

„ZŁOTE REFERENDUM” W SZWAJCARII NIEGROŹNE DLA STABILNOŚCI KURSU EUR/CHF

- W „złotym referendum”, które odbędzie się 30 listopada 2014 roku w Szwajcarii obywatele podejmą decyzję czy chcą zobligować Szwajcarski Bank Narodowy do spełnienia trzech warunków: utrzymywania 20% rezerw w złocie, zakazu sprzedaży złota oraz obowiązku przechowywania go wyłącznie w kraju. Początkowo sondaże wskazywały na przewagę zwolenników postulowanych zmian, jednak w ostatnim czasie badania opinii publicznej wskazują na odwrotne tendencje. Jednak nawet ewentualnie pozytywny rezultat referendum najprawdopodobniej nie wpłynie na zaprzestanie przez Szwajcarski Bank Narodowy obrony kursu EUR/CHF przed aprecjacją franka poniżej poziomu 1,20.
- **W przypadku pozytywnego rezultatu referendum utrzymaniu dotychczasowej polityki SNB w krótkim terminie będą sprzyjać następujące przesłanki:**
 - kwestie proceduralne: uzupełnienie 20% parytetu złota w rezerwach nie musi nastąpić natychmiast ze względu na możliwość wprowadzenia dłuższego okresu dostosowawczego. W postulatach nie ma też mowy o tym aby „złoty cel” był nadrzędny wobec aktualnie obowiązującego celu inflacyjnego – ich równoległe obowiązywanie znacząco zwiększa swobodę manewru SNB odnośnie doboru proporcji ich realizacji.
 - 20%-owy „złoty cel” nie jest sprzeczny z polityką obrony franka przed aprecjacją wobec euro. Zakupy złota przez SNB podobnie jak interwencje na parze EUR/CHF również mogą być realizowane poprzez proporcjonalny wzrost bazy monetarnej.
 - SNB w razie konieczności może obniżyć stopę depozytową poniżej poziomu analogicznej stopy EBC, a więc poniżej 0%, aby dodatkowo poza dokonywanymi operacjami interwencyjnymi powstrzymać franka przed umocnieniem wobec euro.
- Do obniżenia stopy depozytowej poniżej 0% oraz zwiększenia bazy monetarnej SNB może być zmuszony przez pozytywny rezultat „złotego referendum” ale również w przypadku dalszego rozszerzenia programu ekspansji ilościowej EBC ze względu na jej potencjalny wpływ na kurs EUR/CHF.
- **W dłuższym terminie pozytywny wynik referendum będzie powodować wzrost zasobów złota w rezerwach SNB ale nie będzie to czynnik stymulujący aprecjację kursu franka wobec euro, gdyż:**
 - ceny złota i franka szwajcarskiego stanowią alternatywę inwestycyjną wobec dolara przez co ich kursy mają bardzo podobną charakterystykę zmian. Silniejsze związanie franka ze złotem poprzez „złotą regułę” nie poprawi więc znacząco pozycji franka w globalnej architekturze finansowej.
 - realizacja „złotej reguły” przy okazji kontynuacji polityki obrony franka będzie szybciej zwiększać bazę monetarną, niż by to miało miejsce bez jej obowiązywania, gdyż SNB oprócz kreowania pieniądza na interwencje walutowe dodatkowo będzie musiał zapewniać środki na proporcjonalne względem nich zakupy złota. Większa baza monetarna w

dr Jarosław Kosaty

jaroslaw.kosaty@pkobp.pl

tel. 22 521 65 85

okresach obrony kursu EUR/CHF będzie oznaczać dłuższy okres i większe koszty normalizacji polityki monetarnej po jej zakończeniu przez co frank będzie relatywnie słabszy niż bez obowiązywania „złotego celu”.

- wymuszona „złotą regułą” dodatkowa ekspansja ilościowa będzie realizowana przez SNB również w okresach spadku kursu złota wobec franka szwajcarskiego, który automatycznie będzie zmniejszał udział kruszcu w rezerwach niezależnie od aktualnie prowadzonej polityki kursowej.
- Prawdopodobieństwo porzucenia obrony kursu EUR/CHF w wyniku pozytywnego wyniku „złotego referendum” jest niewielkie ze względu na duże znaczenie handlu zagranicznego dla gospodarki Szwajcarii. Potencjalne straty z tytułu zbyt silnego franka szwajcarskiego wobec euro byłyby dużo bardziej dotkliwe niż te wynikające z jego obrony przed takim scenariuszem.
- Potencjalny wpływ „złotego referendum” w Szwajcarii na kurs CHF/PLN wynika z faktu, iż jest on kursem krzyżowym kursów EUR/CHF i EUR/PLN ($\text{EUR/PLN} : \text{EUR/CHF} = \text{CHF/PLN}$). W przypadku utrzymania przez SNB obrony kursu EUR/CHF przed zejściem poniżej 1,20 główną determinantą zmian kursu CHF/PLN pozostanie kurs EUR/PLN.

Tabela 1. Macierz wpływu zmian kursów EUR/CHF i EUR/PLN na kurs CHF/PLN. W perspektywie końca 2015 roku zakładamy umocnienie złotego wobec franka szwajcarskiego (przesunięcie rynku z bieżących poziomów rynkowych zaznaczonych na czarno do obszaru zaznaczonego na niebiesko).

