

Obligacje rządowe gwarantem straty

19 sierpnia 2016

W przeszłości obligacje rządowe były postrzegane jako aktywo o najwyższym poziomie bezpieczeństwa, zapewniające odsetki znacznie powyżej inflacji. W ostatnich latach sytuacja zaczęła się zmieniać. Aby nie dopuścić do bankructw poszczególnych krajów banki centralne zaczęły skupować dług, windując ceny obligacji, tym samym sztucznie zaniżać wysokość wypłacanych odsetek. Kilkanaście miesięcy temu po raz pierwszy w historii rentowność obligacji rządowych spadła poniżej zera. W przypadku Japonii dotyczy to nawet papierów wartościowych z 30-letnim okresem zapadalności. Przez wiele dekad uznawano, że taka sytuacja nigdy nie będzie mieć miejsca, tymczasem dzisiaj obligacje gwarantujące stratę są już jednym z elementów świata finansów.

O tym, jak specyficzna jest obecna sytuacja, przekonuje wykres ukazujący oprocentowanie 10-letnich obligacji Stanów Zjednoczonych na przestrzeni ostatnich 70 lat.

Bardzo łatwo możemy wyróżnić dwie fazy, obie trwające około 35 lat. Pierwsza z nich związana była ze stopniowym wzrostem rentowności obligacji do poziomu 16% na początku lat osiemdziesiątych. Od tej pory oprocentowanie amerykańskich obligacji stale spada – obecnie na 10-letnich obligacjach USA można uzyskać nominalnie 1,5% zysku.

Innymi słowy: mamy do czynienia z końcówką ponad 30-letniej hossy na obligacjach. W tym czasie rentowność obligacji spadała, a więc rosły ich ceny. Jest to stosunkowo trudna do zrozumienia zależność, dlatego wytłumaczę ją na przykładzie.

Założmy, że zgodnie z obecnym poziomem oprocentowania kupujemy 10-letnie obligacje amerykańskie przynoszące 1,5% zysku. Następnie okazuje się, że po kilku miesiącach stopy procentowe

w Stanach Zjednoczonych zostały jeszcze bardziej obniżone, a rentowność nowych obligacji 10-letnich wynosi już tylko 1%. Dochodzi do sytuacji, w której kupione przez nas obligacje wypłacają 1,5 dolara na każde zainwestowane 100 dolarów, tymczasem nowe obligacje przynoszą już jedynie 1 dolara. Oczywiście kupione przez nas obligacje prezentują się korzystniej i ich cena wzrośnie. Stanie się tak, ponieważ inwestorzy na rynku chętniej odkupią nasze stare obligacje gwarantujące 1,5% zysku, niż nowe, których rentowność wynosi 1%. W taki właśnie sposób spadek rentowności wiąże się z wyższą ceną obligacji.

Na wcześniejszym wykresie zaprezentowałem wyłącznie rentowność obligacji amerykańskich, więc myślę, że warto podkreślić, iż pomiędzy poszczególnymi krajami występuje w tym zakresie znaczna korelacja. Można ją zobaczyć na poniższym wykresie:

Wykres pokazuje rentowność 10-letnich obligacji rządowych dla pięciu wybranych państw. Dane widoczne na grafice obejmują okres do 2015 roku. Warto jednak dodać, iż w przypadku Japonii oraz Niemiec oprocentowanie spadło już poniżej zera.

ABSURDY NA RYNKU OBLIGACJI

Warto uświadomić sobie, co tak naprawdę oznacza negatywne oprocentowanie obligacji. Jeśli rentowność obligacji wynosi – 1%, to pożyczając np. 100 tys. złotych, rząd musi oddać jedynie 99 tys. złotych. Nawet nie uwzględniając inflacji, inwestor nabywa obligacje gwarantujące stratę. Jest to oczywiście chora sytuacja, jednak część inwestorów utrzymuje swoją aktywność na rynku. Dzieje się tak, ponieważ mają oni nadzieję, że rentowność obligacji nadal będzie spadać, a więc rosnać będą ich ceny. Jeśli inwestycji dokonuje się nie z powodu atrakcyjnej wyceny, ale tylko po to, by odsprzedać drożej kolejnemu głupiemu, to mamy niezbity dowód na obecność bańki spekulacyjnej. Tak było w 2001 roku, kiedy ludzie rzucali się na akcje firm technologicznych nieprzedstawiających żadnej wartości, zakładając, że zdążą je

sprzedać, zanim dojdzie do spadków. Podobnie określić można sytuację na rynku chińskim z 2015 roku, kiedy na giełdzie pojawiło się mnóstwo nowych inwestorów, skuszonych wzrostem cen akcji, a nie ich rzeczywistą wartością.

