

Japonia idzie śladem Zimbabwe

25 czerwca 2016

Na rynku obligacji japońskich doszło, w ostatnim czasie, do „trzęsienia ziemi”. Największy z banków – Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ (BOTM) – zrezygnował ze statusu primary dealer. Powodem takiej decyzji jest struktura rządowego długu, która przedstawia gigantyczną spekulacyjną bańkę, nadmuchaną dzięki interwencjom Banku Japonii (BOJ). Rząd w Tokio, od wielu lat, stosuje politykę zakładającą utrzymanie niskich lub wręcz zerowych stóp procentowych, którą wypłoszył indywidualnych inwestorów z rynku długu. Obecnie nawet 10-letnie obligacje sprzedawane są z ujemnym oprocentowaniem gwarantującym stratę.

Sytuacja w japońskich obligacjach, którą możemy dziś zaobserwować, jest na dłuższą metę nie do utrzymania. Ceny są zbyt wysokie, a posiadacze rządowego długu poniosą ogromne straty, jeśli BOJ wycofa się z polityki super niskich stóp procentowych. Spadek cen będzie tym dotkliwszy, im dłuższy będzie okres do wykupu danej obligacji. Zatem możliwość odsprzedaży aktywów po wyższej cenie kolejnemu nabywcy jest mało prawdopodobna i niesie ze sobą zbyt duże ryzyko. Z tego powodu banki, które posiadają przywilej organizowania rynku długu rządowego, wycofują się z pośrednictwa.

CZYM JEST STATUS PRIMARY DEALER?

Dzięki statusowi primary dealer, bank komercyjny posiada przywilej pośrednictwa w sprzedaży obligacji pomiędzy rządem, a inwestorami. Jest również odgórnie zmuszony do zapewnienia płynności na rynku długu, czyli inwestowania części swojego kapitału w obligacje. Wiąże się to również z tym, że oprócz obsługi zleceń kupna/sprzedaży, odkupuje sprzedawane obligacje, aby nie dopuścić do zapaści notowań (w sytuacji gdyby zabrakło kupców). Tego typu działania nazywa się market makingiem.

Primary dealer, to nic innego jak możliwość współpracy z politykami i ekonomistami z Banku Centralnego. To z nimi załatwia się sprawy dotyczące cen i wielkości emisji rządowego długu, dzięki czemu banki komercyjne (pośredniczące w procederze), cieszą się szczególnymi przywilejami. Status primary dealer gwarantuje również niemałe zyski, ponieważ wiąże się z dostępem do ważnych, insiderskich informacji, które na co dzień wykorzystywane są w handlu na światowych giełdach. Pośrednik, za każdą obligację sprzedaną inwestorom, dostaje premię, przy czym nie musi się specjalnie trudzić by znaleźć klientów, ponieważ rząd ustawowo zmusza fundusze emerytalne (i inne zależne od niego instytucje), do nabywania własnego długu.

DLACZEGO BOTM REZYGNUJE ZE STATUSU PRIMARY DEALER?

Skoro jest tak dobrze, dlaczego BOTM rezygnuje? Otóż dlatego, że wycena japońskiego długu osiągnęła absurdalne poziomy. Rząd wymaga opłaty za pożyczanie mu pieniędzy, czyli doprowadza do sytuacji, w której inwestor de facto ma zapewnioną stratę, chyba że jakimś cudem odsprzeda obligacje po wyższej cenie. W normalnej sytuacji odsetki, które posiadacz długu otrzymuje, wynagradzają mu ryzyko niewypłacalności emitenta. Ryzyko teoretycznie jest niewielkie, ale jednak istnieje. Odsetki są tym większe, im trudniejsza jest sytuacja danego kraju. Dla przykładu: greckie 10-letnie obligacje oprocentowane są na poziomie 7,8%, polskie 3,2%, a amerykańskie 1,6%.

