

Powell z Trumpem doprowadzą do krachu?

21 lipca 2018

Za nami ponad 9 lat hossy. Od 2008 roku banki centralne drukowały jak szalone. Za świeżo wydrukowaną walutę skupowano toksyczne aktywa, akcje, obligacje rządowe, obligacje korporacyjne czy inne instrumenty, dzięki którym udawało się wypychać wyceny większości aktywów finansowych na kolejne maksima. Poza dodrukiem niesamowicie pozytywny efekt odegrały w hossie zerowe czy nawet gdzieś tam ujemne stopy procentowe. Na przestrzeni 8 lat łącznie stopy procentowe obniżano ponad 650 razy i obecnie poza nielicznymi wyjątkami są one na poziomach znacznie poniżej realnej inflacji.

Swoimi działaniami banki centralne sprawiły, że rozwój gospodarczy, który dawniej determinował to co się działo na rynkach akcji czy obligacji przestał się liczyć. Inwestorzy zamiast przyglądać się twardym danym patrzą na to co robią banki centralne, a w szczególności najważniejszy z nich czyli FED. Z kolei działania prezesa FED w połączeniu z wojną handlową zainicjowaną i podkrecaną przez Trump'a, jest gotową receptą na krach tuż po wakacjach.

Wojna handlowa Trumpa

Trump jako pierwszy znany mi prezydent USA postawił rzeczywiście gospodarkę Stanów Zjednoczonych na pierwszym miejscu. Przed nim każdy z prezydentów silnie promował ideę wolnego handlu, którego największym beneficjentem były kraje rozwijające się, w szczególności Chiny, do których trafiał nie tylko kapitał, ale i technologia.

Cztery dekady wolnego handlu za sprawą Trumpa się skończyły i przyszedł czas na wojny handlowe. USA nałożyły cła na Chiny oraz UE. Chiny odpowiedziały cłami, UE także. W przypadku Chin

cła dotknęły pierwotnie towarów, których wartość handlową szacowano na 34 mld USD. Teraz mówi się o kolejnych cłach łącznie dotyczących rynku o wielkości rzędu 400 mld. Wartości te są na pewno przeszacowane, bo Chiny eksportują do USA towary za ok 450 mld rocznie, ale cła na towary, których wartość oscyluje w okolicy 200 mld są jak najbardziej możliwe.

Problem jest taki, że obecnie cła nie bardzo działają więc wojna handlowa będzie się nasilać. Czemu nie działają? Cła, podobnie jak dewaluacja waluty mają za zadanie uderzyć w część gospodarki konkurenta nastawioną na eksport. Problem jest natomiast taki, że na cła ze strony USA, Chiny odpowiadają także cłami. Chiny co prawda eksportują do USA cztery razy więcej niż importują z USA, ale eskalacja wojny handlowej zwiększa niepewność na rynkach finansowych, co zawsze przekłada się na umocnienie dolara, co z kolei neutralizuje efekt ceł. Im więcej ceł wprowadzi USA, tym więcej ceł odwetowych wprowadzą konkurenci. Im bardziej zażarta wojna handlowa tym więcej niepewności na rynkach finansowych i tym silniejszy dolar, który jest zmorą dla rynków finansowych.

Drogi dolar to:

- Niskie zyski korporacji notowanych na NYSE, które połowę przychodów uzyskują poza USA i co ważne w taniejących walutach.
- Problemy dla krajów rozwijających się gdyż blisko połowa zadłużenia denominowana jest w drożącym dolarze (case podobny do kredytów frankowych w Polsce).
- Ogromne problemy dla banków z USA, które w okresie taniego dolara (2010-2012), ochoczo udzielały ogromnych kredytów korporacjom z krajów rozwijających się, a które dziś mają problem z jego spłatą. Dla przykładu akcje Goldmana potaniały 17% w ciągu zaledwie 3 miesięcy.

Co prawda dziś nikomu nie zależy na drogim dolarze, ale niepewność na rynkach finansowych napędza migrację kapitału

spekulacyjnego do amerykańskich obligacji i tym samym do dolara.

