

Krach na rynku obligacji – wypadek przy pracy czy nowy trend?

14 stycznia 2017

Większość mediów ekscytuje się spadkami cen złota od czasu wyboru Trumpa na prezydenta Stanów Zjednoczonych. Tymczasem krach na rynku obligacji wydaje się być przemilczany. Wartość globalnego rynku obligacji przekracza kapitalizację wszystkich akcji. Jest to zdecydowanie największy rynek pod względem wartościowym.

Inwestorzy praktycznie na każdym rynku pozbywają się obligacji w zastraszającym tempie. Wielu z nich zdaje sobie doskonale sprawę, że wyższa inflacja wywołana działaniami banków centralnych jest tylko kwestią czasu i co sprytniejsi opuszczają rynek nim zrobi się za późno. Na pierwszy ogień poszły oczywiście obligacje o najniższym lub wręcz negatywnym oprocentowaniu. Spadki cen (czyli wzrost rentowności) obligacji widzimy jednak praktycznie na całym świecie.

Obecna ucieczka kapitału z rynku długu to dopiero początek. Rentowność obligacji na całym świecie jest bowiem ściśle ze sobą skorelowana. Poniżej załączam wykres prezentujący wysokość odsetek od 10-letnich obligacji USA na przestrzeni ponad 60 lat.

Cykl wzrostu cen obligacji (spadku rentowności) tak naprawdę powinien był zakończyć się w 2008 roku. Był to moment, kiedy większość gospodarek była zadłużona na tyle, że inwestorzy zdali sobie sprawę, że inwestowanie w dług rządowy przy danym poziomie odsetek nie jest warte ryzyka.

Aby utrzymać kontrolę nad systemem, banki centralne wkroczyły do akcji. Uruchomiono dodruk na niespotykaną wcześniej skalę, a za nowowykreowane środki banki centralne zaczęły skupować

obligacje, na które nie było chętnych. Mimo, iż skala zakupów realizowanych przez banki centralne odpowiadała za zaledwie kilka procent wartości rynku długu, to inwestorzy zdali sobie sprawę, że przy nowym kupcu z nieograniczonym budżetem ceny obligacji mogą dalej rosnąć. Fundamenty nie miały żadnego znaczenia. Podobnie dzieje się w szczytowych fazach każdej bańki spekulacyjnej.

Sukces banków centralnych polegał na tym, że udało się im przywrócić optymizm wśród inwestorów, dzięki czemu hossy w obligacjach ponownie stała się możliwa. Banki centralne osiągnęły to, co chciały. Inwestorzy znowu wrócili do inwestowania w obligacje, sprowadzając ich rentowność do rekordowo niskich poziomów. Pamiętajmy, niska rentowność oznacza wysoką cenę.

Ostatecznie po kolejnych 8 latach hossy w obligacjach, wyceny długu osiągnęły tak absurdalne poziomy, że trend zaczął się odwracać. Sprytniejsi inwestorzy postanowili pozbyć się długu i przesunąć kapitał w inne, bezpieczniejsze miejsce.

To z czym mamy do czynienia obecnie to dopiero początek otrzeźwienia na rynku. Dług globalny na każdym poziomie: rządowym, korporacyjnym czy osobistym jeszcze nigdy nie osiągnął tak absurdalnych poziomów. Oliwy do ognia dolewa historycznie niska rentowność.

Dzisiejsza wartość skumulowanego długu przekracza 180 bilionów USD lub 300% globalnego PKB. Dla porównania w roku 1980 dług oscylował w okolicy 100 % PKB.

Przy obecnej skali zadłużenia sytuacja na rynku obligacji może ewoluować wyłącznie w dwóch kierunkach. Oba niestety są wyjątkowo niekorzystne dla posiadaczy pozornie bezpiecznych obligacji.