Można zatem zadać pytanie: jeśli Japonia nie wypłaca inwestorom żadnej kwoty, to czy oznacza to, że jej bankructwo jest niemożliwe? Oczywiście, że nie. Kraj, który jest zadłużony na 230% w stosunku do PKB i zмага się z fatalną demografią oraz problemami z zaopatrzeniem w energię elektryczną, może zbankrutować dosłownie w każdym momencie. Ceny obligacji rządowych są wypadkową manipulacji oraz kolejnych rund programu dodruku jena. Dodatkowo, wyczerpują się możliwości dalszego wzrostu ceny obligacji, za to miejsca do spadku jest aż nadto. Jeśli oprocentowanie 10-latków

wzrosłoby do 2% – co miało miejsce w 2012 roku – ceny spadłyby o 20%. Gdyby nastąpił powrót wysokich poziomów odsetek (7%), spadek cen obligacji wyniósłby 70%! Im dłuższy jest czas do wykupu (duration), tym ceny aktywów poddane są większym wahanom. Oprócz tego, banki primary dealer zmuszone są do trzymania we własnym bilansie co najmniej 4% obligacji, na których systematycznie tracą. Widzimy zatem dlaczego pośrednictwo, w tym przypadku, staje się coraz bardziej ryzykowne i uciążliwe.

RYNEK DŁUGU W JAPONII

Banki komercyjne trzymają w swoich bilansach obligacje opiewające na kwotę 229 bln jenów (2,13 bln USD). Jest to o 30% mniej, niż jeszcze 2 lata wcześniej. Odpowiedzialnym za tę sytuację jest BOJ, który skupuje nowe emisje rządowego długu i przeprowadza kolejne dodruki jenów, wbrew sprzeciwowi banków komercyjnych. Obecnie BOJ powiększa pozycję na obligacjach o 80 bln jenów (744 mld USD) rocznie. W efekcie, Bank Centralny jest posiadaczem największej ilości obligacji japońskich na świecie i trzyma ich więcej, niż wszystkie inne instytucje razem wzięte.

BOJ skupuje nie tylko dług rządowy. Posiada również największą ekspozycję na ETF-y (czerwone słupki) – zamknięte fundusze inwestycyjne – wynoszącą ponad 50% całego rynku (niebieskie słupki). Doszło zatem do sytuacji, w której Bank Centralny Japonii stał się największym funduszem hedgingowym na świecie.

Silna pozycja BOJ-u spowodowała powiększenie bańki spekulacyjnej do gigantycznych rozmiarów, a przejęcie większości długu, znacznie zmniejszyło płynność na rynku. Z tego powodu wahania kursu obligacji – w razie potencjalnych wyprzedaży – będą głębsze, a także obciążą bilansy banków komercyjnych (zwłaszcza tych, ze statusem primary dealer). Już teraz zdarzają się dni, w których inwestorzy nie składają ani jednego zlecenia kupna.

W poprzednich latach, z Japońskiego rynku wycofało się kilka zagranicznych instytucji, a statusem primary dealer cieszą się obecnie już tylko 22 organizacje. Dopiero jednak rezygnacja BOTM – jako największego banku pośredniczącego w handlu obligacjami – wywołała burzę. Na nim się jednak nie kończy – dwa kolejne podmioty, Sumitomo Mitsui Financial Group i Mizuho Financial Group, planują rezygnację ze status primary dealer.

Prawda jest jednak taka, że gdyby nie BOJ, nie znalazłby się żaden kupiec na rządowy dług, a Japonia od dawna byłaby bankrutem. Niestety, obecna sytuacja osiągnęła takie wyżyny absurdu, iż nawet interwencje Banku Centralnego przestają zapewniać opłacalność pośrednictwa w handlu obligacjami.

