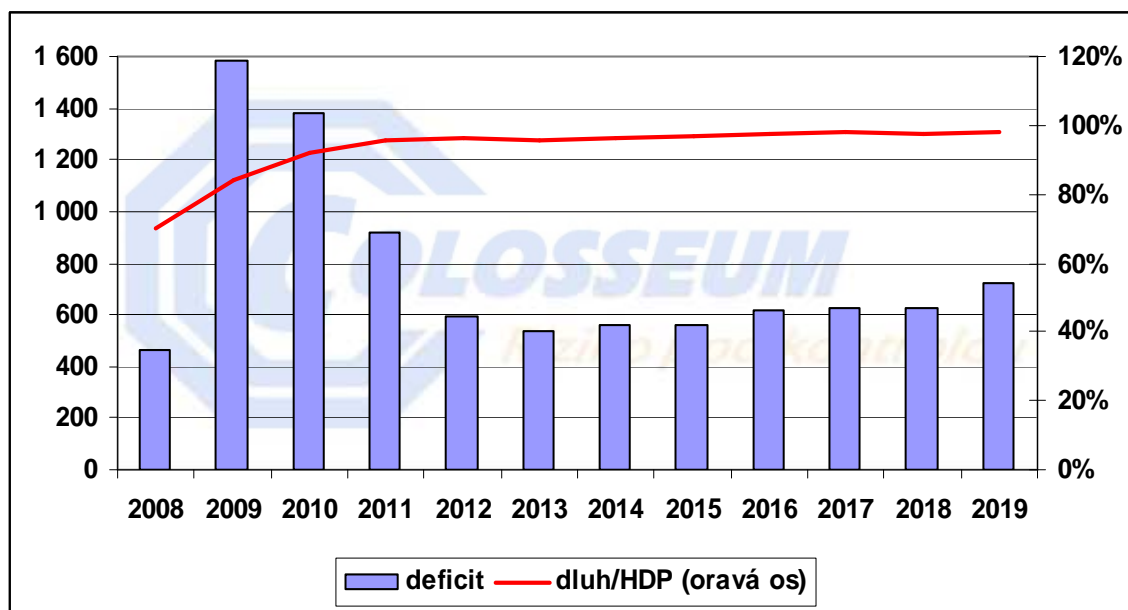
Hlavní důvody pro pokles ceny amerických vládních dluhopisů

1. Obrovský rozpočtový deficit a zadlužování

Americká vláda od počátku krize vystupuje jako „bílý rytíř“ a snaží se zachraňovat všechny významné podniky. Nejdříve podala pomocnou ruku finančním institucím. Pomocí TARPu a dalších podpůrných programů do nich nalila stovky miliard dolarů. Pak přišly na řadu automobily a nezapomnělo se ani na domácnosti, které obdržely různé daňové bonusy. Rozdávání peněz je pro politiky z voličského hlediska velmi zajímavým řešením. Nic však není zadarmo, přičemž dlouhodobé důsledky slabé fiskální disciplíny mohou být katastrofální.

Státní finance USA jsou v zoufalém stavu. Na počátku září vydal Rozpočtový výbor Kongresu aktualizované měsíční údaje o rozpočtu USA. Podle předběžného odhadu byl deficit v 11 měsících fiskálního roku 2009/10 na úrovni 1,4 bilionu USD. To je o 900 milionů víc než v porovnatelném období minulého roku. Odhad na celý rok je na úrovni 1,6 bilionu dolarů, což by bylo přibližně 11 procent HDP. Tak vysoký poměr byl naposledy dosažen ve 2. světové válce. Předpoklad na další roky je taktéž velmi nelichotivý. Ve pěti letech od roku 2010 do 2014 by kumulativní deficit měl dosáhnout 4 biliony dolarů, přičemž poměr k HDP by se ani jednou neměl zlepšit nad -3%. Deficit se samozřejmě bude muset pokrýt emisí nových dluhopisů. Celkové zadlužení Spojených států by v tomto roce mělo dosáhnout 11,9 bilionu (84% HDP), v příštím roce by měla být překonána hranice 13,3 bilionu (92% HDP).