Polityka FED

FED jest pierwszym bankiem centralnym, który zaczął silnie podnosić stopy procentowe. Po siedmiu podwyżkach do tej pory FED zapowiada kolejne dwie w tym roku oraz trzy w kolejnym. To co będzie w roku 2019 dla mnie jest bez znaczenia bo ten rok moim zdaniem zmieni całkowicie otoczenie, w którym podejmuje się decyzje. Obecnie stopy procentowe są na poziomie 2%, sporo nawet poniżej oficjalnej inflacji o realnej nie wspominając. Problem jest natomiast taki, że jeżeli FED podniesie stopy we wrześniu o 0,25% czy do końca roku o 0,5% to tym samym doprowadzi do odwrócenia się krzywej dochodowości, o czym napiszę poniżej a co w przeszłości doprowadzało do krachu na rynkach akcji.

Wyższe stopy procentowe to także migracja kapitału z miejsc w których mamy niskie stopy jak Unia Europejska czy Japonia do USA, w którym podnosi się stopy. Kiedy 1,5 roku temu mieliśmy skrajnie drogiego dolara nie zwracałem uwagi na różnicę w rentowności obligacji, ale dziś po tym jak dolar stracił 13% względem euro różnica w oprocentowaniu zaczyna mieć znaczenie.

Gdzie wolelibyście trzymać kapitał? W obligacjach zbankrutowanych Włoch czy USA mogących wydrukować dowolną ilość USD, które wchłonie świat ze względu na status waluty rezerwowej. Co ciekawe nawet w Polsce mamy niższe stopy procentowe niż w USA. Migracja kapitału z miejsc o niskich stopach w kierunku wyższych stóp może doprowadzić do dalszego wzmocnienia się dolara i nawarstwienia problemów, które generuje drogi dolar.

Podwyżki stop to tylko jeden problem. Drugim jest tzw. redukcja bilansu, czyli wyprzedaż aktywów FED, który bardzo negatywnie wpływa na rynki akcji. Wyprzedaż rozpoczęła się w połowie zeszłego roku. Co miesiąc FED wyprzedawał aktywa warte

ok. 10 mld USD co było kwotą pomijalną. Z każdym jednak kwartałem poziom wyprzedaży podnoszono kolejne o 10 mld/m-c i dziś FED pozbywa się aktywów wartych 40 mld/m-c. Sporo.

Działania najważniejszych banków centralnych

Teraz możemy pomyśleć. FED wyprzedaje aktywa, ale co z tego skoro inne banki centralne mogą zwiększyć dodruk i wypełnić lukę po FED? Owszem, tak to działało przez ostatnie dwa lata. Problem z tym, że zarówno Europejski Bank Centralny jak i Japonii bardzo ograniczyły skalę dodruku. Co gorsza ostatnio nawet podobnie jak FED zaczęły redukować bilans!!!

Gdy w 2012 roku EBC ograniczał bilans (wyprzedawał aktywa) zarówno FED jak i BOJ drukowały jak szalone. Gdy w 2014 FED zaprzestał dodruku EBC uruchomił ponownie dodruk, a BOJ zwiększył jego skalę. Teraz jednak FED wyprzedaje aktywa warte 40 mld / m-c podczas gdy zarówno EBC czeka aż wygasną obligacje nie skupując nowych, a BOJ wręcz wyprzedaje aktywa od czasu do czasu.

Jak to ładnie nazwał ostatnio Stanley Druckenmiller, którego wypowiedzi staram się w miarę możliwości monitorować, „Banki centralne robią wszystko aby zafundować nam krach deflacyjny.” Korelację pomiędzy łącznym poziomem dodruku FED, EBC, BOJ a rynkami akcji możecie ocenić sami poniżej:

Krzywa dochodowości

Dla wielu osób krzywa dochodowości to jakaś czarna magia. W praktyce to różnica pomiędzy wysokością odsetek jakie płacą obligacje 10-letnie, a 2-letnie. Rentowność obligacji 10 letnich wyznaczana jest przez rynek i w miarę odzwierciedla to co się dzieje z inflacją w dłuższym terminie. Rentowność 2-letnich obligacji dla odmiany zależna jest od poziomu stóp procentowych ustalanych przez banki centralne.

Jeżeli FED ustala stopy procentowe na niskim poziomie ludzie chętnie zaciągają kredyty, co daje krótkoterminowy boom zarówno w realnej gospodarce jak i na giełdzie. Jeżeli stopy procentowe rosną gospodarka zwalnia, kredyty zaciągnięte na zakup akcji stają się droższe i ciężko wepchnąć akcje na wyższe poziomy.