EUR/CHF \ EUR/PLN	4,00	4,05	4,10	4,15	4,20	4,25	4,30	4,35
1,2500	3,20	3,24	3,28	3,32	3,36	3,40	3,44	3,48
1,2250	3,27	3,31	3,35	3,39	3,43	3,47	3,51	3,55
1,2000	3,33	3,38	3,42	3,46	3,50	3,54	3,58	3,63
1,1750	3,40	3,45	3,49	3,53	3,57	3,62	3,66	3,70
1,1500	3,48	3,52	3,57	3,61	3,65	3,70	3,74	3,78
1,1250	3,56	3,60	3,64	3,69	3,73	3,78	3,82	3,87
1,1000	3,64	3,68	3,73	3,77	3,82	3,86	3,91	3,95

Objaśnienia:

- Niebieski obszar tabeli przedstawia prognozowany kierunek zmian kursu CHF/PLN w perspektywie końca 2015 roku.
- Czarny obszar tabeli wskazuje bieżące poziomy kursu CHF/PLN
- Czerwony obszar tabeli przedstawia scenariusz szokowy dla kursu CHF/PLN (jednoczesna zmiana kursów EUR/CHF i EUR/PLN – kurs EUR/CHF zmienia się na skutek zmiany polityki SNB, kurs EUR/PLN innych uwarunkowań nie związanych ze szwajcarskim referendum).

ZAŁOŻENIA „ZŁOTEGO REFERENDUM” W SZWAJCARII W KONTEKŚCIE WYZWAŃ BIEŻĄCEJ POLITYKI SNB

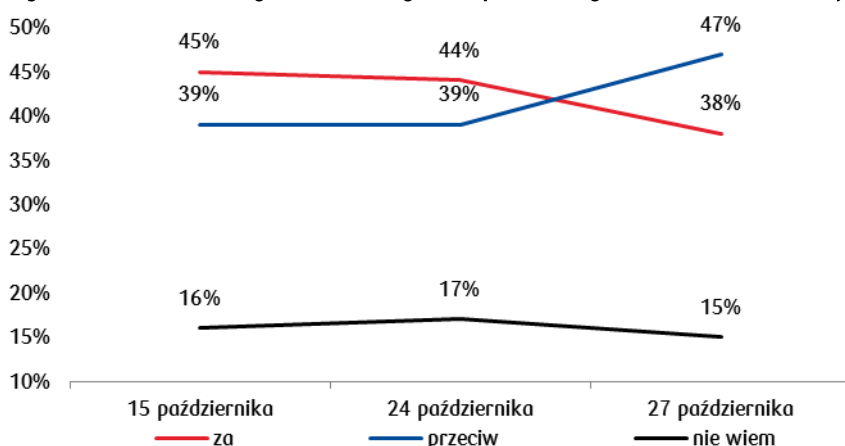
30 listopada 2014 roku odbędzie się w Szwajcarii referendum na którym łącznie poddane pod głosowanie zostaną następujące postulaty szwajcarskiej inicjatywy „Ratujcie nasze złoto”:

- Szwajcarskiemu Bankowi Narodowemu (SNB) nie będzie można sprzedawać raz zakupionego złota,
- Złoto będzie musiało stanowić przynajmniej 20% łącznej sumy aktywów SNB,
- Będące w posiadaniu Szwajcarii złoto oraz złoto w przyszłości nabywane będzie mogło być przechowywane wyłącznie na terenie kraju.

Wstępne sondaże wskazywały na przewagę opcji „na tak” jednak w ostatnim czasie opinie zaczęły się odwracać w kierunku „na nie” (**Wykres 1**). Dynamiczne zmiany preferencji na przestrzeni miesiąca oraz duża grupa osób niezdecydowanych nie daje pewności jak ostatecznie ułożą się wyniki referendum. W przypadku pozytywnego rezultatu nie ma pewności czy postulowane zmiany wejdą w życie, gdyż pewnym utrudnieniem może być tu szwajcarska ordynacja wyborcza, która dla ważności referendum wymaga poparcia powyżej 50% w większości kantonów. Zakładając jednak, że pomimo negatywnego stanowiska samego SNB udałoby się powyższe zmiany przeprowadzić warto przeanalizować potencjalny ich wpływ na politykę monetarną SNB oraz konsekwencje dla kursu franka.

Frank szwajcarski wraz z japońskim jenem i amerykańskim dolarem należą do tzw. walut bezpiecznej przystani, na które po 2008 roku silnie rósł popyt ze strony inwestorów uciekających od walut uznawanych za bardziej ryzykowne.

Wykres 1. Sondażowe wyniki rozkładu głosów przed „złotym referendum” w Szwajcarii.



Źródło: GFS Bern, 20 Minuten, PKO Bank Polski

Ponieważ frank szwajcarski wraz z japońskim jenem i dolarem amerykańskim należą do tzw. walut „bezpiecznej przystani” (safe havens) stąd efektem globalnego kryzysu, który wybuchł w 2008 roku po upadku banku inwestycyjnego Lehman Brothers był gwałtowny przyróg kapitału z innych rynków do USA, Japonii i Szwajcarii. Jego rezultatem była gwałtowna i silna aprecjacja walut tych krajów nadmiernie wzmacniająca i tak już występujące

Ze względu na duże znaczenie handlu zagranicznego w gospodarce Szwajcarii, SNB w ramach walki z deflacją zdecydował się na obronę kursu EUR/CHF na poziomie 1,20. Relatywnie małe rozmiary gospodarki Szwajcarii pozwoliły na ustanowienie celu walutowego polityki pieniężnej bez większych protestów ze strony jej głównych partnerów handlowych.

na skutek kryzysu procesy deflacyjne w ich gospodarkach. Aby temu przeciwdziałać banki centralne wymienionych krajów obniżyły podstawowe stopy procentowe do 0% aby zniechęcać inwestorów do lokowania u nich pieniędzy oraz zaczęły stopniowo uruchamiać bezprecedensową w swojej skali politykę ekspansji ilościowej.

