

Kontrola krzywej dochodowości – bańki inwestycyjne i stagnacja

Autor: **Daniel Lacalle**

Źródło: mises.org

Tłumaczenie: **Przemysław Rapka**

Banki centralne nie zarządzają ryzykiem, ale ukrywają je. Wiesz, że na rynku jest bańka, gdy małe odbicie w rentowności obligacji skarbowych wywołuje natychmiastową paniczną reakcję banków centralnych, próbujących zapobiec dalszym wzrostom rentowności. Jest to jeszcze bardziej oczywiste, gdy wzrost rentowności ma miejsce po latach sztucznego zaniżania stóp procentowych za pomocą polityki ujemnych stóp procentowych i skupu aktywów.

Ze zgrozą czyta się komunikat Europejskiego Banku Centralnego, że skupi więcej aktywów, aby mieć pod kontrolą niewielki wzrost rentowności, przez co emitowane obligacje wciąż są nominalnie i realnie negatywnie oprocentowane. Jeszcze straszniejsze jest obserwowanie, jak podmioty rynkowe pochwalają decyzję ukrywania ryzyka za pomocą dalszego zwiększania płynności. Wygląda na to, że nikt nie narzeka na fakt, że emitenci o wątpliwej wypłacalności emitują obligacje o ujemnym oprocentowaniu. Chyba nikt nie przejmuje się tym, że Europejski Bank Centralny zakupił ponad 100 procent emitowanych obligacji netto od państw strefy euro¹. Można dostrzec bańkę, gdy zwrócimy uwagę na to, że podmioty rynkowe uznają za logiczne podejmowanie radykalnych działań, mających zapobiec wzrostowi rentowności obligacji... do 0,3 procent w Hiszpanii czy 0,6 procent we Włoszech.

To jest dowód na obecność ogromnej bańki.

¹ Emisja netto obligacji (net issuance) to całkowita wartość nominalna wyemitowanego długu pomniejszona o zwrot kapitału (principal) ze wcześniej wyemitowanego długu. Przykład: jeśli dłużnik spłaci 100 tysięcy euro osobom, które wcześniej zakupiły obligacje o wartości nominalnej 100 tysięcy euro, ale również wyemitował obligacje o wartości nominalnej 110 tysięcy euro, to emisja netto obligacji tego dłużnika wynosi (w przybliżeniu) 10 tysięcy euro — całkowita wartość nominalna długu wyemitowanego przez tę osobę rośnie o 10 tysięcy euro. Lacalle podaje, że EBC skupił ponad 100 procent emisji netto obligacji krajów strefy euro. Wracając do naszej przykładowej osoby, EBC skupiłoby dług tej osoby o wartości nominalnej ponad 10 tysięcy euro. Czyli EBC skupiło dług krajów strefy euro o wartości nominalnej większej od wzrostu wartości nominalnej długu krajów strefy euro w danym okresie (przyp. tłum).

Gdyby Europejski Bank Centralny nie skupował całego nowego długu krajów strefy euro, to jakiego oprocentowania domagaliby się inwestorzy od Hiszpanii czy Portugalii? Trzy-, cztero-, pięciokrotnie większego od obecnego oprocentowania obligacji 10-letnich? Być może. Dlatego banki centralne krajów rozwiniętych znalazły się w pułapce własnej polityki. Nie mogą zasugerować normalizacji nawet wtedy, gdy gospodarka przeżywa okres silnej odbudowy, a inflacja rośnie.

Podmioty rynkowe mogą cieszyć się z tego, że te działania popchną w górę ceny akcji i ryzykowniejszych aktywów, ale również sprawiają, że cykle gospodarcze są słabsze, krótsze i gwałtowniejsze.

Banki centralne wyczerpały możliwości stosowania narzędzi, jak odkup obligacji i obniżanie stóp, a malejące przychody są ewidentne. Teraz patrzą na Japonię i politykę kontroli krzywej dochodowości.