Poniżej macie wykres przedstawiający różnicę pomiędzy oprocentowaniem 10- i 2-letnich obligacji USA.

W latach 1996 – 2000 różnica w oprocentowaniu spadała gdyż FED podnosił stopy, a wraz z nimi rosła rentowność obligacji 2-letnich. W marcu 2000 roku różnica wynosiła minus 0,5% co oznaczało, że obligacje krótkoterminowe płaciły wyższe odsetki niż obligacje długoterminowe. Takie zjawisko określamy mianem odwróconej krzywej dochodowości. W każdym razie po tym jak doszliśmy do wartości minus 0,5% zaczęła się trzyletnia bessy w trakcie której ceny akcji spadły o 67%

W latach 2003 – 2007 sytuacja wyglądała podobnie. Różnica w oprocentowaniu obligacji spadała szybko po czym w lipcu 2007 różnica wynosiła minus 0,15%. Wielu inwestorów czekało z ewakuowaniem się z rynku akcji, aż osiągniemy poziom minus 0,5% czyli tyle co podczas poprzedniego szczytu na rynkach akcji. Nie doczekali się, spadki zaczęły się szybciej (poziom minus 0,15%) i trwały do marca 2009. Ostatecznie od w ciągu dwóch lat akcje potaniały o ponad 60%.

W trakcie ostatnich lat krzywa dochodowości spadała także gwałtownie i obecnie wynosi 0,29%. O tyle różni się rentowność obligacji 10-letnich od 2-letnich. Obligacje długoterminowe nadal płacą więcej niż krótkoterminowe. Problem jest natomiast taki, że FED zamierza podnieść stopy procentowe o kolejne 0,25% we wrześniu co przełoży się na wzrost rentowności obligacji krótkoterminowych. Jeżeli na rynkach będzie utrzymywał się strach i kapitał popłynie do amerykańskich obligacji długoterminowych podnosząc ich cenę i tym samym obniżając ich rentowność to w krótkim czasie różnica w oprocentowaniu znowu może zejść do poziomów negatywnych.

Obligacje krótkoterminowe będą tym samym płaciły wyższe odsetki niż obligacje długoterminowe co w przeszłości inicjowało krach.

Margin debt

Margin debt jest długiem zaciągniętym na zakup akcji. W dużym skrócie jak akcje są tanie sentyment do inwestowania w akcje jest bardzo negatywny. Zazwyczaj tylko smart money wchodzi na rynek. Z czasem, już po silnych wzrostach pojawiają się zwykli inwestorzy. Zamieniają kapitał trzymany na lokatach na akcje. Gdy zaczyna brakować im kapitału i jednocześnie są przekonani, że na rynkach akcji czekają nas tylko wzrosty zaczynają kupować akcje na kredyt. Im większa wartość kredytu tym silniej akcje rosną. Poniżej macie wykres S&P 500 kolor niebieski oraz wartość kredytu zaciągniętego na zakup akcji.

Dolar w roku 2000 oraz dolar dziś to jednak nie to samo. Warto odnieść zatem poziom margin debt to PKB USA i w tym miejscu dochodzimy do ciekawych wniosków. Na szczytach hossy zarówno w 2000 jak i 2007 poziom margin debt do PKB USA wynosił 2,6%. Podczas dna bessy 2003 oraz 2009 równo 1,2%. Gdzie jest dziś? Otóż dziś wynosi dokładnie 3,27% co jest poziomem niespotykanym od 1929 roku.

Co robi smart money?

Określeniem „smart money” nazywamy wyrafinowanych inwestorów. Wchodzą oni na rynek gdy są ku temu przesłanki (jest tanio, są dobre perspektywy). Dla odmiany mianem „dumb money” określany ulicznych inwestorów, którzy wchodzą na rynek zazwyczaj w ostatniej fazie wzrostów bo „wszystko rośnie”.

W każdym razie od początku tego roku mamy ogromny odpływ kapitału z giełdy w grupie określanej jako smart money. Dla odmiany na początku tego roku mieliśmy rekordową pozycję long vs short w lewarowanych ETF-ach co ewidentnie wskazywało hurra

optymizm wśród ulicy.

W ramach ciekawostki wrzucam wam małe podsumowanie tego co robią insiderzy (członkowie zarządu, rady nadzorczej czy dyrektorzy finansowi w najmodniejszych spółkach).