SCENARIUSZ DEFLACYJNY

Na skutek upadku dużej instytucji finansowej jak Deutsche Bank

czy Unicredit dochodzi do kaskady bankructw. W pierwszej kolejności kapitał tracą posiadacze obligacji upadłych instytucji, które zgodnie z procedurą Bail-in są zamieniane na bezwartościowe akcje zbankrutowanej firmy. Spirala bankructw szybko się rozprzestrzenia. Kapitał ucieka od obligacji korporacyjnych, następnie od rządowych. Rentowność długu gwałtownie rośnie. W pewnym momencie zbankrutowane rządy ogłaszają bankructwo na obligacjach. W praktyce ich posiadacze tracą 50-70% zainwestowanych pieniędzy. Ostatecznie po kilku miesiącach finansowego trzęsienia ziemi nowe waluty oddłużonych krajów zostają sztywnymi kursami zapegowane do nowej globalnej waluty SDR emitowanej przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy.

Scenariusz taki jest raczej mało prawdopodobny ze względu na zniszczenie zaufania do sektora bankowego i w konsekwencji brak możliwości wyeliminowania gotówki, co z kolei wydaje się być celem nadrzędnym.

SCENARIUSZ INFLACYJNY

Aby zredukować rzeczywistą wartość zadłużenia banki centralne zmieniają formę dodruku. Do tej pory ok. 80% kapitału pozostawało w systemie bankowym, gdyż za świeżo wydrukowane waluty banki centralne skupowały z rynku obligacje rządowe, toksyczne aktywa od banków komercyjnych jak i akcje notowane na największych giełdach. Działania te nie przynosiły jednak efektu w postaci wysokiej inflacji.

Aby ją wywołać poszczególne rządy zwiększają deficyty budżetowe programami infrastrukturalnymi oraz socjałem w stylu 500+. Deficyty będą finansowane dodrukiem. W ten sposób ilość środków płaćniczych w gospodarce zacznie drastycznie rosnać. Wraz z nią oczywiście inflacja. W Polsce dla przykładu podaź waluty M3 (najszersza miara) wzrosła rok do roku aż o 9,6%.

Przy niskich stopach procentowych ustanawianych przez banki centralne oraz relatywnie niskiej rentowności długu (dzięki

kontynuowaniu skupu przez banki centralne) odsetki od długu pozostaną na poziomach dużo niższych niż rzeczywista inflacja. W takim otoczeniu realna wartość długu może być redukowana o 5-6% rocznie. W perspektywie dekady oznacza to zredukowanie rzeczywistej wartości długu o ponad 40%.

Scenariusz ten jest dużo bardziej prawdopodobny, gdyż 95% społeczeństwa nie zdaje sobie sprawy z konsekwencji dodruku czy też wynikającej z niego inflacji. Dług zresztą już z powodzeniem zredukowano w USA na przestrzeni lat 1960-1980.

Przez dwie dekady rząd USA szalał z wydatkami. Od roku 1954 Stany Zjednoczone nieoficjalnie uczestniczyły w konflikcie w Wietnamie na zasadzie przypominającej obecne zaangażowanie w Syrii. Po formalnym włączeniu się do wojny w 1964 oraz wprowadzeniu w życie programu Great Society (rozdmuchany socjał) deficyt dosłownie eksplodował. Na przestrzeni dwóch dekad zadłużenie rządu wzrosło z 300 do 900 mld USD.

Jak to jest możliwe, że w ujęciu dolarowym dług się potraja, a jednocześnie w odniesieniu do wielkości gospodarki spada z 56% do 32%?

Możliwości są dwie: Szybki wzrost gospodarczy z którym rzeczywiście mieliśmy do czynienia i co najważniejsze – wysoka inflacja. Wysoka to może niedopowiedzenie. Musi być ona dużo wyższa niż odsetki od obligacji czy kredytów. W takim otoczeniu posiadacze obligacji zostają spłaceni co do grosza. Problem jest jednak taki, że nawet po powiększeniu kapitału o odsetki jest on dużo mniej wart niż w momencie gdy kupowano obligacje.