Ponieważ wśród tych trzech gospodarek szwajcarska jest bardzo silnie uzależniona od handlu zagranicznego (**Wykres 2**) stąd Szwajcarski Bank Narodowy uznał, że najskuteczniejszym sposobem walki z deflacją będzie ekspansja ilościowa ukierunkowana na obronę kursu franka szwajcarskiego względem euro gdyż strefa euro jest najważniejszym partnerem handlowym Szwajcarii. W tym celu SNB wyznaczył poziomom 1,20 na kursie EUR/CHF za najniższy bezpieczny dla szwajcarskiej gospodarki i podjął się jego obrony aby uniknąć nadmiernej aprecjacji franka. Relatywnie niewielka skala szwajcarskiej gospodarki umożliwiła ustanowienie walutowego celu polityki monetarnej bez większych protestów ze strony europejskich partnerów handlowych. W praktyce realizacja tego celu sprowadza się do zwiększania bazy monetarnej („drukowania” franków szwajcarskich) celem zakupu euro i innych aktywów eurowych (**Wykres 3**). Jak pokazuje **Wykres 3** wzrost ilości franków szwajcarskich w obiegu niemal idealnie synchronizował się ze wzrostem rezerw walutowych SNB. Z **Wykresu 3** wynika również, że w 2013 roku oraz w pierwszej połowie 2014 szwajcarska baza monetarna pozostawała stabilna a mimo to kurs EUR/CHF samoczynnie utrzymywał się w okolicach 1,23. Ponowny wzrost szwajcarskiej bazy monetarnej nastąpił dopiero po pierwszej obniżce stopy depozytowej poniżej 0% w strefie euro oraz zapowiedzi możliwości uruchomienia ekspansji ilościowej przez EBC (co później sprowadziło się do uruchomienia programów TLTRO a następnie skupu ABS-ów oraz zapowiedzi rozszerzenia skupów na inne klasy europejskich aktywów). Biorąc pod uwagę, że EBC przymierza się do dalszego zwiększania ekspansji ilościowej, która w praktyce będzie oznaczać dalszy wzrost ilości euro w globalnym obiegu oraz dalsze osłabienie wspólnej waluty wobec innych o w miarę stabilnej podaży, SNB może być zmuszony do dalszego zwiększania skali interwencji aby zapobiec aprecjacji franka wobec euro (**Wykres 4**).

Na tym tle może rodzić się obawa, że skoro w wyniku sprzedaży znacznej ilości złota w 1999 roku oraz dotychczasowej ekspansji ilościowej jego udział w aktywach SNB spadł do ok. 8% (**Wykres 5**, **Wykres 6**) to pozytywny wynik referendum 30 listopada uniemożliwi szwajcarskiemu bankowi centralnemu dalszy wzrost bazy monetarnej ze względu na niedostateczne zasoby posiadanego złota. W efekcie obrona poziomu 1,20 na parze walutowej EUR/CHF może stać się potencjalnie niemożliwą, co może uruchomić gwałtowną aprecjację franka wobec euro. Aby udział złota w szwajcarskich rezerwach wzrósł z bieżących 8% do 20% Szwajcaria musiałaby zakupić 1400-1500 ton złota co stanowi około 50% rocznej światowej produkcji złota (przy założeniu, że bilans SNB nominalnie już dalej by się nie powiększał a jedynie rósł by w nim relatywny udział złota).

Przed wyciągnięciem radykalnych wniosków co do dalszych perspektyw kursu EUR/CHF w przypadku pozytywnego rezultatu referendum warto dokładnie przeanalizować potencjalne skutki „złotego referendum” na zdolność SNB do

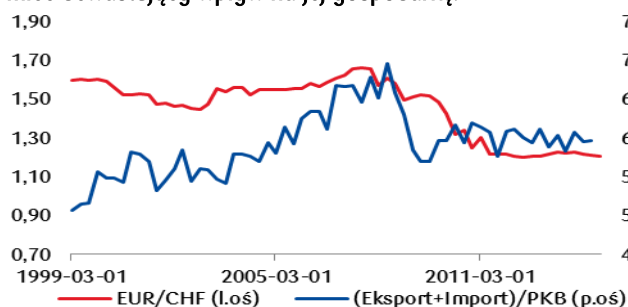
Ponieważ nadmierne umocnienie USD, CHF i JPY wzmagają i tak już zachodzące z powodu kryzysu procesy deflacyjne w USA, Japonii i Szwajcarii stąd stopniowo banki centralne tych krajów poza obniżeniem stóp procentowych do 0% rozpoczęły ekspansję ilościową.

Obrona kursu EUR/CHF przez SNB odbywa się głównie przez pośrednie interwencje walutowe, które są finansowane ekspansją bazy monetarnej („drukowaniem” pieniądza). Pozytywny wynik „złotego referendum” w Szwajcarii może nieco skomplikować prowadzenie szwajcarskiej polityki monetarnej.

Zapowiadana przez EBC możliwość dalszej ekspansji ilościowej może na pewnym etapie zmusić SNB do podobnego posunięcia, aby zneutralizować potencjalnie negatywny wpływ polityki EBC na kurs EUR/CHF.