Zachowanie commercials

Mianem commercials określamy największe banki inwestycyjne. Mają one nieograniczony dostęp do kapitału oraz najlepszych informacji. Poza uprzywilejowaną pozycją regularnie manipulują praktycznie każdym rynkiem za co organa nadzoru co roku nakładają dziesiątki miliardów kar. W sytuacji w której kary wynoszą kilka centów na każdego zarobionego dolara oraz braku kar więzienia dla zarządzającym commercials w zdecydowanej większości mają zyskowe transakcje wobec czego warto monitorować ich ruchy.

Poniżej prezentuję ich pozycję dla obligacji USA.

Korelacja pomiędzy ich pozycją, a zmianą ceny jest widoczna od razu. To na co warto zwrócić uwagę to fakt, że jeżeli pozycja long (zyskuje na wzroście ceny) wynosiła w przeszłości powyżej 20% to zazwyczaj mieliśmy dołek na obligacjach po czym ich ceny zaczynały rosnąć.

Ktoś może zastanawiać się czemu tylko 20% a nie 80% czy 100%. Otóż commercials jako największe banki często są drugą stroną transakcji dla różnego rodzaju funduszy inwestujących poprzez kontrakty terminowe. Często mają przeciwstawne pozycje. Stanowią drugą stronę dla funduszy long, drugą stronę dla funduszy short jak i mają pozycje spekulacyjne samego banku. Pozycja netto long na poziomie 20% jest tu znacząca.

Kiedy ceny obligacji rosną?

– Gdy spada inflacja na co się nie zapowiada. Dołek mieliśmy w 2016 i od tego czasu inflacja przyśpiesza na całym świecie.

– Gdy inwestorzy boją się spadków i pakują kapitał w obligacje USA będące synonimem bezpieczeństwa.

Poza tym mimo rosnącej inflacji rentowność obligacji 30-letnich (najdłuższych) spadła w ciągu 1,5 miesiąca 3,25% do 2,95%. To jest spadek aż o 9,3% w 6 tygodni i to na aktywie o pozornie niskiej zmienności. Najwyraźniej duzi gracze bardziej od inflacji boją się paniki na rynkach finansowych.

Podsumowanie

Zazwyczaj zdarza się tak, że widzimy różne sygnały z których można wyciągnąć różne wnioski. Czasami jednak sygnały ewidentnie wskazują na konkretny scenariusz. W grudniu zeszłego roku mieliśmy bardzo gwałtowne wzrosty na większości akcji jak i skrajny optymizm wśród ulicznych inwestorów. W efekcie asekuracyjnie ograniczyliśmy ekspozycje na akcje co okazało się dobrym posunięciem.

Obecnie mamy sytuację w której rynki akcji w krajach rozwijających się tąpnęły już solidnie co zawdzięczamy umocnieniu się dolara. W ciągu najbliższych tygodni (wakacje) wydaje mi się, że czeka nas odbicie zarówno na rynkach akcji EM oraz na większości surowców. Przemawia za tym także fakt, że coraz więcej przedstawicieli banków centralnych z krajów rozwijających się ciśnie na FED aby ten spasował trochę. Niezależnie od tego czy się dogadają wraz z końcem sierpnia zapewne bardzo ograniczę ekspozycję na aktywa najsilniej skorelowane z szerokim rynkiem akcji. Wiele razy Wam powtarzałem, że coś co jest tanie może stać się jeszcze tańsze.

Działania Trumpa w połączeniu z bardzo agresywną polityką FED (podwyżki stóp procentowych) jak i zatrzymanie dodruku w Europie oraz Japonii mogą doprowadzić do bardzo silnego krachu na rynkach akcji. Na rynkach finansowych nic nie jest pewne ale jeżeli przez dekadę przyzwyczajają się inwestorów do tego, że banki centralne podejmują nielimitowane działania aby rynki

akcji rosły, a później się z tych działań wycofują to ekstremalnie wyceny akcji w większości krajów bez pomocy nie utrzymają się długo.

Smart money ewakuuje się z akcji w zawrotnym tempie. Bułzet ma rekordową pozycję w gotówce, resztę w akcjach defensywnych. Ulica jak szalona kupuje modne akcje. Wnioski wyciągnijcie sami, a co do timingu to podrzucam Wam na koniec ciekawą grafikę.

Autorstwo: Trader21

Źródła: IndependentTrader.pl, WolneMedia.net