

Dluhopisové excesy, díl II. - české státní dluhopisy

Pokud investor někomu půjčuje peníze, měl by tak učinit pouze za situace, kdy je výnos (úroková sazba) natolik vysoký, že za prvé kompenzuje riziko, že dluh nebude splacen a za druhé přináší dostatečně vysoké reálné zhodnocení (tedy po odečtení inflace) i s ohledem na délku půjčky. Aktuální výnosy na českých dluhopisech mají do tohoto stavu hodně daleko a investoři by se jim měli proto vyhnout.

Desetiletý český státní dluhopis se dnes obchoduje s výnosem do splatnosti 0,7 % p. a. Česká republika má pro dlouhodobé závazky v domácí měně od agentury S&P rating AA. To je velmi vysoký stupeň, neznamena to však, že riziko nesplacení dluhopisů je nulové. V tabulkách S&P lze najít, že desetileté kumulativní riziko nesplacení dluhopisů při ratingu AA je přibližně 0,8 %. Je to sice malé číslo, ale i tak samo o sobě znamená, že investoři by měli požadovat nezanedbatelný kladný výnos, aby toto riziko bylo pokryto i s dostatečně velkým bezpečnostním polštářem.

Mnohem hůře vychází podmínka kladného reálného zhodnocení peněz. Aby byla tato podmínka splněna, musela by se inflace u nás v příštích deseti letech blížit nule. To opravdu není moc pravděpodobné. Za celé období existence samostatné České republiky byla nejnižší desetiletá inflace v desetiletce končící rokem 2015 a to 2 % p. a. Nejčerstvější data o inflaci (2,5 %) ukazují na její růst.

Nezapomínejme na to, že hlavní centrální banky (včetně té naší) si většinou dávají za cíl

dosáhnout a udržet inflaci kolem 2 % p. a. Mají k tomu téměř neomezené možnosti a je pravděpodobnější, že se jim inflace jednou vymkne z ruky, než že se jim nepodaří ji zvednout. (Do debaty o tom, zda oficiální údaje o inflaci odpovídají skutečnému růstu životních nákladů pro většinu lidí, se zde raději nebudeme pouštět.)

Inflace ve výši 2,5 % ročně znamená, že reálná hodnota peněz za deset let klesne o 22 %. To výnos z desetiletých dluhopisů zdaleka nepokryje. Má smysl půjčovat někomu peníze, když jich zpátky dostaneme v reálném vyjádření méně? My si myslíme, že ne. Přesně to však dělají investoři, kteří dnes české státní dluhopisy kupují.

Když se podíváme na americká data za posledních 45 let, pak lze vysledovat určitý vztah mezi výnosem desetiletých státních dluhopisů a nominálním růstem HPD (reálný růst + inflace). Výnos desetiletého dluhopisu má dlouhodobě (s výkyvy na obě strany) tendenci přibližně odpovídat tempu nominálního růstu ekonomiky. V ČR máme inflaci 2,5 % a reálný růst HDP pro roky 2017-2019 podle prognózy ČNB něco přes 3 %. To by dávalo nominální růst ekonomiky řádově 5,5 % ročně. Někde tam by za normálních okolností, tedy bez umělého udržování úrokových sazeb hluboko pod jejich tržní úrovní ze strany centrálních bank, měly být i výnosy českých desetiletých státních dluhopisů. 5,5% roční výnos by nám připadal přiměřený na pokrytí kreditního rizika a na

poskytnutí kladného reálného výnosu vzhledem k tomu, že bychom se museli na deset let rozloučit s investovanými penězi.

Skoro nulové sazby na desetiletých státních dluhopisech znamenají, že se v jejich ocenění promítá očekávání příštích deseti let, ve kterých budeme mít nulový nominální růst české ekonomiky. To by znamenalo kombinaci dlouhodobé stagnace a nulové nebo záporné inflace. Ani v tomto případě by však nebyly dluhopisy dobrou investicí, protože při tomto scénáři se náš rating neudrží na AA a riziko neplacení dluhopisů výrazně vzroste.

Investujte opatrně!

