



W IDOCZNA RĘKA

SZAWJCARSKIEGO BANKU NARODOWEGO

SNB wyprodukował franka aby sfinansować zakup euro. Następnie wydał euro na wybrane przez siebie aktywa strefy euro, takie jak niemieckie bundy.

Nie jest tajemnicą, że SNB wydał pokaźną sumę na sprowadzenie franka w okolice €0,83 (odwrotność utrzymania euro na poziomie CHF 1,2). Zabieg ten pomógł również obniżyć stopy procentowe w Europie. SNB był także bezlitosnym kupcem europejskich obligacji.

Jakie czynniki przyczyniły się do tego epickiego załamania?
Dlaczego cały szwajcarski rynek obligacji tak gwałtownie spada?

Szwajcarski Bank Narodowy już w grudniu 2014 r. wprowadził ujemną [-0,25%] stopę depozytową, a poziom trzymiesięcznego Liboru CHF obniżył do przedziatu od -0,75% do 0,25%. W styczniu bieżącego roku SNB porzucił parytet wobec euro, a oprocentowanie depozytów bankowych zostało obniżone aż do -1,75%.

Sytuacja franka szwajcarskiego jest tak naprawdę zadziwiająca, jeśli nie patologiczna. Dopiero za 25 lat zobaczymy liczby, które mówić będą o rentowności obligacji – jeśli oczywiście zakładamy, że 21 punktów bazowych to rentowność.

Istnieje dzisiaj co najmniej kilka powodów tego finansowego i monetarnego załamania. Jednym z nich to taka sytuacja, kiedy stopy procentowe długoterminowych obligacji spadają do zera. Spadające stopy niszcza kapitał, a niskie stopy procentowe oznaczają wyższy ciężar zadłużenia. Jeśli stopy procentowe dla obligacji długoterminowych wynoszą zero, to bieżąca wartość netto całego długu (który ciągle narasta) jest nieograniczona. Dłużnicy wówczas nie są w stanie udźwignąć tego nieograniczonego ciężaru. Jakikolwiek system monetarny, który zależy jest od dłużników, obsługujących jego dług, musi prędzej czy później załamać się w przypadku gdy stopy procentowe spadną do zera. Czy aktualna sytuacja w Szwajcarii może dopro-

wadzić do załamania jej waluty?

Z pewnością nie teraz, jednak nie powinno być zaskoczeniem dla inwestorów gdyby proces ten przeciągał się przez cały bieżący rok. Dokładnego momentu nie sposób precyzyjnie określić – po prostu, takie wydarzenia są dość odporne na prognozy. Jednak jeśli proces ten rozpocznie się już na poważnie, to będzie on niezwykle wybuchowy, wysoce nie linearny i bardzo gwałtowny. Rentowność obligacji spada poniżej zera na początku stycznia i oscyluje obecnie blisko tego poziomu. 20- i 30-letnie obligacje znajdują się obecnie na tzw. poziomie krytycznym. Innym czynnikiem, który może być zaskoczeniem to zdumiewająco szalone tempo w jakim cała struktura stóp procentowych runęła w dół. Rentowność amerykańskich 10-latek wynosi obecnie około 1,8%, a dla porównania szwajcarskich -0,25%. Parę miesięcy wcześniej, rentowność szwajcarskich 10-letnich obligacji wynosiła jeszcze 37 punktów bazowych.

Gdyby jednak ktoś zamierzał spanikować i uciekać z kapitałem do Szwajcarii, to dodatnią rentowność przynoszą jeszcze obligacje 15-, 20-, 30- i 50-letnie. W październiku 2014 roku Helweci wyemitowali pół-wieczne obligacje za 555,1 mln franków oprocentowane na 2% rocznie. Na ironię zakrawa fakt, że frank stał się równie pożądany jak złoto, choć w listopadzie Szwajcarzy odrzucili pomysł wymuszający na SNB zwiększenie rezerw złota z obecnych 7,5% do 20%.

Dlaczego cały szwajcarski rynek obligacji tonie? Co więc się za tym kryje?

Panuje powszechne przekonanie, że Szwajcaria bardziej preferuje pożyczanie własnej waluty niż do-drukowywanie pieniądza celem wsparcia własnego wzrostu gospodarczego, tak jak ma to miejsce w strefie euro, Japonii czy Anglii.

Jak jest naprawdę?

SNB wyprodukował franka tylko po to, aby sfinansować zakup euro. Następnie wydał euro na wybrane przez siebie aktywa strefy euro, takie jak na przykład niemieckie bundy. SNB wydawał także od paru lat nowe franki, które wyprodukował na utrzymanie kursu euro na poziomie CHF 1,20. Taka sytuacja nie mogła trwać długo i nie była bez znaczenia dla szwajcarskiej gospodarki. Pojawienie się więc w obrocie nowego franka zaburzyło w znacznym stopniu wcześniejszą równowagę dostosowanej do ryzyka rentowności wszystkich klas aktywów. Tak więc za każdym razem, kiedy ceny obligacji idą w górę, każdy właściciel aktywów wyrażonych we frankach powinien więc prz kalkulować swoje preferencje inwestycyjne.

