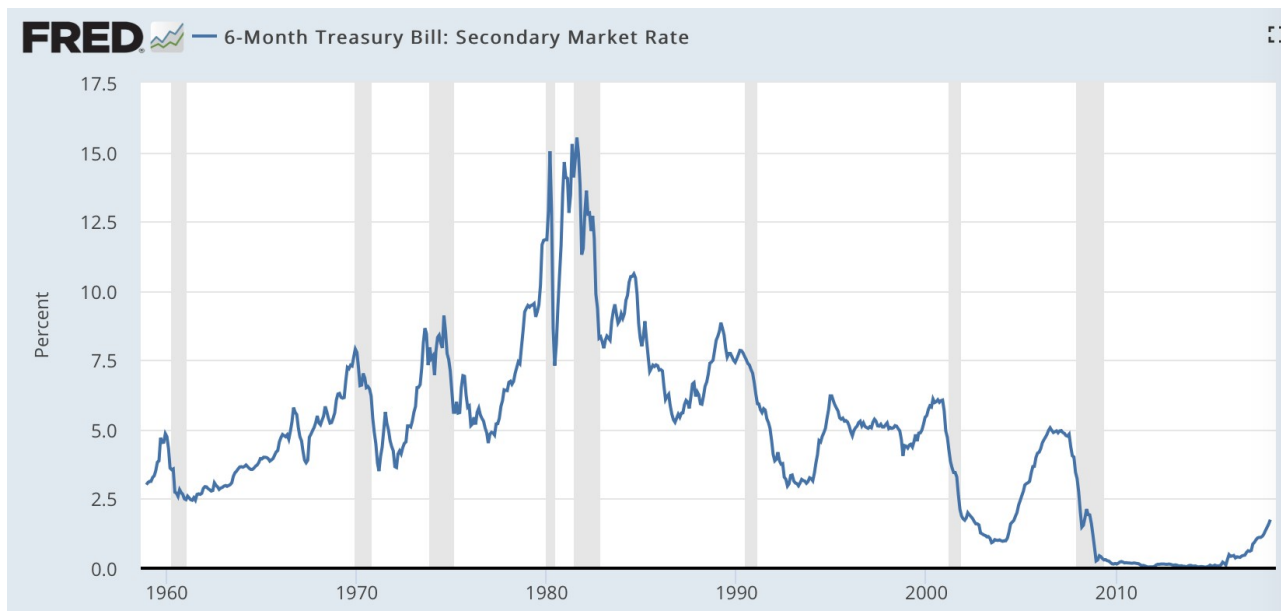


Dlouhodobé trendy úrokových sazeb

Za speciální zmínku stojí období 1966-1982, které bylo ve znamení dlouhodobého (sekulárního) trendu růstu úrokových sazeb, stejně jako dlouhé období poklesu, které následovalo. Obrázek místo tisíce slov:

Šestiměsíční federální pokladniční poukázka – výnos



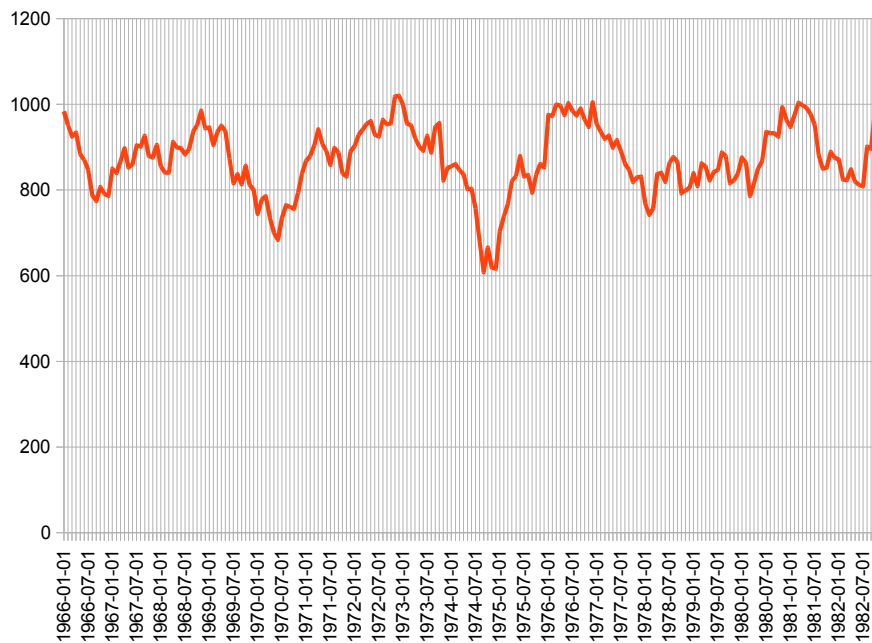
`<iframe src="//fred.stlouisfed.org/graph/graph-landing.php?g=jhB9&width=670&height=475" scrolling="no" frameborder="0" style="overflow:hidden; width:670px; height:525px;" allowTransparency="true"></iframe>`