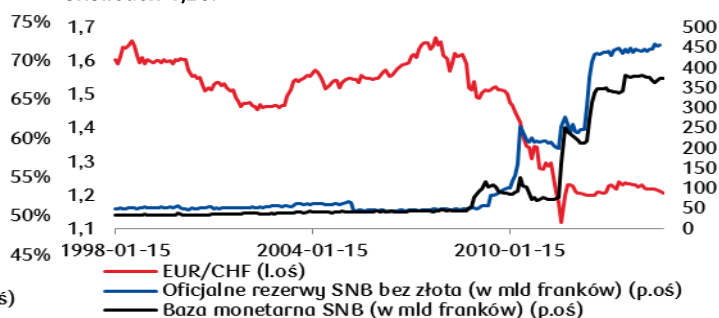
utrzymywania kursu EUR/CHF powyżej poziomu 1,20 w krótkim i długim terminie.

Wykres 2. EUR/CHF na tle handlu zagranicznego Szwajcarii (eksport+import) w relacji do PKB. Szwajcarska gospodarka jest silnie uzależniona od handlu zagranicznego. Przed 2008 rokiem udział handlu zagranicznego w relacji do PKB wynosił około 70% jednak globalny kryzys finansowy i silne umocnienie franka wobec euro zmniejszyło go do 60%. Gwałtowne umocnienie franka w obliczu dużej nadwyżki handlowej Szwajcarii mogłoby mieć dewastujący wpływ na jej gospodarkę.



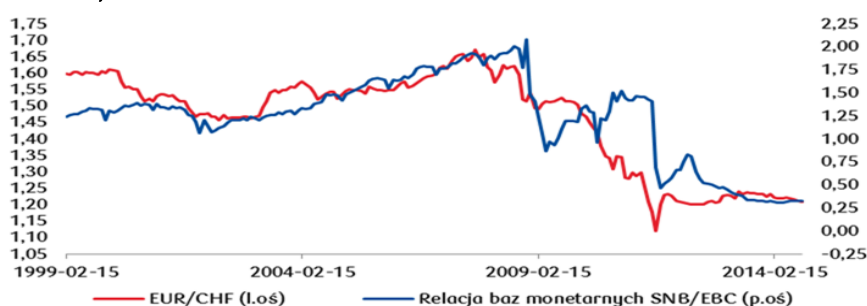
Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

Wykres 3. EUR/CHF na tle bazy monetarnej oraz zasobu rezerw walutowych SNB. Szwajcarskie rezerwy walutowe rosną w zbliżonych proporcjach z popytem pieniądza. W 2013 roku oraz do połowy 2014 roku kiedy rynek wraz z EBC wierzył w scenariusz samoczynnego przełamania tendencji deflacyjnych rodzącym się wzrostem gospodarczym w strefie euro, SNB nie musiał podejmować interwencji aby kurs EUR/CHF utrzymywał się w okolicach 1,23.



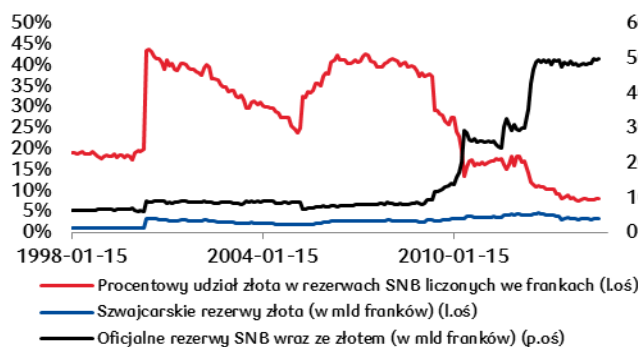
Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

Wykres 4. Kurs EUR/CHF na tle relacji baz monetarnych SNB/EBC. Zapowiadane przez EBC zwiększenie skali ekspansji ilościowej poprzez rozszerzenie asortymentu wykupowanych z rynku europejskich aktywów może zmusić SNB do dalszego zwiększania ilości franków w obiegu celem zneutralizowania efektów działań EBC na kurs EUR/CHF.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

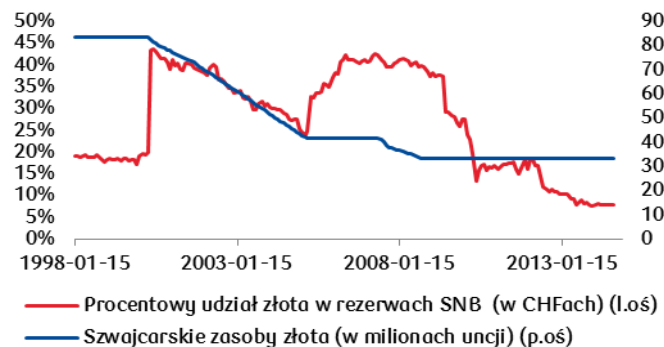
Wykres 5. Ekspansja bazy monetarnej SNB ukierunkowana przede wszystkim na zapewnienie środków do pośrednich interwencji walutowych znacząco przyczyniła się do spadku relatywnego udziału złota w rezerwach SNB z około 40% na początku bieżącego stulecia do około 8% aktualnie (wartość we frankach szwajcarskich).