Graf č. 2: Odhady deficitu rozpočtu v mld. USD a poměru veřejného dluhu k HDP v USA, zdroj: CBO



Kritický stav veřejných financí USA je ještě zřetelnější při pohledu do minulosti a při prozkoumání oficiálních prohlášení. Na počátku roku 2001, kdy vrcholilo internetové šílenství, se Spojenými státy rozšířily extrémně optimistické prognózy ohledně veřejných rozpočtů. Rozpočtový výbor Kongresu a pak i bývalý šéf FEDu Alan Greenspan¹ byli přesvědčeni, že země dosáhne v nadcházejících letech velké přebytky. Tehdy očekávali, že ve fiskálním roce 2010 bude dosažen přebytek ve výši ohromujících 500 miliard amerických dolarů. Velmi zajímavé je i vyhlášení Greenspana ohledně dlouhodobého pozitivního přínosu klesajícího státního zadlužení: „Stále věřím, jak už jsem uvedl v minulosti, že za stejných okolností je klesající úroveň federálního zadlužení žádoucí, protože to udržuje dlouhodobé reálné úrokové sazby nízké, což

¹ Celý článek: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/testimony/2001/20010302/default.htm>

sníží náklady na kapitál a zvyšuje soukromé investice. Rapidní růst objemu kapitálu, který nastal v ekonomice USA v posledních letech, je toho důkazem.“

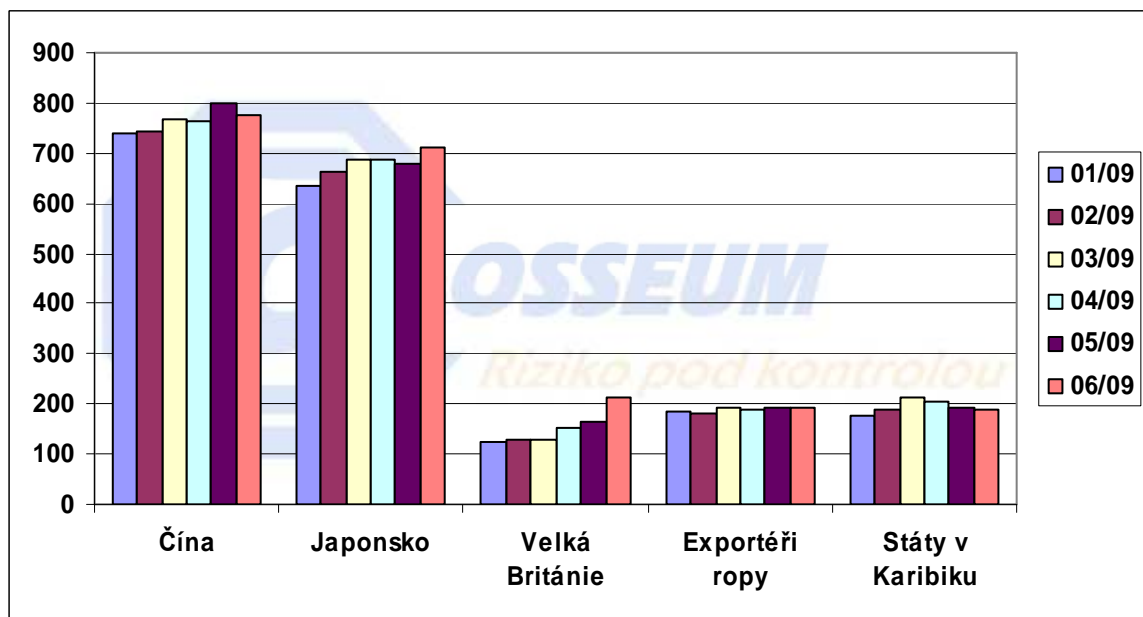
2. Rostoucí nabídka snižuje atraktivitu dluhopisů