Duży wpływ na obecną sytuację mają działania banków centralnych, które stały się największymi kupcami obligacji. Doprowadza to do nieprawdopodobnych absurdów. Jeden z nich jest dobrze widoczny na poniższym wykresie, ukazującym porównanie rentowności obligacji Włoch i Singapuru.

Zadłużenie Włoch przekracza 130% w stosunku do PKB. Kraj od dekady tkwi w stagnacji, a całą sytuację dodatkowo komplikuje włoski sektor bankowy, który wyróżnia się najwyższym na świecie odsetkiem niespłacanych kredytów, wynoszącym 18%.

Zupełnie inaczej wygląda sytuacja w Singapurze, który nie ma długu netto, jest stabilny i przewidywalny finansowo, a dodatkowo zajmuje czołowe miejsca na świecie pod względem łatwości prowadzenia biznesu. Mimo to Singapur musi płacić za kredyt więcej niż Włochy. Dlaczego tak się dzieje? Jak widać na wykresie, rentowność Włoch spada od 2011 roku. To właśnie wtedy Europejski Bank Centralny zaczął skupować obligacje tego kraju. Gdyby tego nie zrobił, rentowność włoskich obligacji wzrastałaby nadal, aż do momentu ogłoszenia bankructwa. Ostatecznie jednak zdecydowano sztucznie wygenerować popyt na włoskie obligacje, co doprowadziło do widocznej na wykresie anomalii.

Wracając do obligacji, których rentowność znajduje się obecnie poniżej zera, warto wspomnieć o niedawnej wypowiedzi Billa Grossa, uznawanego na tym rynku za wielki autorytet. Stwierdził on, że „10 bilionów dolarów w obligacjach o ujemnym oprocentowaniu to supernowa, która pewnego dnia eksploduje”. Gross obecnie shortuje ujemnie oprocentowane obligacje, wychodząc z założenia, że utrzymanie takich cen na dłuższą metę jest niemożliwe.

Obecna sytuacja na rynku obligacji niesie ze sobą jeszcze jeden istotny skutek. Znaczna część inwestorów, którzy chcą obronić się przed inflacją, przenosi swój kapitał na rynek akcji. W efekcie po raz kolejny usłyszeliśmy o rekordach notowanych przez amerykańskie indeksy, co ma być dowodem na znakomitą kondycję gospodarki.

SKALA PROBLEMU

Obecnie globalna wartość obligacji o ujemnym oprocentowaniu wynosi 13 bilionów dolarów. Warto zwrócić uwagę na to, jak szybko ta wartość wzrasta. Jeszcze dwa lata temu tego typu obligacje w ogóle nie były obecne na rynku. W lutym 2015 roku ich łączna wartość wynosiła 3,6 bln dolarów, a następnie podwoiła się w ciągu kolejnego roku do 7 bilionów dolarów. Kolejne podwojenie wartości zajęło już tylko 5 miesięcy.

Być może łatwiej będzie uświadomić sobie skalę problemu, porównując obecną sytuację z ostatnim kryzysem finansowym. W 2007 roku toksycznym aktywem okazały się obligacje zabezpieczone kredytami hipotecznymi. System ledwo zdołał utrzymać się na nogach. Tym razem toksyczne aktywo stanowią obligacje z negatywnym oprocentowaniem emitowane przez bankrutujące rządy. Różnica? łączna wartość obligacji, które spowodowały ostatni kryzys, wynosiła 0,7 biliona dolarów. Dzisiaj mamy do czynienia z negatywnie oprocentowanymi obligacjami, których wartość przekroczyła 13 bilionów dolarów, a jeszcze przed końcem roku będzie to 20 bln dolarów. Jest to kompletnie inna skala problemu.

Podobnie jak w wielu innych przypadkach, chciwość i chora spekulacja mają swój wkład w wykreowanie kolejnej bańki spekulacyjnej. Dziesięć lat temu inwestorzy skupowali obligacje zabezpieczone kredytami hipotecznymi, z kolei teraz bezmyślnie nabywają obligacje gwarantujące stratę. Wszystko opiera się na założeniu, że znajdzie się „głupszy”, któremu odsprzedamy aktywo z zyskiem.

KONSEKWENCJE

„Możemy ignorować rzeczywistość, ale nie możemy ignorować konsekwencji, której z tej rzeczywistości wynikają” – Ayn Rand.

Rozróżniając akcje i obligacje, podkreśla się zazwyczaj, że pierwsze z nich są bardziej ryzykowne. Obecna sytuacja przynosi jednak diametralną zmianę definicji obligacji, które z synonimu bezpieczeństwa stają się gwarantem straty. Biorąc pod uwagę realną inflację, siła nabywcza obligacji wygląda jeszcze gorzej.

