

Jak przewidzieć recesję gospodarczą?

7 czerwca 2018

W naszych artykułach często analizujemy różne rodzaje aktywów. Skupiamy się na niedowartościowanych akcjach, surowcach czy metalach szlachetnych, ponieważ tam upatrujemy największego potencjału do wzrostu. Nie oznacza to jednak, że całkowicie zapominamy o obligacjach, wprost przeciwnie. Są one dla nas kluczową grupą aktywów.

Fundusze hedgingowe, profesjonalni inwestorzy i traderzy z uporem maniaka śledzą rynek obligacji rządowych w USA, by ocenić stan gospodarki i przewidzieć ewentualną recesję.

CENA A RENTOWNOŚĆ

Zanim przejdziemy dalej trzeba wiedzieć, że obligacje posiadają po pierwsze cenę i po drugie rentowność. Gdy cena obligacji rośnie zmniejsza się ich rentowność i odwrotnie. Gdy cena obligacji spada ich rentowność rośnie. Rentowność to nic innego jak odsetki jakie otrzymujemy od obligacji wyrażone w % w ujęciu rocznym.

Gdy bank centralny obniża stopy procentowe to maleje oprocentowanie obligacji. Oczywiście dotyczy to bezpośrednio jedynie obligacji wypuszczonych po obniżce stóp procentowych, ale te które były na rynku wcześniej są atrakcyjniejsze, bo mają lepsze oprocentowanie. Ich cena rośnie tak by wyrównać różnicę pomiędzy „starym” i „nowym” oprocentowaniem. Dzieje się to niemal automatycznie.

Posłużmy się prostym przykładem.

„Mamy starsze obligacje za 100, które płaca 3%. Następnie bank centralny obniża stopy i nowe obligacje płaca 2,5%. Zatem starsze obligacje są w tym momencie atrakcyjne, popyt na nie

sprawia że ich cena rośnie i dociera w okolice 120. Dlaczego 120? Dlatego, że 3 zł wypłacane przez te obligacje podzielone przez 120 zł daje nam rentowność ok. 2,5%. I tak to rentowności obligacji wyrównują się dzięki naturalnemu mechanizmowi rynkowemu.”

W sytuacji odwrotnej, gdy bank centralny podwyższa stopy procentowe to tym samym podwyższa rentowność nowych obligacji, cena starych maleje ponieważ są w niekorzystnej sytuacji do nowych i muszą stratę rentowności nadrobić ceną. Z taką sytuacją mamy do czynienia obecnie.

Rynek może więc kształtować cenę/rentowność obligacji na zasadzie podaży i popytu. Im więcej jest chętnych na dane obligacje tym ich cena rośnie bardziej, a rentowność spada. Im chętnych jest mniej, tym państwo ma większe trudności z pozyskaniem kapitału płacąc jedynie skromne odsetki.

Oczywiście podwyższanie i obniżanie stóp procentowych nie oddziałuje jedynie na obligacje, ale również na dług konsumencki, hipoteczny itd. Jednak to właśnie oprocentowanie obligacji skarbowych jest brane pod uwagę przy ocenie rynku długu.

RYNEK DŁUGU PO 2008 ROKU

Trzeba zdawać sobie sprawę, że rynek długu (obligacje) jest absolutnie najważniejszy z punktu widzenia banków centralnych ponieważ:

- Globalnie jest dwukrotnie większy od rynku akcji.
- Za pomocą obligacji państwa pożyczają kapitał od innych państw, instytucji czy nawet od zwykłych obywateli i chcą to robić jak najtaniej.

W teorii im bezpieczniejsze i bardziej stabilne państwo, tym oprocentowanie obligacji jest niższe. W końcu pożyczając komuś pieniądze pobieramy odsetki uzależnione od ryzyka i

potencjalnej wypłacalności.

W praktyce jest niestety inaczej i to banki centralne niemal dowolnie kształtują oprocentowanie swoich obligacji. Było to doskonale widoczne przez ostatnią dekadę.