Množství amerických státních dluhopisů na trhu prudce roste. Jejich vzácnost tak klesá, což má negativní vliv na cenu. Aukce jsou zatím vesměs úspěšné a daří se upsat celé emise. Zásahu na tom má i centrální banka Federal Reserve, která obratem nakupuje část upsaných dluhopisů do vlastní bilance. Tento program by však měl skončit v září, protože FED dosáhne hranici 300 miliard dolarů, které si za tímto účelem vyčlenil. Na svém posledním zasedání prohlásil, že nebude pokračovat v odkupování státních dluhopisů. Dále však bude skupovat cenné papíry, které jsou navázané na hypotéky. Dluhopisovému trhu bude podpora FEDu citelně chybět.

3. Čína vyjadřuje nespokojenost s americkým zadlužováním

Čína, která má v amerických dluhopisech uložených téměř 800 miliard dolarů a je největším investorem do těchto instrumentů, již otevřeně vyjadřuje pochybnosti o dlouhodobé schopnosti americké vlády splácat své závazky. V březnu čínský premiér Wen Jinbao vyzval Obamovou administrativu, aby „garantovala bezpečnost“ čínských investic do amerických dluhopisů. Slovní útoky čínských představitelů proti americkému dolaru rozpoutaly diskuzi o vyšším používání jiných měn v mezinárodním obchodu. Čína již začala s diverzifikací, když za své nepřetržitě rostoucí devizové rezervy nakupuje komodity i celé podniky. Spojené státy tiše spoléhají na své dlouhodobé spojence Japonsko, Velkou Británii a země exportující ropu, že nezanevrou na americký vládní dluh.

Graf č. 3: Největší držitelé vládních dluhopisů USA podle států v mld. USD, zdroj: Ministerstvo financí USA



4. Tištění peněz zvyšuje riziko nadměrné inflace

Americká centrální banka bojuje s recesí tištěním peněz. Hlavní úrokové sazby jsou prakticky na nule, proto FED již několik měsíců provádí přímé odkupování cenných papírů. Jeho cílem je zvýšit likviditu na trhu, což by podnítilo banky k vyššímu úvěrování domácností i podniků. To se zatím neděje. Lidé nemají navzdory nízké ceně kapitálu zájem o zadlužování. Důvodem je pracovní nejistota, když míra nezaměstnanosti vzrostla na téměř 10 procent. Ceny základních výrobních vstupů jsou oproti minulému roku o několik desítek procent nižší. Inflation se díky těmto faktorům v uplynulých měsících vytratila a dokonce se objevila malá deflace.

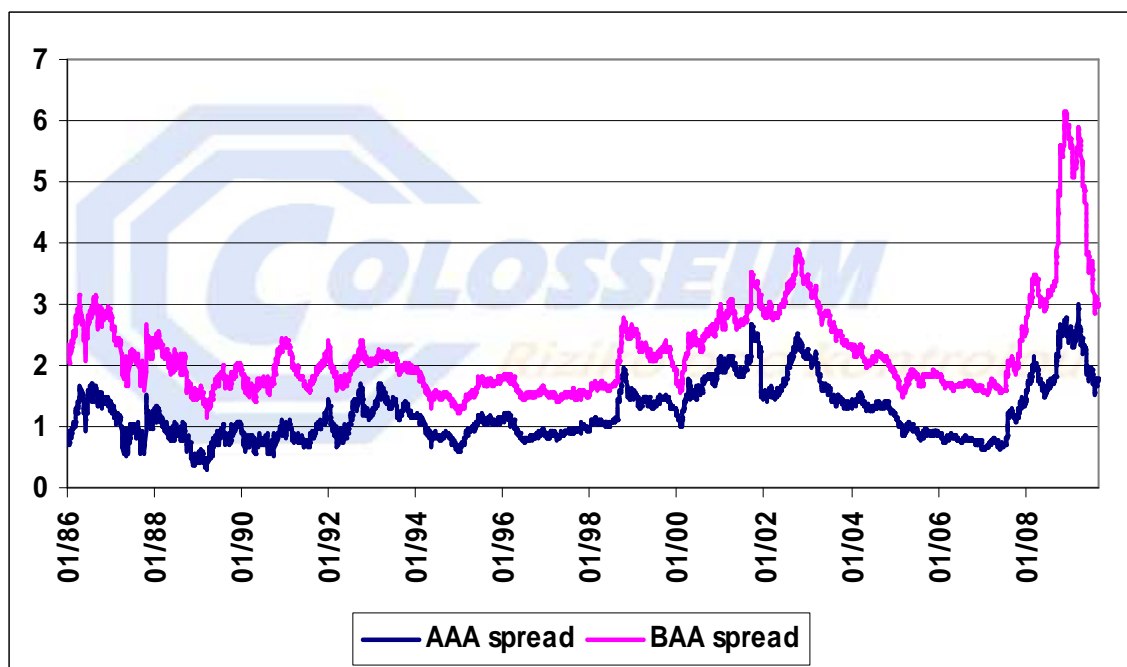
Výhled do budoucnosti je poněkud pesimističtější. Obavy, že americká centrální banka zareaguje na ekonomické zotavení příliš pomalým utažením monetární politiky, jsou opodstatněné. V případě opožděné reakce se může stát, že nadbytečná likvidita bude najednou vpuštěna do reálné ekonomiky. To by způsobilo prudký růst cen. Nedávná historie je dobrým vodítkem. Po prasknutí internetové bubliny v letech 2000 až 2002 snížila americká centrální

