



Dluhopisy short

Prodej dluhopisů – očekáváme pokles jejich kurzů



Prosinec 2004

Dluhopisy na pokles

Na blížící se obrat na trhu s dluhopisy a nastartování sestupu jejich kurzů upozorňujeme již delší dobu. První analýzu zaměřenou na pokles dluhopisů jsme zveřejnili již v březnu letošního roku. Setrvačnost trhů a chování investorů se však mění pozvolna a nelze tak očekávat, že se trh obrátí směrem dolů „na pětníku“. Rozbor fundamentální situace však ukazuje, že vláda býků na trzích s instrumenty s fixní úrokovou sazbou je u konce.

Důvody pro prodej dluhopisů

1. **Fundamentální analýza** – inflace ve Spojených státech roste, americká centrální banka však s ní bojuje nedostatečně, drží úrokové sazby nízko. Výnosy z dluhopisů však současné situaci neodpovídají, musí dojít k jejich vzestupu, cena tak bude oslabovat. Více informací viz. *Fundamentální analýza*.
2. **Technická analýza** – z pohledu dlouhodobého grafu došlo k potvrzení vrcholu, denní graf dává jasné signály o obratu trhu směrem dolů. Bližší detaily viz. *Technická analýza*.

Fundamentální analýza



Představte si instrument kapitálového trhu, u něhož je váš každoroční výnos tvořen pevnou procentní sazbou z nominální hodnoty. Tento instrument na několik let váže vaše finanční prostředky a neprodukuje prakticky žádný reálný zisk. A nakonec stejně musíte tento „zisk“ zdanit. Chcete vědět, kdo takové instrumenty prodává? **Vláda**

Spojených států. I přestože se to může zdát podivné, skutečností je, že většina investorů nejen ve Spojených státech, ale po celém světě, tyto instrumenty má ve svých portfoliích. Chcete vědět název těchto instrumentů? **Americké vládní dluhopisy.**

Vezměme si příklad a nakupme pomyslně pětiletý americký dluhopis za cenu na trhu. Jeho roční výnos nyní představuje 3,72 procenta, což znamená, že každých 100 investovaných dolarů vám na výnosech přinese 3,72 dolarů. Někdo by mohl namítnout - není to sice mnoho, ale za bezpečné uložení finančních prostředků se tento výnos jeví jako adekvátní. Tito obchodníci však zapomínají na velmi důležitý ekonomický jev, a sice na inflaci. Podle posledního údaje indexu spotřebitelských cen zveřejněného americkým ministerstvem obchodu nyní inflace ve Spojených státech dosahuje roční výše 3,2 procenta. Pětiletý dluhopis o nominální hodnotě 100 tisíc dolarů vám tak ročně vynese 3720 dolarů, z čehož však 3200 dolarů pohltí inflace. Investoři však mají před sebou ještě jeden oříšek, a tím jsou daně. Zde se ovšem na míru inflace nehraje. Předmětem daně je celá výše výnosu. S přihlédnutím k inflaci a daním se tak dluhopisy v současnosti dostaly do období, kdy přinášejí dokonce zápornou reálnou výši výnosu. A investoři si to již pomalu začínají uvědomovat. Blíží se tak doba, kdy na dluhopisy zanevrou a začnou je ze svých portfolií odstraňovat. Blíží se čas výprodeje.

Ne vždy tomu bylo na trhu s dluhopisy tak jako nyní. V minulosti při podobné výši inflace jako je tomu teď dosahovaly výnosy amerických dluhopisů mnohem vyšší úrovně. Například za posledních padesát let byl výnos u desetiletých dluhopisů nad mírou inflace o asi 2,7 procenta. Dnes je to ovšem pouze 88 bazických bodů (0,88 procentního bodu), méně

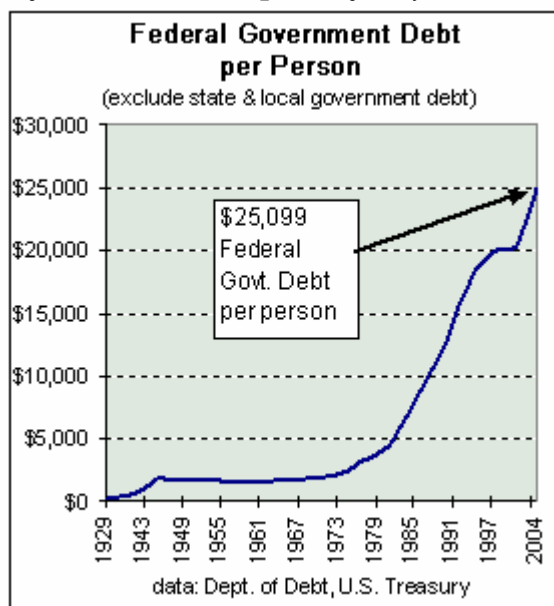
než třetina dlouhodobě běžné úrovně. Za současné situace je tak velmi těžké nalézt důvod pro vlastnictví dluhopisů. K jejich opětovnému zatraktivnění se tak musí něco stát – výnosy se musí vydat směrem vzhůru, což neznamená nic jiného, než že cena bondů začne oslabovat. A toto oslabování musí být výrazné.