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

17 listopada 2014

Wykres 6. Wraz z przystąpieniem do MFW w 1999 roku Szwajcaria sprzedała część swoich rezerw złota. Procentowy udział wartości złota w rezerwach SNB zmieniał się nie tylko pod wpływem zmian ilości posiadanego złota oraz polityki luzowania ilościowego ale również pod wpływem zmian cen złota względem franka. Silne wzrosty cen złota jakie następowały do 2008 roku zwiększały udział złota w rezerwach SNB pomimo, że szwajcarzy posiadali coraz mniej uncji złota.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

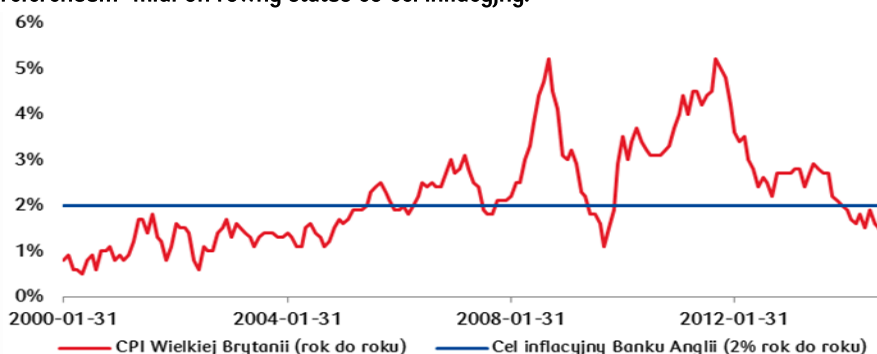
WPŁYW POZYTYWNEGO WYNIKU „ZŁOTEGO REFERENDUM” W SZWAJCARII NA ZDOLNOŚĆ SNB DO UTRZYMYWANIA KURSU EUR/CHF POWYŻEJ 1,20 W KRÓTKIM I DŁUGIM TERMINIE

1. **Uzupełnianie rezerw złota nie musi się dokonać z dnia na dzień** – władze legislacyjne Szwajcarii w reakcji na ewentualnie pozytywne referendum mogą wprowadzić okresy przejściowe na uzupełnienie rezerw złota przez SNB. Co więcej nawet ustanowienie od razu „złotego celu” w postaci 20% parytetu w rezerwach SNB nie oznacza konieczności natychmiastowego zaprzestania dalszej ekspansji ilościowej celem utrzymania kursu EUR/CHF na poziomie 1,20. Warto w tym momencie posłużyć się analogią do celu inflacyjnego jaki jest zapisany w regulacjach prawnych dotyczących celów statutowych większości banków centralnych na świecie. Czy w przypadku celu inflacyjnego na poziomie 2% każdorazowy wzrost inflacji powyżej automatycznie skutkuje podwyżkami stóp procentowych, a spadek inflacji poniżej tego celu automatycznymi obniżkami stóp procentowych? W praktyce wiele zależy od percepcji przyszłości danego banku centralnego, jego prognoz inflacyjnych itp. Na przykład Bank Anglii od paru lat w ramach walki ze skutkami kryzysu finansowego prowadzi interwencyjny skup wybranych aktywów finansowych według samodzielnie ustalonego limitu miesięcznego, co prowadzi do stałego wzrostu bazy monetarnej. W rezultacie tych działań w pewnym momencie nastąpił wzrost inflacji do około 5% pomimo oficjalnego celu inflacyjnego na poziomie 2% (**Wykres 7**) - nie skłoniło to jednak Banku Anglii do wstrzymania ekspansji ilościowej czy wręcz do zacieśnienia polityki monetarnej, gdyż z prognoz Banku Anglii wynikało, że wzrost inflacji powyżej celu jest przejściowy i że w ciągu paru lat nastąpi powrót wartości tego wskaźnika do 2%. Podobnie sytuacja mogłaby wyglądać w przypadku „złotego celu” SNB, gdyby okazało się np. że zakup złota stoi akurat w sprzeczności z realizacją innego równorzędnie obowiązującego celu inflacyjnego (w referendum nie ma mowy o nadrzędności „złotego celu” nad innymi celami SNB) lub, że w danym momencie nie ma możliwości szybkiego uzupełnienia zasobów złota ze względu na ograniczoną podaż na światowych rynkach.

W przypadku pozytywnego wyniku „złotego referendum” procedura uzupełnienia przez SNB rezerw złota z aktualnego 8% do wymaganych 20% może być rozciągnięta na lata.

Nawet gdyby „złoty cel” był uchwalony od razu to funkcjonowałby on równoległe z 2% celem inflacyjnym. W postulatach „złotego referendum” nie ma mowy o nadrzędności „złotego celu” nad innymi statutowymi celami SNB co daje szansę na większą dozę swobody w zakresie czasu i sposobu ich realizacji.

Wykres 7. Inflacja w Wielkiej Brytanii na tle celu inflacyjnego Banku Anglii. Realizacja celu inflacyjnego przez BoE lub inne banki centralne rzadko kiedy przyjmuje postać radykalnych działań obliczonych na rezultaty w bardzo krótkim czasie. Podobnie może być również z realizacją ewentualnego „złotego celu” SNB gdyby w wyniku „złotego referendum” miał on równy status co cel inflacyjny.



Możliwości interpretacyjnych i sposobów realizacji złotego celu w zgodzie z obowiązującym prawodawstwem jest bardzo wiele co tym samym oddala ryzyko nagłego „związania rąk” SNB w sytuacji kiedy konieczna byłaby szybka interwencja na rynku walutowym. Jest również więcej niż prawdopodobne, że celem władzy ustawodawczej w przypadku pozytywnego wyniku referendum nie byłaby z definicji chęć zablokowania możliwości prowadzenia elastycznej polityki przez SNB a jedynie umożliwienie zwiększonej akumulacji złota przy równoczesnej realizacji innych celów polityki monetarnej SNB.