banka hlavní úrokové sazby z 6,5 na 1 procento. Nízké sazby nakonec vyústily ve vytvoření bubliny na trhu nemovitostí. V době inflace požadují investoři vyšší nominální výnosy, což sráží cenu obligací.

5. Státní dluhopisy jsou méně atraktivní než podnikové dluhopisy

Globální ekonomika se už pomalu zotavuje a investoři na finančních trzích opět přesouvají prostředky do rizikovějších aktiv. Tento vývoj se projevil na trhu dluhopisů zvýšením poptávky po podnikových obligacích, a to i navzdory informacím o výrazném nárůstu bankrotů firem. Kreditní spready se pomalu vrací do normálu, když rozdíl mezi výnosností podnikových dluhopisů s ratingem AAA a 10letých amerických státních bondů je přibližně 1,7 procentního bodu. Podnikové dluhopisy s ratingem BAA mají kreditní spread na úrovni 3 procentních bodů. Obě hodnoty jsou pořád nad historickým průměrem, což je pro investory silným lákadlem. Podniky se snaží využít zlepšení situace na finančních trzích pro emisi nových dluhových instrumentů. Od počátku roku byly podle údajů agentury Bloomberg vydané v USA podnikové dluhopisy v objemu téměř 900 miliard dolarů. To je o 31 procent více než ve stejném období minulého roku. V Evropě je situace obdobná a od počátku roku tu byly vydané dluhopisy v objemu rekordních 1,23 bilionu USD, což je o 11 procent víc než za celý rok 2008. Prudký nárůst zájmu o podnikové dluhopisy není pro alternativní vládní cenné papíry dobrou zprávou.

Graf č. 4: Rozdíl výnosnosti podnikových a vládních dluhopisů v procentuálních bodech, zdroj: Federal Reserve



Možná rizika:

1. I když se již zdá, že ekonomiky i finanční trhy mají nejhorší za sebou, stále existuje možnost druhé vlny negativních zpráv a prudkých propadů cen rizikovějších aktiv. Vládní dluhopisy by se v takovém případě opět dostaly do přízně investorů.
2. Inflace bude mít silný vliv na ceny vládních dluhopisů. Nezačnou-li ceny v ekonomice opět růst, Fed nebude muset zvyšovat hlavní úrokové sazby. Dluhopisy by pak neměly důvod pro výraznější znehodnocení.
3. Fed může buď přímo nebo skrytě přes spřízněné partnery pokračovat v nakupování státních dluhopisů.