Investovali byste do akcií, když vám stát nabídne bezrizikovou investici, která nese sedm nebo více procent ročně? Nepochybně byste si to pořádně rozmysleli. A právě rostoucí úvěrové sazby byly důvodem, proč se akciovému trhu během od roku 1966 až do první poloviny 80. let převážně nedařilo. Teprve v říjnu 1982 index Dow Jones definitivně překonal svoji hodnotu z ledna 1966. Šestnáct let se akciový trh potácel odnikud nikam kvůli sekulárnímu růstovému trendu úrokových sazeb!

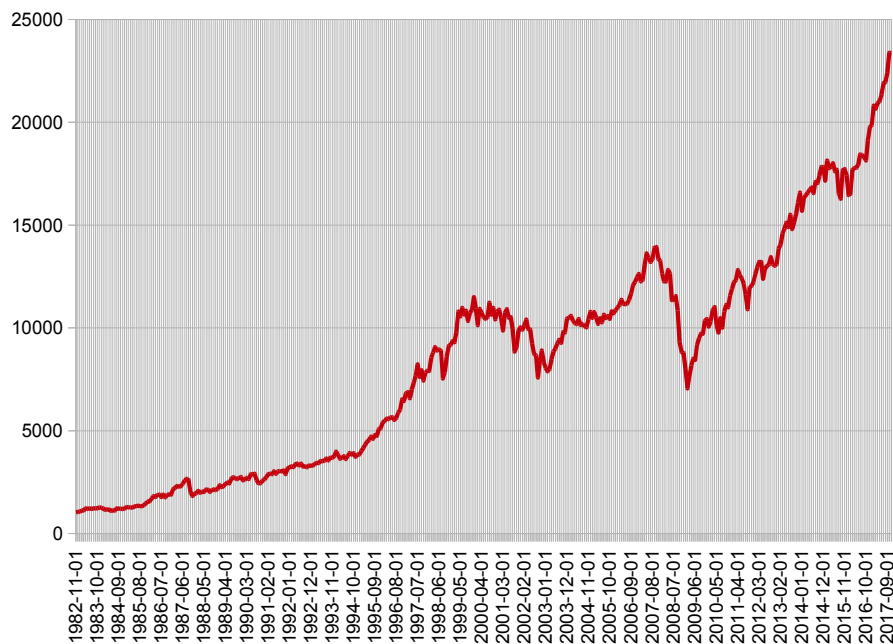
Ale ani toto obtížné období nebylo zcela bez naděje pro akciové investory. I během něho se vyskytovala období růstu. V žádném případě ale nešlo o dobu, pro kterou by bylo možné doporučit „investujte do indexu a pokud máte aspoň pětiletý horizont, bude všechno v pohodě.“

Následující dva obrázky ukazují vývoj indexu Dow Jones během období rostoucích úrokových sazeb do roku 1982 a poté, během doby sekulárního klesajícího trendu. Rozdíl je patrný pouhým okem. Pokud úrokové sazby dosáhnou výše srovnatelné s výnosy akciového trhu, akcie ztrácejí pro investory přitažlivost. Naopak, když sazby klesají k nule, investoři často nevidí jinou alternativu než právě akcie.