Vysoká míra inflace vzhledem k aktuálním výnosům z dluhopisů je podle našeho názoru hlavním důvodem, jenž zapůsobí jako jiskra k zažehnutí ohně výprodeje na trzích s instrumenty nesoucími pevnou úrokovou sazbou výnosu. Tento důvod však není jediný, je jich mnohem více.

Rostoucí zadlužení vlády USA

Od devadesátých let minulého století do současnosti se americké vlády zadlužily více, než tomu bylo za celou předchozí historii. Navíc tyto dluhy dále rostou a není náznak obratu. George W. Bush po svém znovuzvolení americkým prezidentem prohlásil, že na této politice nehodlá nic měnit. U moci bude příští čtyři roky. Ke krytí rostoucího státního dluhu bude vláda emitovat nové a nové emise dluhopisů. Nabídka na trhu tak bude dostatečná.

Americký vládní dluh rozpočtený na jednoho obyvatele



Tisk peněz

Expanze nabídky peněz převyšuje růst ekonomiky. Tím jsou položeny základy inflačního prostředí. Stačí se podívat na ceny komodit. Zlato se vyšplhalo na 16-leté maximum, ceny ropy a ropných produktů jsou na hodnotách dříve neviděných. Výrazně rostou přepravní náklady.

Politika Fedu

Americký Federal Reserve drží úrokové sazby uměle nízko, a to i přesto, že k jejich růstu již v letošním roce došlo čtyřikrát (na současné dva procentní body u klíčové úrokové sazby) a podle slov svého šéfa Alana Greenspana hodlá FED sazby dále zvyšovat „at a measured pace“, čili volně přeloženo odpovídajícím tempem. Jejich současná výše však neodpovídá tempu ekonomiky ani míře inflace. Tyto umělé nízké sazby Fedu mají za následek stahování výnosů dolů u celého spektra úrokových instrumentů. Absurdně nízká výše výnosů z dluhopisů nám v podstatě říká, že Fed drží sazby příliš nízko po příliš dlouhou dobu. Co se stane?

FED dále zvýší sazby, což povede ke vzestupu výnosů (ceny dluhopisů půjdou dolů). Ve stejnou dobu však inflace neklesne. To dá investorům jasný signál o tom, že inflace není pouze dočasná (jak se mnoho z nich domnívá), avšak dlouhodobějšího charakteru a začnou ji zcela do cen dluhopisů zahrnovat. Výprodej na bondech zařadí vyšší rychlost.

Slabý americký dolar

Neameričtí investoři ztrácejí trpělivost. Ničí je totiž oslabující hodnota dolaru, která se například vůči euru dostala na rekordně nejnižší úroveň. Zahraničním investorům pokles dolaru dramaticky snižuje zisky z investic ve Spojených státech po přepočtení na jejich místní měny. Současná hodnota dolaru vychází z politiky americké vlády, tedy z rekordního státního zadlužování a také prohlubujícího se schodku obchodní bilance. Ekonomové se shodují – dolar bude oslabovat do té doby, dokud nedojde u obchodní bilance k vyrovnání schodku. A to je v nedohlednu. Sestupný trend americké měny by tak měl pokračovat i v roce 2005.

Deficit americké obchodní bilance (v miliardách dolarů)