Závěr:

Faktory, které by v časovém horizontu 3 až 6 měsíců mohly způsobit pokles ceny 30letých amerických vládních dluhopisů:

1. Spojené státy se rychle zadlužují a vláda se v nejbližší budoucnosti nechystá zredukovat obrovské výdaje. Dlouhodobým efektem růstu dluhu ekonomických subjektů je snížení důvěryhodnosti na finančních trzích.
2. Vysoká nabídka vládních dluhopisů a končící program jejího odkupování ze strany centrální banky vytváří na trhu velký přebytek. Ten tlačí cenu dolů.
3. Velcí investoři, a to zejména Čína, již vyjádřili pochybnosti ohledně platební schopnosti USA. Jakýkoliv plán na další neočekávaný růst zadlužení USA bude přijímán velmi opatrně.
4. Riziko budoucí inflace roste. V systému koluje nadměrné množství levných peněz, přičemž existuje vysoká pravděpodobnost jejich pozdního stáhnutí při ekonomickém oživení.
5. Trh podnikových dluhopisů zažívá boom. Investory láká výrazně vyšší výnosnost oproti vládním cenným papírům. Trh ještě není nasycen a žádá si další emise.

Specifikace kontraktu

- Futures kontrakt na 30letý T-Bond na burze CBOT (Chicago)
- Měsíc dodání prosinec 2009 (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 5376 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 TÉTO ZPRÁVĚ. VEŠKERÉ NÁZORY A ODHADY V TÉTO ZPRÁVĚ VYJADŘUJÍ NÁZOR SPOLEČNOSTI K DATU TÉTO ZPRÁVY A VYHRADUJE 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 TÉTO ZPRÁVĚ. PŘÍKAZY UVEDENÉ V TOMTO DOKUMENTU MOHOU BÝT POUZE ILLUSTRATIVNÍ A SPOLEČNOST JE MŮŽE, ALE NEMUSÍ PROVÁDĚT NA TRHU. VEŠKERÉ NÁZORY V TÉTO ZPRÁVĚ JSOU NÁZORY ANALYTICKÉHO ODDĚLENÍ SPOLEČNOSTI. 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 POUŽÍVÁJÍ 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 TÉTO ZPRÁVĚ VÝZNAMNĚ LIŠIT A MOHOU TAK VÝZNAMNĚ OVLIVNIT ANALÝZU OBSAŽENOU V TÉTO ZPRÁVĚ, PŘIČEMŽ INTERVAL BUDOUCÍCH ZMĚN NENÍ MOŽNÉ PŘEDEM STANOVIT.

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 PŮVODNÍ INVESTICE, MĚLI BYSTE SE TAKOVÝCH OBCHODŮ ZDRŽET. VÝSLEDKY INVESTIC MINULÉHO OBDOBÍ NEJSOU ZÁRUKOU VÝNOSŮ BUDOUCÍCH.

ANALÝZA OBSAŽENA V TÉTO 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 TÉTO ZPRÁVĚ JE UVEDENA OSOBA, KTERÁ PRO SPOLEČNOST TUTO ZPRÁVU VYTVOŘILA NEBO PŘIPRAVILA. SPRÁVNÍM ÚRADEM, KTERÝ NAD SPOLEČNOSTÍ VYKONÁVÁ DOZOR, JE ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. DLE NÁZORU SPOLEČNOSTI NEEXISTUJÍ OKOLNOSTI, KTERÉ BY MOHLY NARUŠIT OBJEKTIVITU TÉTO ZPRÁVY. ODMĚNA OSOB, KTERÉ SE PODÍLELY NA TVORBĚ TÉTO ZPRÁVY, NENÍ ODVOZENA OD OBCHODŮ SPOLEČNOSTI. PŘÍPADNÝ STŘET ZÁJMŮ VE VZTAHU K TÉTO ZPRÁVĚ JE UPRAVEN VNITŘNÍMI PŘEDPISY SPOLEČNOSTI.

VÍCE INFORMACÍ ZÍSKÁTE NA WWW.COLOSSEUM.CZ.

© 2009 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: info@colosseum.cz www.colosseum.cz
--	--