2. **Konieczność regularnego zakupu złota celem utrzymywania jego stałego udziału na poziomie 20% aktywów nie jest bezpośrednio sprzeczna z utrzymywaniem dolnego limitu na EUR/CHF.** SNB poza natychmiastowym przeznaczeniem na zakup złota posiadanych w rezerwach aktywów nie-eurowych (np. dolarowych) może w każdej chwili zadeklarować, że celem osiągnięcia 20% parytetu złota odpowiednio proporcjonalnie zwiększy bazę monetarną aby bez szkody dla dotychczas realizowanej polityki obrony kursu EUR/CHF dodatkowo zacząć realizować również narzuconą w referendum „złotą regułę”.
3. **SNB poza deklaracją woli obrony dolnego limitu 1,20 na parze EUR/CHF może również obniżyć stopę depozytową poniżej zera i równocześnie poniżej poziomu aktualnie obowiązującego w EBC,** aby dodatkowo zniechęcić spekulantów próbujących przetestować determinację do obrony kursu franka oraz zmniejszyć koszty ekspansji ilościowej.

Tak więc w krótkim okresie czasu pozytywny wynik referendum w Szwajcarii nie oznacza, że polityka SNB ulegnie nagłemu paraliżowi z powodu niedostatecznych rezerw złota albo obaw o problemy z pokryciem w złocie dalszych interwencji na parze EUR/CHF.

Jeżeli spojrzeć na ewentualne skutki wprowadzenia „złotej reguły” z perspektywy długoterminowej to wysuwają się następujące wnioski:

4. **Sam fakt posiadania większego udziału złota w rezerwach SNB nie spowoduje automatycznej aprecjacji franka szwajcarskiego.** W systemie walutowym Bretton Woods, który obowiązywał do początku lat 70-tych, dolar był wymienialny na złoto a pozostałe waluty miały mniej lub bardziej usztywnione kursy wobec dolara – w tym systemie dolar był jedyną walutą bezpiecznej przystani względem której określana była wartość innych. W systemie płynnych kursów walutowych i „papierowego” pieniądza nie mającego stałego pokrycia w złocie, mimo wciąż dominującej pozycji dolara jako głównej waluty rezerwowej i jednocześnie waluty bezpiecznej przystani do której uciekają inwestorzy w sytuacjach kryzysowych, wykształciły się również poboczne waluty bezpiecznych przystani takie jak jen japoński czy frank szwajcarski. Chociaż nie mają one tak dużego udziału w rezerwach innych banków centralnych jak dolar jednak zaufanie do gospodarek, które reprezentują uczyniły z nich inwestycyjną alternatywę wobec dolara bardzo

Obrona kursu EUR/CHF za pomocą ekspansji ilościowej nie jest sprzeczna z równoległą realizacją „złotego celu”. SNB może w każdej chwili odpowiednio zwiększyć bazę monetarną aby poza realizacją celu kursowego móc równolegle zacząć zwiększać udział złota w rezerwach.

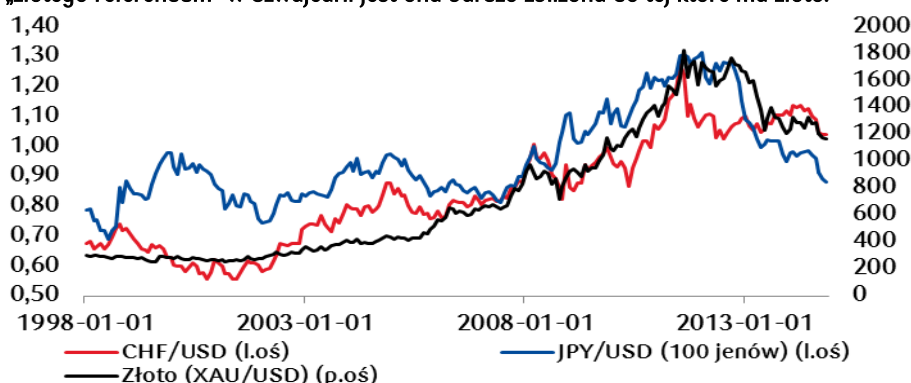
W przypadku pozytywnego wyniku referendum w Szwajcarii SNB poza kontynuacją obrony kursu EUR/CHF może również dokonać obniżki stopy depozytowej poniżej 0% i poniżej aktualnego poziomu tej stopy w EBC.

Ponieważ zarówno złoto jak i frank szwajcarski są uznawane za alternatywy inwestycyjne wobec dolara dlatego ich kursy mają zbliżoną charakterystykę – rosną gdy dolar się osłabia oraz spadają gdy się umacnia. Zwiększone posiadanie złota przez SNB nie zmienia istotnie pozycji franka szwajcarskiego w globalnej architekturze finansowej, nie spowoduje też jego automatycznej aprecjacji z tytułu silniejszego powiązania z cenami złota.

zbliżoną do tej jaką ma złoto. Świadczy o tym bardzo zbliżona charakterystyka zmian cen franka szwajcarskiego, jena japońskiego i złota względem dolara, która pokazuje, że mocny dolar oznacza zwykle słabsze notowania franka, jena i złota oraz odwrotnie (**Wykres 8**). Ponieważ złoto wraz z japońskim jenem i frankiem szwajcarskim są w pewnym sensie „anty dolarami” lub alternatywnymi „bezpiecznymi przystaniami” względem inwestycji dolarowych dlatego zwiększony udział złota w rezerwach SNB nie wpłynie na znaczącą zmianę charakterystyki zmian kursu franka szwajcarskiego, gdyż już teraz jest ona bardzo podobna do tej którą ma złoto. Z punktu widzenia globalnych rynków finansowych złoto, frank szwajcarski i jen japoński należą w pewnym sensie do tego samego „portfela antydolarowego”. Poza więc pewnymi technicznymi utrudnieniami jak niemożność sprzedaży raz zakupionego złota czy brak dochodu odsetkowego z tytułu posiadania złota, zwiększony udział złota w rezerwach SNB nie powinien istotnie wzmocnić franka szwajcarskiego na tle innych walut, tak walut bezpiecznych przystani jak i innych.

