

V žádném případě se nejedná o QE!

Během jedné investiční konference jsem nedávno dostal otázku, co považuji za nejdůležitější událost roku 2019 na kapitálových trzích. Oповěděl jsem, že překvapivý obrat americké centrální banky (FED) o 180 stupňů a obnovení masivních nákupů státních dluhopisů. Rozvaha FED totiž začala opět rychle narůstat. Tato událost zůstává podle mého názoru trhy nedocenená, a přitom dává důležitý signál ohledně budoucího vývoje.

Během Velké finanční krize přistoupil FED k do té doby neobvyklému kroku a zahájil masivní nákupy státních dluhopisů. Šlo opravdu o velké sumy. Rozvaha FED se postupně zvýšila z 900 miliard v září 2008 na 4500 miliard na konci roku 2014. Pro tyto nákupy se vžilo pojmenování kvalitativní uvolňování (QE). Na kritiku, že nejde o nic jiného než o monetizaci státního dluhu tištěním nových peněz, odpovídali zástupci FED, že jde jen o přechodnou záležitost a že až přijde správný čas, FED nakoupené státní dluhopisy znovu prodá.

Na začátku roku 2018 se skutečně začala rozvaha FED postupně snižovat. V září 2019 byla velikost rozvahy FED už jen 3700 miliard a zdálo se, že jsme na cestě k normalizaci. Potom však došlo na mezibankovním trhu k prudkému nárůstu sazeb způsobenému nedostatkem likvidity. FED okamžitě zareagoval a začal velkými nákupy státních dluhopisů dodávat do

trhu likviditu. Šéf FED Jerome Powell prohlásil, že se v žádném případě nejedná o QE!

Realita je však taková, že ke konci ledna 2020 narostla rozvaha FED na 4150 miliard a FED tak za pouhou třetinu roku nakoupil státní dluhopisy za 450 miliard. Myslím, že důležitější, než jak tento krok nazveme, jsou důvody, které ho vyvolaly, a signál, který to vše dává ohledně budoucnosti. Podle našich analýz byl FED donucen k novým nákupům státních dluhopisů nerovnováhou mezi nabídkou a poptávkou po nich.

Americký rozpočet je i při aktuálním solidním růstu ekonomiky vysoce deficitní. Roční schodek přesahuje bilión dolarů. Tímto tempem musí USA emitovat nové státní dluhopisy na pokrytí schodku. Bilión dolarů nových dluhopisů tak každý rok přijde na trh a někdo je musí koupit.

Když to zjednodušíme, můžeme kupce rozdělit na zahraniční a domácí. Zahraniční investoři jsou v posledních letech v nákupech amerických dluhopisů velmi zdrženliví. Jejich čisté nákupy v období 2014-2019 byly minimální. Mohlo to být dáno tím, že dolar se postupně stával dražším a dražším a činil tak nákupy amerických dluhopisů riskantnějšími. (Pro dokreslení, index dolaru stoupl z úrovně kolem 85 v letech 2012-2013 na současných 102.) Kumulativní deficit amerického rozpočtu za roky 2014-2019 činil 4 bilióny dolarů a dluh za stejné období vzrostl o 6 biliónů dolarů.

V podstatě tak bylo na domácích investorech, aby tuto sumu absorbovali. Jejich kapacity však také nejsou neomezené a v podstatě se v září 2019 vyčerpaly. FED tak zůstal jediný, kdo byl schopen přebývajících nabídku státních dluhopisů koupit a zatím v podstatě jediným kupce i zůstává. Od poloviny září 2019 kupuje přibližně 80 % nově vydaných státních dluhopisů a v podstatě tak nový státní dluh téměř plně monetizuje.

Pro roky 2020-2021 činí odhadovaný deficit amerického státního rozpočtu 2,2 biliónů a dluh by měl vzrůst o 2,5 biliónů. V tomto objemu bude potřeba emitovat nové státní dluhopisy a není pravděpodobné, že by se jejich prodej obešel bez výrazného přispění FED.

Co lze očekávat do budoucna?

1. Není pravděpodobné, že by americký státní rozpočet přešel do jiného režimu než vysoce schodkového.
2. Je pravděpodobné, že trh bude pod neustálým tlakem nových emisí státních dluhopisů ve zvyšujících se objemech.
3. Kapacita domácích investorů poroste spíše pomaleji než nabídka dluhopisů.
4. Hlavními kupci tak zůstanou FED a potenciálně zahraniční investoři.
5. Zahraniční investoři se však budou zdráhat kupovat americký dluh, dokud budou považovat dolar za drahý.
6. Dá se tedy očekávat výrazný nárůst peněžní zásoby M2 v USA kvůli masivním nákupům dluhopisů ze

strany FED. Peněžní zásoba v USA během posledních 10 let rostla tempem kolem 6 % ročně a v posledním půlroce dokonce kolem 9 % ročně.

7. Toto nové kolo QE bude pravděpodobně dlouhodobá, ne-li trvalá záležitost, a bude tlačit na dolar směrem dolů. V kombinaci s nízkými úrokovými sazbami stanovovanými FED lze očekávat dlouhodobě velmi nízké nebo dokonce záporné reálné úrokové sazby.

Investiční implikace číslo 1:

Investoři by měli věnovat zvýšenou pozornost zajišťování měnového rizika amerického dolaru. Trojkombinací deficitního rozpočtu, obchodního schodku a monetizace dluhu je potřeba brát vážně.

Investiční implikace číslo 2:

Pokud se nacházíme v prostředí, kde dlouhodobě dochází k monetizaci dluhu doprovázené uměle nízkými reálnými úrokovými sazbami, je lepší vyhnout se dluhovému aktivum a většinu investic směřovat do majetkových aktiv, která mají určitou schopnost kompenzovat znehodnocování kupní síly peněz. Sem patří obecně i akcie.

Tento závěr není nijak nový, mluvíme o něm už řadu let a makroekonomický vývoj naznačuje, že platí více než kdykoliv před tím.

Investujte opatrně!

Navštivte www.vltavafund.com

Napište nám investor@vltavafund.com

Sledujte nás na www.facebook.com/vltavafund

Disclaimer :

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

Naše odhady a projekce týkající se budoucnosti jsou založeny na důkladné analýze. Přesto mohou být a pravděpodobně i občas budou chybné. Nespolehejte na ně a při svých investičních rozhodnutích vezměte v úvahu i vlastní názor. Odhad vnitřní hodnoty akcie nutně obsahuje prvky subjektivity a může se ukázat jako příliš optimistický nebo naopak příliš pesimistický. Dlouhodobá konvergence ceny akcie a její vnitřní hodnoty je pravděpodobná, nikoliv však garantovaná.

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 rozborů 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 předpovědím, 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 poradce, 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“).

Fond je zapsaný na seznamu České národní banky v kategorii Zahraniční fondy srovnatelné s fondy kvalifikovaných investorů (bez EuSEF a EuVECA) obhospodařované obhospodařovatelem oprávněným přesáhnout rozhodný limit.

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 2020 Vltava Fund SICAV, plc a www.vltavafund.com – Všechna práva vyhrazena.

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