Daniel Gladiš, 3. 9. 2017

Pro více informací

Navštivte www.vltavafund.com

Napište investor@vltavafund.com

Sledujte www.facebook.com/vltavafund

Pokud nás však deset let ekonomické zimy nečeká a budeme mít normální, sice kolísavý, ale kladný růst ekonomiky a mírně kladnou inflaci, pak bude reálný výnos z držení dluhopisů do doby splatnosti výrazně záporný.

Žijeme v období ekonomického boomeru, rychlého růstu HDP, rekordně nízké nezaměstnanosti a stoupající inflace a přesto máme výnos desetiletých dluhopisů jen kousek nad nulou. Z investičního hlediska je to velmi nevýhodná kombinace výnosu a rizika. Změnit to nedokážeme a tak jediné, co nám zbývá, je vyhnout se českým státním dluhopisům velkým obloukem.

Tento dokument vyjadřuje názory autora v době, kdy byl napsán a je určen výhradně pro edukativní účely.

Naše odhady a projekce týkající se budoucnosti mohou být a pravděpodobně také budou chybné. Nespoléhejte na ně a při svých investičních rozhodnutích používejte i vlastní selský rozum.

Informace obsažené v tomto komentáři mohou obsahovat prohlášení, která, pokud nejsou citacemi historických skutečností, tvoří „výhledová prohlášení“ ve smyslu platných zahraničních právních předpisů o cenných papírech. Tato prohlášení mohou obsahovat finanční a jiné předpoklady, stejně jako prohlášení o našich budoucích plánech, cílech nebo hospodářských výsledcích anebo odhady na tom založené. Jakákoli taková výhledová prohlášení vycházejí z předpokladů a



rozběrů provedených fondem na základě jeho zkušeností a vnímání historických trendů, současného stavu a očekávaného budoucího vývoje i dalších skutečností, které považujeme za daných okolností za vhodné. To, zda budou skutečné výsledky a vývoj odpovídat našemu očekávání a předpovédím, však závisí na množství rizik, předpokladů a nejistých skutečností. Při hodnocení výhledových prohlášení by měli čtenáři zvláště zvažovat různé faktory, které by mohly způsobit, že se skutečné události anebo výsledky zásadně liší od těch, jež jsou uvedeny v takových výhledových prohlášeních. Pokud platné právní předpisy o cenných papírech nevyžadují jinak, nemáme v úmyslu, ani se nezavazujeme aktualizovat či upravovat výhledová prohlášení tak, aby odrážela následně informace, události, výsledky, okolnosti či jiné skutečnosti.

Tento komentář nepředstavuje, není součástí, ani by neměl být vykládán jako jakákoli nabídka k prodeji nebo úpisu nebo výzva k nabídce koupě či úpisu cenných papírů fondu.

Před úpisem by měli potenciální investoři vyhledat nezávislé odborné poradenství, pokud jde o maltské či jakékoli jiné zahraniční

právní předpisy týkající se nabývání, držení či zpětný prodej akcií Fondu nebo výplaty akcionářům.

Akcie fondu nebyly a nebudou registrovány podle amerického zákona o cenných papírech z roku 1933, v platném znění („Zákon z roku 1933“) nebo podle předpisů o cenných papírech kteréhokoli jiného státu. Podle amerického zákona o investičních společnostech z roku 1940 („Zákon z roku 1940“) není fond registrovanou investiční společností.

Akcie fondu nesmějí být nabízeny investorům v České republice v rámci veřejné nabídky, jak se uvádí v § 34 odst. 1 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu („Zákon o podnikání na kapitálovém trhu“).

Výnosnost v jakémkoli období v minulosti nemusí nutně znamenat, že podobné výsledky lze očekávat i v budoucnosti. Výnosy u jednotlivých investic jsou neauditované, jsou uváděny v přibližné výši a mohou zahrnovat dividendy i opce.

© Copyright 2017 Vltava Fund SICAV, plc a www.vltavafund.com – Všechna práva vyhrazena.

Tento dokument nelze použít v jakékoli publikaci, není možné jej dále šířit, distribuovat, ani kopírovat bez předchozího písemného souhlasu Vltava Fund SICAV, plc.