Kombinacja ekspansji ilościowej ukierunkowanej na obronę kursu EUR/CHF, „złotego 20% celu” oraz zakazu sprzedaży raz zakupionego złota będzie zwiększać bilans SNB bardziej niż gdyby „złota reguła” nie obowiązywała. Większy bilans SNB = dłuższy i droższy okres normalizacji polityki monetarnej = relatywnie słabszy frank szwajcarski przez dłuższy czas.

Wykres 8. Ceny złota wobec dolara na tle kursów CHF/USD i JPY/USD. Charakterystyka zmian cen złota, franka szwajcarskiego i jena japońskiego jest bardzo zbliżona – są one w pewnym sensie „anty dolarami”. Ewentualny wzrost udziału złota w rezerwach SNB nie zmieni zasadniczo charakterystyki tej waluty, gdyż nawet bez pozytywnego rezultatu „złotego referendum” w Szwajcarii jest ona bardzo zbliżona do tej którą ma złoto.



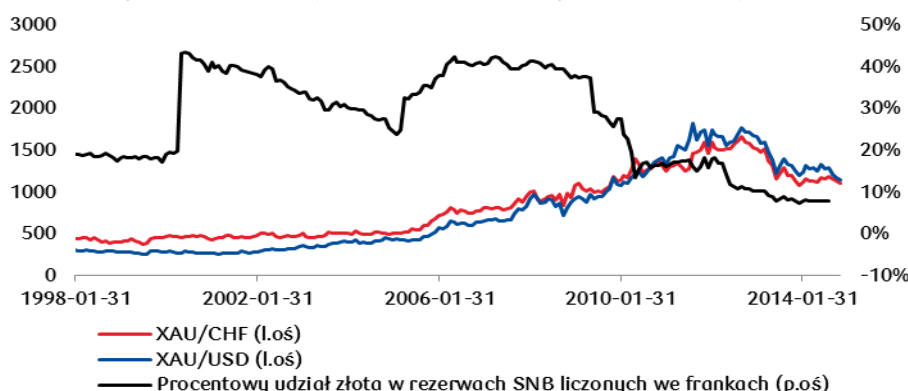
Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

5. Realizacja „złotej reguły” przy okazji kontynuacji polityki obrony franka będzie szybciej zwiększać bazę monetarną, niż by to miało miejsce bez jej obowiązywania, gdyż SNB oprócz kreowania pieniądza na interwencje walutowe dodatkowo będzie musiał zapewniać środki na proporcjonalne względem nich zakupy złota. Większa baza monetarna w okresach obrony kursu EUR/CHF będzie oznaczać dłuższy okres i większe koszty normalizacji polityki monetarnej po jej zakończeniu przez co frank będzie relatywnie słabszy niż bez obowiązywania „złotego celu”.
6. W przypadku pozytywnego wyniku referendum w Szwajcarii presja na zwiększanie franków szwajcarskich w obiegu i tym samym pośrednią deprecjację franka może występować nie tylko w wyniku ponawianych prób obrony EUR/CHF przez SNB ale okresowo również ze strony spadających cen złota. Ewentualny spadek cen złota wobec franka szwajcarskiego będzie zmniejszał udział złota w rezerwach SNB potencjalnie wymuszając dodatkowe zakupy złota celem uzupełnienia parytetu (**Wykres 8**). Jedynie długotrwały trend aprecjacji złota i/lub

zaprzestanie w przyszłości interwencji na rynku EUR/CHF mogłyby wyłączyć wpływ spadku cen złota na zmiany jego proporcji w rezerwach SNB. Silniejsze spadki cen złota wobec franka szwajcarskiego i innych walut „bezpiecznej przystani” występują zwykle w okresach narastania globalnych procesów deflacyjnych związanych z pogorszeniem globalnej koniunktury, w których rośnie również globalna awersja do ryzyka i tym samym popyt na franka szwajcarskiego. Kombinacja spadających cen złota wobec helweckiej waluty oraz obronnych interwencji SNB na parze EUR/CHF będzie prowadzić do silniejszych wzrostów szwajcarskiej bazy monetarnej niż w przypadku gdyby „złota reguła” nie obowiązywała. Konsekwencją większego bilansu SNB, będzie relatywnie słabszy frank w dłuższych okresach czasu.

Ceny złota z reguły spadają w okresach narastania globalnych procesów deflacyjnych, którym zwykle towarzyszy wzmożona ucieczka kapitału w kierunku walut „bezpiecznych przystani” jaką m.in. jest frank szwajcarski.

Wykres 8. Ceny złota wobec dolara i franka na tle procentowego udziału złota w rezerwach SNB. Gdy w globalnej gospodarce narastają recesyjne procesy deflacyjne ceny złota spadają zarówno wobec dolara jak i złota. W przypadku pozytywnego wyniku referendum w Szwajcarii każdorazowy spadek cen złota względem franka szwajcarskiego będzie zmniejszać relatywny udział złota w rezerwach SNB co okresowo może tworzyć dodatkową presję na zwiększone zakupy złota przez Szwajcarię.