KONSEKWENCJE INTERWENCYJNEJ POLITYKI MONETARNEJ W JAPONII

Obecna polityka BOJ osiągnęła przeciwne skutki do zamierzonych. Zamiast pomóc w pobudzeniu gospodarki i ratowaniu jej tym samym, przed bankructwem i potężnym kryzysem gospodarczym, powoduje tylko pogłębienie problemów na rynku długu. Permanentne odkładanie w czasie nieuchronnej depresji, przyczynia się jedynie do tego, że będzie ona coraz silniejsza, ponieważ w końcu zabraknie już środków na jej odroczenie. W konsekwencji sytuacja gospodarcza – w wyniku obecnej polityki – znacznie się osłabi, co ogromnie utrudni wyjście na prostą.

Jak długo BOJ trzyma rękę na pulsie, tak długo rynek długu będzie działał, choć coraz trudniej jest utrzymać pozory normalności. Polityka dodruku waluty skierowana m.in. na stymulowanie inflacji, przynosi odwrotne efekty: Japończycy obawiając się bankructw banków (czy ujemnych stóp na depozytach) wycofują środki z systemu. Czują, że sytuacja ekonomiczna w kraju jest zła, ograniczają więc konsumpcję i gromadzą oszczędności na trudniejsze czasy.

Deflacja, której BOJ wypowiedział wojnę, przybiera na sile, a to zwiastuje kolejne problemy, m.in. te związane z

umacniającym się ostatnio jenem. W ciągu ostatnich 2 lat jen umocnił się o około 15-20% w stosunku do innych walut i zmniejszył tym samym atrakcyjność japońskiego eksportu. To, z kolei, w połączeniu z ograniczaniem konsumpcji, grozi pogłębieniem się kryzysu. Jak to rozumieć? Konsumenci, na skutek obserwacji znacznego spowolnienia gospodarczego, oszczędzają środki na przyszłość. W efekcie zmniejsza się ilość sprzedanych towarów, a to przekłada się na mniejszą ilość pracy i grupowe zwolnienia. To z kolei potęguje strach wśród konsumentów i jeszcze bardziej pogarsza sytuację.

Powołam się tutaj na prognozy Kyla Bassa, wg którego podobny rozwój wydarzeń przygotowuje grunt pod jeszcze silniejszą stymulację monetarną, przeprowadzoną przez BOJ. Gdy obywatele Japonii wyciągną z materaców swoje oszczędności i rzucają się na towar by upłynnić taniejącego raptownie jena, kraj ogarnie hiperinflacja. Wg Kyla, Japonia będzie pierwszym rynkiem rozwiniętym, który w XXI wieku – poprzez wysoką inflację – doszczętnie zniszczy własną walutę.

PODSUMOWANIE

Powyższy opis przewiduje porażkę japońskiej polityki monetarnej. BOJ, ratując rynek długu, doprowadził do sytuacji, w której – by uniknąć bankructwa Japonii – będzie musiał w przyszłości interweniować z coraz większą siłą. Praktycznie nikt już nie chce inwestować w rządowe obligacje, a robią to jedynie instytucje, które są do tego odgórnie przymuszone. Problemy Japonii nie znikną, a będą się jedynie pogłębiały. Mimo iż proces ratowania gospodarki trwa już prawie 3 dekady, sprawy mają się coraz gorzej. Gwoździem do trumny jest oczywiście fatalna demografia, która już teraz odbija się na kondycji japońskich funduszy emerytalnych.

Podczas poprzedniego krachu, w sytuacji wystąpienia dużej zmienności i niepewności na światowych rynkach, jen traktowany był jak „bezpieczna przystań”, w której można było przechować kapitał. Zważywszy jednak na nierozważną politykę rządu

Japonii i skrajnie nieodpowiedzialne posunięcia BOJ, w oczach inwestorów jen stracił uprzywilejowany status. Ilość bezpiecznych przystani drastycznie się kurczy. Obecnie, pozostało jedynie złoto, bardzo płytki rynek srebra oraz Szwajcaria ze swoim frankiem.

Autorstwo: Zespół Independent Trader

Źródła: IndependentTrader.pl, WolneMedia.net