Po krachu z 2008 roku wszystkie najważniejsze banki centralne obniżyły stopy procentowe do 0, a nawet w niektórych przypadkach wprowadziły stopy ujemne.

Za wydrukowaną pospiesznie walutę, zaczęły skupować obligacje z rynku obniżając tym samym ich rentowność (oprocentowanie) i podwyższając cenę. Nikt przy zdrowych zmysłach nie inwestował w obligacje dla % tylko czysto spekulacyjnie licząc na dalszy wzrost ich ceny. W końcu bank centralny to kupiec z nieograniczoną ilością gotówki, więc jak skupuje obligacje to należy robić to samo.

FED skupował obligacje po to, by wywołać na nie sztuczny popyt wśród inwestorów i doskonale im się to udało. Cena obligacji rządowych wzrosła, a rentowność spadła – USA znowu mogło zadłużać się za grosze.

RYNEK DŁUGU OBECNIE

Obecnie sytuacja się odwróciła. FED począwszy od grudnia 2016 roku podniósł 5-krotnie stopy procentowe, a kolejne podwyżki są już zapowiedziane. Co prawda robi to bardzo delikatnie, o nie więcej niż 0,25%, ale systematycznie i co najważniejsze tego spodziewają się inwestorzy.

Kolejna podwyżka, która ma nastąpić 13 czerwca jest niemal pewna i 95% inwestorów szacuje, że wyniesie ponownie + 0,25% doprowadzając do stóp procentowych na poziomie 2%.

Inwestorzy pozbywają się aktualnie posiadanych obligacji US zakładając dalsze wzrosty stóp i coraz wyższą rentowność.

KRZYWA DOCHODOWOŚCI

Obligacje skarbowe mają różne terminy zapadalności, po których odzyskujemy zainwestowany w nie kapitał i odsetki. W USA przyjęło się, że obligacje 2 letnie są krótkoterminowe, obligacje 10 letnie długoterminowe. Oczywiście są też inne, ale to właśnie te dwa rodzaje najczęściej spotykamy w porównaniach.

Wiemy, że rentowność obligacji US aktualnie rośnie, ale czy tak samo dla wszystkich terminów zapadalności?

O tym informuje nas właśnie krzywa dochodowości (*yield curve*). Może ona wyglądać różnie, ale z punktu widzenia analizy rynku najistotniejsze są dwie postacie – normalna i odwrócona.

W układzie normalnym (*normal*) obligacje 30 czy 10 letnie mają wyższą rentowność od obligacji krótkoterminowych. W układzie odwróconym (*inverted*) to obligacje 2 letnie mają wyższą rentowność od 10 letnich.

W normalnych warunkach rozwoju gospodarczego obligacje długoterminowe mają wyższą rentowność, ponieważ obarczone są wyższym ryzykiem inwestycyjnym. W końcu zamrażamy gotówkę na 30 lat, a nie na rok czy dwa lata. W długim okresie czasu znacznie trudniej przewidzieć zmiany cen i stóp procentowych, dlatego obligacje długoterminowe niejako dyskontują ten problem nieco wyższą rentownością. Z normalną krzywą dochodowości mamy do czynienia przez większość czasu, kiedy gospodarka rozwija się bez przeszkód.

Z odwróconą krzywą dochodowości mamy do czynienia wtedy gdy inwestorzy nie są przekonani, co do stabilności rynku.

Obecnie dzieje się tak ponieważ rynek zakłada, że stopy będą konsekwentnie podwyższane. Pozbywa się więc silniej obligacji krótkoterminowych, ponieważ kolejne emisje dostarczą w najbliższym czasie wyższe odsetki. Innymi słowy jest to wynik przekonania inwestorów o rozwijającej się inflacji i oczekiwanie na kolejne podwyżki stóp.

ODWRÓCONA KRZYWA DOCHODOWOŚCI A RYNEK AKCJI

Co ciekawe odwrócona krzywa dochodowości, jest uważana za jeden z najlepszych wskaźników prognozujących krach na rynku akcji. Jeśli porównamy wykresy z okresów poprzedzających załamanie w 2000 i w 2008 roku z 2015 to okaże się, że oba krachy poprzedzone były „nienormalnym” zachowaniem się rentowności obligacji.