Źródło: Thomson Reuters, PKO Bank Polski

Tak więc w długim terminie ewentualnie pozytywny wynik referendum w Szwajcarii nie tylko będzie sprzyjał akumulacji zasobów złota przez SNB ale również silniej zwiększał jego bilans niż gdyby „złota reguła” nie obowiązywała. Będzie to szczególnie widoczne w okresach, gdy SNB będzie się podejmował obrony kursu EUR/CHF i/lub gdy będą spadające ceny złota względem franka szwajcarskiego będą zmniejszać udział kruszcu w rezerwach SNB. Konsekwencją tego będzie dłuższy i droższy okres normalizacji polityki monetarnej co skutkować będzie relatywnie słabszym frankiem szwajcarskim względem innych walut w dłuższych okresach czasu.

PRAWDOPODOBIENSTWO ZAŁAMANIA SIĘ OBRONY KURSU EUR/CHF A KURS CHF/PLN

Potencjalny wpływ „złotego referendum” w Szwajcarii na kurs CHF/PLN wynika z faktu, iż jest on kursem krzyżowym kursów EUR/CHF i EUR/PLN ($\text{EUR/PLN} : \text{EUR/CHF} = \text{CHF/PLN}$). Prawdopodobieństwo porzucenia obrony kursu EUR/CHF w wyniku pozytywnego wyniku „złotego referendum” jest bardzo

małe ze względu na duże znaczenie handlu zagranicznego dla gospodarki Szwajcarii (**Wykres 2**). Potencjalne straty z tytułu zbyt silnego franka szwajcarskiego wobec euro byłyby dużo bardziej dotkliwe niż te wynikające z jego obrony przed takim scenariuszem. Z tego względu prezes SNB Jordan stwierdził, że również w wyniku pozytywnego rezultatu referendum SNB zrobi wszystko aby utrzymać kurs EUR/CHF powyżej 1,20 w podobnym tonie wypowiadał się również wiceprezes Danthine. W przypadku utrzymania przez SNB obrony kursu EUR/CHF przed zejściem poniżej 1,20 główną determinantą zmian kursu CHF/PLN pozostanie kurs EUR/PLN. Biorąc pod uwagę przeprowadzoną analizę uwarunkowań polityki SNB, ewentualnych skutków pozytywnego wyniku referendum oraz wypowiedzi przedstawicieli SNB **Tabela 1** przedstawia macierz wpływu zmian kursu EUR/CHF i EUR/PLN na kurs CHF/PLN. Przybliżone bieżące poziomy rynkowe kursu CHF/PLN przedstawiają czarne pola w **Tabeli 1**, scenariusz szokowy przedstawiają pola czerwone (EUR/CHF spada pod wpływem referendum w Szwajcarii, EUR/PLN rośnie pod wpływem innych czynników rynkowych), natomiast pola zaznaczone na niebiesko wskazują na przewidywany przez nas kierunek zmian kursu CHF/PLN w perspektywie końca 2015 roku.

Ryzyko załamania się kursu EUR/CHF poniżej poziomu 1,20 po pozytywnym wyniku referendum w Szwajcarii oceniamy jako mało prawdopodobne. Naszym zdaniem w perspektywie 2015 roku kurs CHF/PLN powinien się stopniowo przesunąć się w dół a nie w górę ze względu na stopniowy wzrost kursu EUR/CHF oraz spadek kursu EUR/PLN.

Przełamanie poziomu 1,20 na parze EUR/CHF w rezultacie pozytywnego wyniku „złotego referendum” w Szwajcarii uważamy za bardzo mało prawdopodobne.

BIURO STRATEGII RYNKOWYCH

PKO Bank Polski S.A.

ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa

t: 22 521 75 99

f: 22 521 76 00

Dyrektor Biura

Mariusz Adamiak, CFA

t: 22 580 32 39

mariusz.adamiak@pkobp.pl

Rynek Stopy Procentowej

Konrad Soszyński

dr Mirosław Budzicki

t: 22 521 61 66

konrad.soszynski@pkobp.pl

t: 22 521 87 94

miroslaw.budzicki@pkobp.pl

Rynek Walutowy

Joanna Bachert

dr Jarosław Kosaty

t: 22 521 41 16

joanna.bachert@pkobp.pl

t: 22 521 65 85

jaroslaw.kosaty@pkobp.pl

Analizy Ilościowe

Artur Pluska

t: 22 521 50 46

artur.pluska@pkobp.pl

DEPARTAMENT SKARBU

Wydział Klienta Strategicznego:

t: 22 521 76 43

t: 22 521 76 50

Wydział Klienta Korporacyjnego:

t: 22 521 76 35

t: 22 521 76 37

Wydział Klienta Detalicznego:

t: 22 521 76 27

t: 22 521 76 31

Instytucje finansowe:

t: 22 521 76 25

t: 22 521 76 26

Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks Cywilny. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mogą być traktowane, jako propozycja nabycia jakichkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego, podatkowego lub jako forma świadczenia pomocy prawnej. PKO BP SA dołożył wszelkich starań, aby zamieszczone w niniejszym materiale informacje były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach. PKO BP SA nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna, ul. Puławska 15, 02-515 Warszawa; Sąd Rejonowy dla m. St. Warszawy, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego numer KRS 0000026438; NIP: 525-000-77-38, REGON: 016298263; Kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 PLN.