Dow Jones během éry růstu úrokových sazeb



Dow Jones během éry poklesu úrokových sazeb

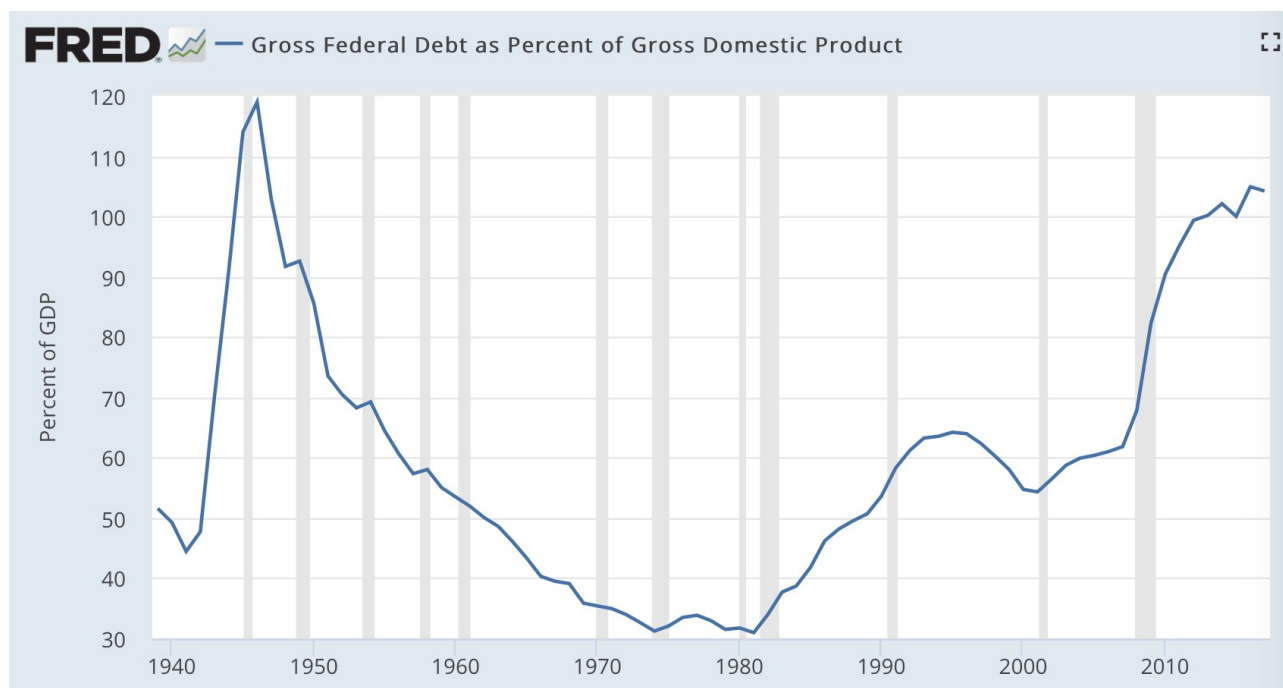


V éře sekulárního poklesu přestávají být úrokové sazby dominantním zdrojem rizika. Naopak, stávají se motorem růstu. Naproti tomu se vrací jiný rizikový faktor: možnost vzniku krizí z nadměrného investování a nadměrného úvěrování. Právě tento faktor stál za oběma velkými medvědími trhy z let 2000-2002 a 2007-2009.

Vzniká logická otázka, zda právě v této době, na jaře 2018, náhodou nejsme u konce předchozího dlouhodobého trendu, který začal v roce 1982. Zda právě nejsme svědky počátku dalšího, desítky let trvajícího trendu růstu úrokových sazeb, který totálně zdrtí výnosy akciových trhů během příštích dvou nebo tří dekád.

Odpověď: není to vyloučeno, ale není to ani zaručeno. Úrokové sazby neznají žádný „dlouhodobý normál“. Kromě toho, při současné situaci zadlužení velkých ekonomik (USA, eurozóna) se jejich centrální banky nebudou snažit spěchat se zvyšováním sazeb, protože jinak by zcela vykojely veřejné rozpočty – po čemž žádný centrální bankéř netouží.

Hrubý federální dluh již několik let přesahuje hranici 100 procent hrubého domácího produktu a navzdory hospodářské konjunktúře tvrdošijně odmítá klesat. Míra zadlužení americké ekonomiky odpovídá roku 1947.



<iframe src="//fred.stlouisfed.org/graph/graph-landing.php?g=jj0J&width=670&height=475" scrolling="no" frameborder="0" style="overflow:hidden; width:670px; height:525px;" allowTransparency="true"></iframe>

Relativně nízké úrokové sazby se tedy pravděpodobně udrží ještě dlouho. A pokud se neudrží, o to více bude zapotřebí správného časování trhu, protože strategie „kup a drž“ přestane na dlouhou dobu fungovat – podobně jak nefungovala v období 1966-1982.

Z historických statistik je snadné zjistit, jaké byly úrokové sazby v roce 1947 a později. Krátce: byly nízké. Každý centrální bankéř ví, že při federálním dluhu přibližně stejném jako HDP není možné držet vysoké sazby, protože stát by neustál příliš drahou dluhovou službu. Úrokové sazby tedy začaly růst až během 60. let, kdy federální dluh poklesl pod bezpečnou hranici.

Něco podobného se velmi pravděpodobně bude opakovat. Federální rezervní systém (Fed) nebude chtít, aby se federální rozpočet dostal do neřešitelné situace kvůli vysokému dluhu. Žádný centrální bankéř netouží vstoupit do učebnic jako ten, kdo zruinoval stát a celou americkou ekonomiku.

Proto Fed nebude přehánět zvyšování sazeb ani co do rychlosti, ani pokud jde o míru.

Mimochodem, pokud jde o Evropskou centrální banku, v jejím případě je motivace nezvyšovat úrokové sazby ještě silnější: z přesně stejných důvodů. Na hodnoty úrokových sazeb podobné 70. letům si zřejmě ještě hodně počkáme.