W 2000 roku indeks S&P stracił ponad 50%, po 2007 ponad 55%. W roku 2015 gdy mieliśmy do czynienia z „normalną” krzywą dochodowości wzrosty na rynkach akcji były niemal przesądzone.

Obecnie krzywa dochodowości (linia niebieska) znacznie się wypłaszczyła i nie przypomina już tej z 2015 roku (kolor zielony). Możemy to potraktować jako sygnał ostrzegawczy.

SPREADY

Oczywiście trudno przewidywać krach jedynie po kształcie krzywej dochodowości. Byłaby to zbyt subiektywna i za mało dokładna ocena. Przyjęło się więc obserwować różnicę w rentowności obligacji 10 letnich i 3 miesięcznych lub 10 letnich i 2 letnich, czyli tzw. *spread*. Za pomocą tego wskaźnika, począwszy od lat 70-tych, dało się przewidzieć 7 kolejno następujących po sobie recesji gospodarczych (oznaczonych na różowo).

Krótko po tym gdy różnica pomiędzy rentownościami była poniżej 0 następowała recesja.

Jeśli weźmiemy pod uwagę inne często stosowane porównanie obligacji 2 i 10 letnich również uzyskamy podobny rezultat. Zwracamy natomiast uwagę na to, że w 2007 roku *spread* nie musiał być już tak niski jak w 2000 by doszło do krachu. Pozwala nam to wyrysować linię podparcia, która sugeruje, że obecnie stan zagrożenia może wystąpić wcześniej – zanim dojdziemy do zera.

Oczywiście to tylko przypuszczenie, pamiętajmy że dotychczas zanim pojawiła się bessą zawsze dochodziło do ujemnych spreadów.

Dlaczego tak się dzieje? Co ma wspólnego krzywa dochodowości obligacji z rynkiem akcji?

Zasadniczo z 3 powodów:

1. Obligacje zawsze stały w opozycji do akcji i można powiedzieć, że to konkurujące ze sobą rynki. Gdy rosną stopy procentowe i można na krótkoterminowych obligacjach zarobić tyle samo lub więcej niż na dywidendach to kapitał przenosi się do obligacji. Z taką sytuacją mamy do czynienia obecnie. Coraz większa rentowność obligacji, w końcu odwróci inwestorów od rynku akcji.

2. Gdy dochodzi do załamania na rynku akcji kapitał tym bardziej ucieka w stronę obligacji jako, że uważane są one za aktywa „bezpieczniejsze”, bez ryzyka bankructwa z corocznie wypłacanymi odsetkami.

3. Banki centralne ZAWSZE preferują rynek obligacji. Jeżeli stopy procentowe urosną za bardzo to państwo ma coraz wyższe koszty zadłużania się. Możecie być pewni, że FED, ECB, NBP, czy jakikolwiek inny bank centralny będzie się przed tym bronił. BC będzie robić wszystko by wywołać krach na rynku akcji, tylko po to by kapitał przeniósł się na rynek długu.

Reasumując nie jesteśmy zwolennikami inwestowania w obligacje skarbowe. Wyjątkiem są momenty, w których ceny obligacji w krótkim czasie spadają o kilka procent, panuje pesymizm i wszystkie media straszą kolejnymi spadkami na rynku długu – wtedy warto zastanowić się nad spekulacyjnym wejściem. Poza tymi nielicznymi przypadkami, lepiej trzymać się od obligacji z daleka. Generalnie Ich cena jest tak mocno uzależniona od działalności banków centralnych, że nie będąc insiderami stoimy z góry na straconej pozycji. Ponadto rentowność obligacji nigdy nie przekracza realnej inflacji.

Czym innym jest śledzenie rynku długu. To z pewnością powinniśmy robić, jeśli chcemy być świadomi nadejścia ewentualnej korekty czy nawet krachu.

Autorstwo: Zespół „Independent Trader”

Źródła: IndependentTrader.pl, WolneMedia.net