Celowo porównałem okres sprzed 45 lat do sytuacji obecnej, gdyż wiele wskazuje na to, że pójdziemy tą samą ścieżką. Za nami 8 lat szalonego dodruku. Baza monetarna 6 największych banków centralnych wzrosła z 6 do 17 bln USD. Z podobnym wzrostem mieliśmy do czynienia pod koniec lat 60-tych i na początku 70-tych.

Inflacja jednak jak widać powyżej uderzyła z kilkuletnim opóźnieniem i z dużym prawdopodobieństwem można założyć, że i tym razem będzie podobnie. Co ważne, pierwsze manipulacje przy liczeniu inflacji w USA pojawiły się dopiero w latach 80-tych, więc zaprezentowane grafiki dość rzetelnie oddają ówczesną sytuację. Jeżeli ktoś jednak wierzy w rządowe miary inflacji CPI ignorując alternatywne dane publikowane przez Shadowstats czy Chapwood to poniżej zamieszczam fragment pewnego raportu:

„W 2006 roku firma brokerska należąca do Credit Agricole opublikowała wyniki badań, z których wynikało, że inflacja w USA wyniosła wówczas 6,7%, czyli mniej więcej tyle ile tempo przyrostu podaży pieniądza M3. Tymczasem rząd oficjalnie informował o 2% inflacji.”

DLACZEGO ANALOGIA DO LAT 1970. JEST TAK ISTOTNA?

Przez ostatnie kilkanaście lat wmawiano nam, że obligacje rządowe są najbezpieczniejszym z bezpiecznych aktywów. Osoby, którym szczególnie zależy na małej zmienności i bezpieczeństwie wg propagandy medialnej powinny skupić się wyłącznie na obligacjach. Tymczasem to właśnie obligacje w tamtym okresie okazały się być jednym z najgorszych aktywów inwestycyjnych.

Analogii do lat 1970. jest mnóstwo. Co jednak ważniejsze, dziś zadłużenie jest na dużo większym poziomie, a i ceny obligacji są dużo wyższe. W mojej ocenie obligacje na przestrzeni kolejnej dekady staną się gwarantem straty. Strata będzie jednak dużo większa niż w przypadku osób, które 4 dekady temu spokojnie trzymały kapitał w „bezpiecznych” obligacjach.

CO ZATEM MOŻEMY ZROBIĆ, ABY OCHRONIĆ NASZ KAPITAŁ?

W mojej ocenie powinniśmy przyglądać się bankom centralnym, jak i najważniejszym graczom.

Banki centralne w 2009 roku (rok po uruchomieniu QE), po 10 latach przerwy, ponownie stały się kupcami złota netto.

Oznacza to, że więcej kupują niż sprzedają. Co więcej, z każdym rokiem trend ten przyspiesza. Na poniżej grafice widzimy co prawda stabilizację w latach 2012 – 2015, ale byłoby naiwnością sądzić że Ludowy Bank Chin skupuje 150 – 200 ton rocznie mimo, iż do Państwa Środka trafia ponad 2000 ton. Chiny nie eksportują złota, którego są jednocześnie największym producentem (400 ton rocznie). Innymi słowy Chiny, Rosja, Iran, Indie oraz kraje Bliskiego Wschodu skupują złoto na potęgę, zdając sobie sprawę jaki efekt przyniesie dodruk. Rolę złota doceniają także zbankrutowane Włochy, które we współpracy z EBC istotnie przyczyniają się do destrukcji europejskiej waluty, ale włoskich rezerw złota nigdy nie pozwoliły zastawić.

Kolejnym przykładem są Chiny, które w błyskawicznym tempie pozbywają się zarówno obligacji, jak i rezerw walutowych wykupując ziemię, kopalnie, prawa do wydobycia surowców czy całe przedsiębiorstwa.