Wiele artykułów chwali politykę kontroli krzywej dochodowości, prowadzoną przez Bank Japonii, twierdząc, że odniosła sukces. Utrzymała rentowności obligacji blisko zera od 2016 roku, kiedy to wprowadzono kontrolę krzywej dochodowości.

Jednak to wszystko jedynie ukryło ryzyko i doprowadziło gospodarke do stagnacji związanej z ogromnym zadłużeniem.

Dlaczego? Bank centralny wciąż wprowadza zmiany w skupie obligacji skarbowych o różnych terminach zapadalności, mając na celu powstrzymanie wzrostu nachylenia krzywej dochodowości i wzrostu oprocentowania obligacji powyżej pewnego poziomu, ponieważ mogłoby to doprowadzić do kryzysu gospodarczego, gdyby zaczęła rosnać awersja do ryzyka.

Jednak ta teoria oparta jest na wypaczonym obrazie rynku. Kontrola krzywej dochodowości nie redukuje ryzyka kryzysu, ale ukrywa to ryzyko, manipulując ceną obligacji skarbowych, rzekomo najbezpieczniejszych aktywów. W tej sytuacji podmioty rynkowe są zawsze wyeksponowane na znacznie większe ryzyko, niż chcą lub powinny, ponieważ cena ryzyka i kształt krzywej dochodowości są sztucznie ustalane przez bank centralny.

Idea stojąca za kontrolą krzywej dochodowości jest taka, że oszczędzający przestaną kupować lub sprzedawać obligacje skarbowe, gdy stwierdzą, że zmienia się cykl gospodarczy, a fundusze inwestorów zostaną przekierowane na finansowanie produktywniej części gospodarki, będą inwestowane w przemysł oraz zapewniały kredyt dla gospodarstw domowych. Jednak to się nie dzieje. Podmioty rynkowe wiedzą, że kształt krzywej dochodowości jest zmanipulowany,

a ryzyko jest ukryte, więc większość funduszy inwestuje w krótkoterminowe aktywa i refinansuje firmy zombie, które są już bardzo zadłużone. Utrzymywane są nadmierne moce produkcyjne, ceny ryzykownych aktywów szybują, podmioty już zadłużone są w nieskończoność refinansowane, a niskie stopy procentowe zapewniają płynność najmniej produktywnym częściom gospodarki. To nie jest zbieg okoliczności, że liczba firm zombie znacznie wzrosła w okresie wprowadzenia kontroli krzywej dochodowości. Jeszcze mniej przypadkowe jest rozdęcie się nieproduktywnego długu.

Pozwalając stopom dostosować się do rzeczywistości, efektywniej przesunięto by płynność do produktywnych branż i wzrost gospodarczy byłby silniejszy. Osłabiłoby to również bodźce skłaniające rządy do nadmiernych wydatków. Banki centralne twierdzą, że nie tną stóp procentowych, ale po prostu podążają za popytem rynkowym. Jeśli tak jest, to niech pozwolą im zmieniać się dowolnie. Ale nie pozwolą.

Kontrola krzywej dochodowości prawdopodobnie będzie oficjalnie wprowadzona przez Europejski Bank Centralny i Rezerwę Federalną, chociaż w rzeczywistości już jest stosowana. Nie rozwiąże jednak ona niczego. Jedyne nadmucha większe bańki i osłabi gospodarkę. Podobnie jak w Japonii, nie tylko nie zapobiegnie kryzysowi czy nie przygotuje gospodarki na niego, ale też nie doprowadzi do silnego ożywienia gospodarczego. Jedyne, co zrobi kontrola krzywej dochodowości, to podtrzyma rozdęte wydatki rządowe i utrwali zombifikację gospodarki kosztem realnych płac i produktywnych sektorów. Gdy już kontrola krzywej dochodowości zawiedzie, jak wszystkie pozostałe narzędzia represji finansowej, wtedy rządy i banki centralne stwierdzą, że to nie zadziałało, bo zrobili za mało. Działania zawsze są niewystarczające, gdy korzysta się z cudzych pieniędzy.