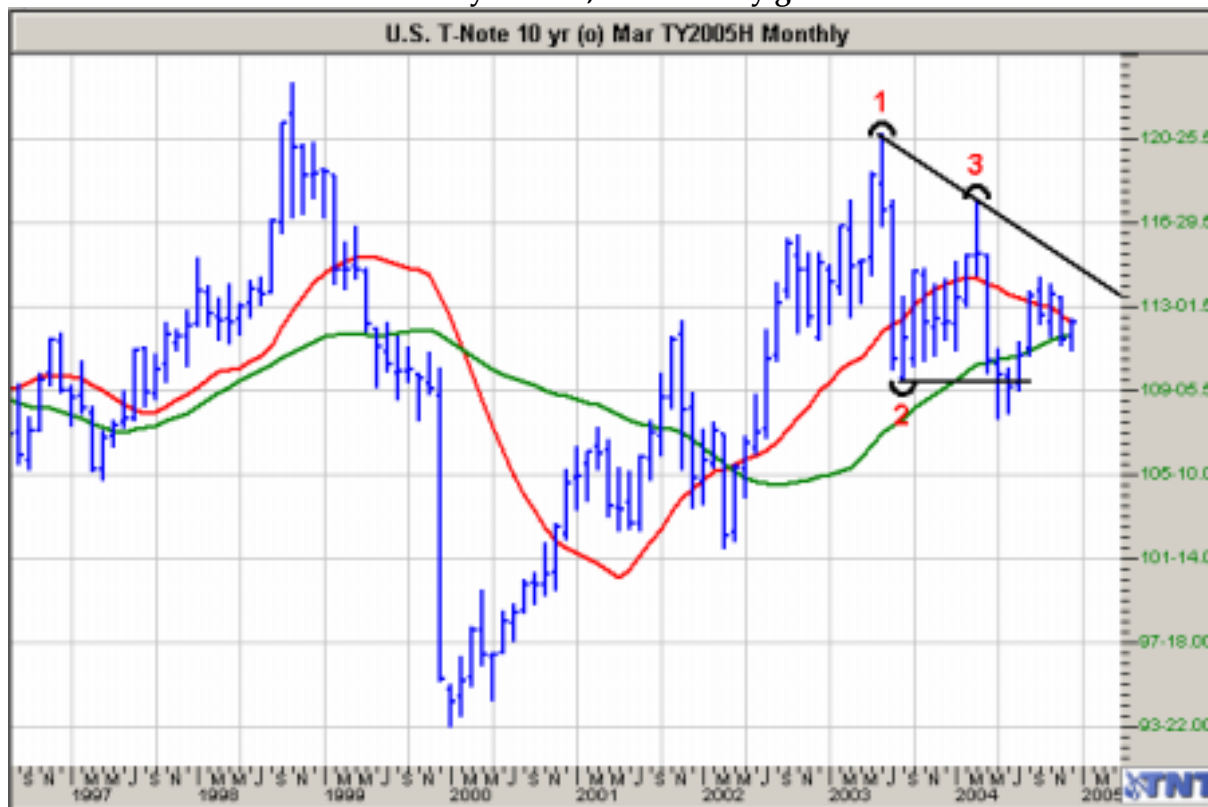
Podobnost se 70. léty

Současná situace na finančních trzích v mnohém připomíná 70. léta minulého století. Také tehdy se americká ekonomika potýkala s výrazným deficitem obchodní a rozpočtové bilance, klesal dolar a oslabovaly nákupy amerických vládních dluhopisů ze strany zahraničních investorů. Výsledkem byl prudký pád dluhopisů.

Technická analýza

Správnost a pochopení fundamentální situace na trhu ještě není zárukou úspěšného, čili ziskového obchodu. Důležité je načasování jak vstupu do obchodu, tak i výstupu. K tomu slouží technická analýza.

10-letý T-Note, dlouhodobý graf



Vzestupný trend, jenž panoval na trhu s dluhopisy od začátku roku 2000 je u konce. Tento vzestup byl ukončen formací vrcholu 1-2-3. Ze střednědobých klouzavých průměrů se ten rychlejší 18-periodový (červeně) již otočil dolů. Navíc již zřejmě brzy dojde k překřížení obou průměrů, když 18-periodový shora protne 40-periodový (zeleně). Tím se vytvoří pro dlouhodobé obchodníky velmi zajímavý signál.

Aktivním obchodním měsícem na dluhopisech se již sice stává březnový futures kontrakt, ten má však zatím krátkou historii. Proto je vhodnější použít k analýze ještě prosincový kontrakt a kursový rozdíl oběma obchodními měsíci přepočítat.

Z pohledu denního grafu je patrné formování vrcholu na trhu. U desetiletého amerického vládního dluhopisu T-Note došlo k vytvoření formace hlava a ramena, což je technická formace ukončující trendy. K jejímu potvrzení došlo na přelomu listopadu a prosince, kdy kurz poklesl pod neckline dané formace. Následně sice došlo po zveřejnění negativních ekonomických dat z trhu práce k opětovnému posílení zpět nad neckline, to však nemění nic na tom, že obrázek trhu začíná nahrávat medvědům. To ostatně potvrzuje také indikátor MACD.

10-letý T-Note, denní graf



Jak vstoupit do trhu?

Pro bližší informace ohledně toho jak nejlépe vstoupit do trhu kontaktujte společnost Colosseum, a.s.

Specifikace kontraktu

Název	10letý T-Note
Název angl.	10Y Note
Typ	Futures kontrakt
Burza	Chicago Board of Trade, USA
Objem kontraktu	nominální hodnota dluhopisu 100 000 USD
Kotace kurzu	body a 1/32 bodu
Hodnota bodu (pohyb o 1,00)	1000 USD
Obchodní hodiny	14:20 – 21:00 SEČ +elektronické obchodování eCBOT

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. („SPOLEČNOST“) POVAŽUJE ZA VĚROHODNÉ, NEZARUČUJEME JEJICH PŘESNOST A 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 INSTRUMENTU ZMIŇOVANÉM V TÉTO ZPRÁVĚ. PŘÍKAZY UVEDENÉ V TOMTO DOKUMENTU MOHOU BÝT POUZE ILUSTRATIVNÍ 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 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 PŘÍPÁDECH I PŘESÁHNOUT HODNOTU INVESTICE, MĚLI BYSTE SE TAKOVÝCH OBCHODŮ ZDRŽET. VÍCE INFORMACÍ ZÍSKÁTE NA WWW.COLOSSEUM.CZ.

© 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