Wg oficjalnych danych chińskie inwestycje zagraniczne w 2016 roku (styczeń – październik) wyniosły 146 mld USD i były wyższe o 53% niż rok wcześniej. W rzeczywistości wartości te zapewne są dużo wyższe. Wiele akwizycji realizuje się bowiem poprzez spółki off-shore kontrolowane przez rząd Chin.

Pęd do surowców oraz aktywów materialnych jest całkiem zrozumiały jeżeli dostrzegamy analogię do dekady 1970-1980, podczas której mieliśmy negatywne stopy procentowe (niższe niż inflacja) podobnie jak ma to miejsce dzisiaj. W trakcie zaledwie 10 lat w efekcie destrukcji wartości dolara ceny surowców wzrosły 4-krotnie, a złoto i srebro doznały prawdziwej eksplozji kończąc rok 1980 bańką spekulacyjną. Ze złotem sprawa jest o tyle ciekawa, że całkowita wartość rezerw będących w posiadaniu rządów oraz banków centralnych (łącznie ok. 30 tys ton) warta jest przy dzisiejszych cenach około 1 bln EUR, czyli tyle ile EBC wydrukował przez ostatni rok.

Dodruk waluty oraz wysoka inflacja obecna przez całe lata

1970., były w stanie powstrzymać spadki na ekstremalnie przewartościowanych rynkach akcji. W ujęciu nominalnym przez 11 lat ceny akcji wahały się w przedziale (-20% + 30%) po to, aby ostatecznie zakończyć dekadę w punkcie wyjścia. Po uwzględnieniu inflacji ceny akcji spadły jednak aż o 72%.

CZY BANKI CENTRALNE MOGĄ POWSTRZYMAĆ SPADEK CEN OBLIGACJI?

Na to pytanie nie jestem w stanie odpowiedzieć. Wszystko zależy od tempa dodruku. Skumulowana wartość zakupów aktywów realizowanych przez banki centralne wynosi ok 2,5 bln USD rocznie. Całkowita wartość długu rządowego i korporacyjnego to około 110 bln USD. Bankom centralnym kilka lat temu udało się przekonać inwestorów do rynku obligacji. Dziś jednak wydaje się, że drastyczne zwiększenie dodruku w celu ratowania cen obligacji doprowadziłoby do zbyt silnej inflacji i utraty zaufania do waluty. W efekcie, bardzo ciężko byłoby przekonać inwestorów do powrotu na rynek. Inwestycje w obligacje narażają ich na spadek ceny z ekstremalnie wysokich poziomów albo utratę rzeczywistej siły nabywczej wynikającą z inflacji. W mojej ocenie inwestorzy oberwą z dwóch stron jednocześnie, pytanie tylko który czynnik będzie dominujący.

PODSUMOWANIE

W obecnych realiach inwestowanie w dług jest dla mnie szaleństwem. Inwestorzy, którzy dobrze znają się na rynku obligacji mogą oczywiście koncentrować się na papierach krótkoterminowych (do 1 roku) lub na nielicznych rynkach mających potencjał do wzrostu. Pewnie znowu usłyszę że jestem rusofilem, ale po wyborze Kissingera na doradcę Trumpa ds. polityki zagranicznej to właśnie rosyjskie obligacje płaćące od 7,5% do 8,5% mają szansę na przyzwoity rajd. Jest to jednak zagranie wyłącznie spekulacyjne dla osób z dużą wiedzą i doświadczeniem. Ogólnie jednak patrząc na rynek obligacji trzymałbym się od niego z daleka.

Na koniec małe ostrzeżenie. W ostatnim czasie ceny obligacji

praktycznie każdego kraju spadły na tyle silnie, że przydałoby się małe odreagowanie. Spadek rentowności (wzrost cen) powinien być czymś normalnym. Mimo, iż moim zdaniem obligacje w długim terminie są ekstremalnie przewartościowane, nie pokusiłbym się póki co o ich shortowanie. Mamy przeciwko sobie zarówno banki centralne jak i inflację.

Autorstwo: Trader21

Źródła: IndependentTrader.pl, WolneMedia.net