Jedną z ofiar negatywnie oprocentowanych obligacji staną się fundusze emerytalne, które nie będą w stanie wypracować zysków dla swoich klientów. Jako że są one zwolnione z podatku, ustawodawcy najprawdopodobniej zmuszą je do okazania wdzięczności i zainwestowania np. 50% kapitału w „bezpieczne” obligacje. W drugiej kolejności rząd wywrze wpływ również na indywidualne konta emerytalne. Ostatecznie dojdzie do sytuacji, w której emerytom nie pozostanie nic innego, jak tylko zwrócić się po pomoc bezpośrednio do państwa. Będzie to dalszy ciąg trwającego od wielu dekad procesu, polegającego na uzależnianiu obywateli od woli polityków. Jego odzwierciedleniem jest poziom wydatków publicznych, które stale rosną w stosunku do PKB.

Poziome linie oznaczają poziom wydatków publicznych w stosunku do PKB dla strefy euro oraz USA w 2014 roku. Jak widać, na przestrzeni ostatnich 100 lat skala wydatków publicznych w odniesieniu do PKB wzrosła mniej więcej czterokrotnie.

Po raz kolejny w niekorzystnej sytuacji znajduje się klasa średnia. Znaczną jej część stanowią osoby posiadające oszczędności, których siła nabywcza nieustannie traci na wartości. Na drugim biegunie znajduje się najbogatsza część społeczeństwa, która dzięki niedostępnym dla ogółu informacjom wie, jak inwestować w niepewnym środowisku i kiedy wycofać się

z przewartościowanych rynków.

Negatywne oprocentowanie jest kolejnym dowodem na to, że polityka banków centralnych nie przynosi pozytywnych efektów. Nigdy w historii dodruk pieniądza nie okazał się skuteczny i tym razem również nie będzie wyjątku – gospodarki po prostu nie da się uzdrowić w ten sposób. Zapewne już wkrótce będziemy mieć do czynienia ze stagflacją. Oznacza to zerowy wzrost gospodarczy wynikający z ogromnego ciężaru długu, a także przyspieszającą inflację, której kontrolowanie stanie się dla rządów niewykonalne.

Na rynku obligacji dojdzie do sytuacji, w której inwestorzy zauważą, że cen nie da się już bardziej pompować. Zaczną więc wycofywać się, co zmusi bank centralny do zwiększenia zakupów. Ostatecznie dojdzie do sytuacji, która kojarzy się nam z Zimbabwe. Tym razem jednak kryzys nie będzie dotyczył państwa Trzeciego Świata, a najważniejszych gospodarek. Będziemy zmuszeni przejść przez odpisy długów do nowego systemu, być może bazującego na SDR-ach.

JAK MOŻEMY SIĘ CHRONIĆ?

Niezmiennie uważamy, że jednym z najlepszych rozwiązań jest inwestowanie w metale szlachetne. Prawdą jest, że chronią one przed załamaniem systemu, ale warto zwrócić uwagę na jeszcze jedną kwestię. Złoto i srebro spisują się znakomicie, kiedy mamy do czynienia z negatywnymi rzeczywistymi stopami procentowymi. W takim otoczeniu to właśnie metale przynoszą najwyższy zysk.

Godną uwagi grupę aktywów stanowią również surowce. Z jednej strony jest to aktyw materialne, a z drugiej ich ceny znajdują się obecnie na stosunkowo niskich poziomach, o czym pisaliśmy, chociażby w niedawnym artykule o surowcach rolnych.

Inwestowanie w akcje uznawane jest za jeden ze sposobów na uchronienie się przed inflacją, jednak w krajach rozwiniętych, odpowiadających za 87% łącznej kapitalizacji giełd, mamy do

czynienia ze sporym przewartościowaniem walorów. Zostają nam zatem rynki rozwijające się, na których można znaleźć dobre okazje, jednak ze względu na duże uzależnienie od najważniejszych giełd, odradzamy przeznaczanie na akcje więcej niż 10-15% swojego kapitału.

Wśród aktywów chroniących przed spadkiem wartości pieniądza wymienia się także nieruchomości, jednak w otoczeniu zerowych stóp procentowych ich ceny wzrosły do poziomów, których nie można uznać za atrakcyjne.

Cóż, inwestowanie kiedyś było dużo prostsze. Wystarczyło dostosować się do cyklu koniunkturalnego lub po prostu wpłacić środki na lokatę płaćącą 5% powyżej inflacji. Dziś musimy zmierzyć się z sytuacją postawioną na głowie, co zawdzięczamy bankierom centralnym próbującym na siłę utrzymać kontrolę nad systemem monetarnym. Jedyne co nam zostaje, to nieustanna edukacja i otrzeźwienie. Za dekadę lub szybciej będziemy śmiali się z określenia „bezpieczny jak w banku” czy „bezpieczne obligacje”.

Autorstwo: Zespół Independent Trader

Źródła: IndependentTrader.pl, WolneMedia.net