

Co dalej z kursem franka?

9 listopada 2017

Nie ma chyba waluty, która budziłaby w Polsce większe emocje niż frank szwajcarski. Przyczyna jest wiadoma – ogromne zadłużenie Polaków, głównie z tytułu kredytów hipotecznych ochoczo udzielanych przez banki akurat w okresie kiedy frank notował historyczne minima.

Absolutnie nie twierdzę, że banki celowo wepchnęły miliony osób w pułapkę kredytów walutowych. Problem leży gdzieś indziej. W kwestiach finansowych absolutna większość z nas sięga pamięcią nie dalej niż 2 lata wstecz. Frank w odniesieniu do polskiej waluty taniał od 2003 roku. Widząc jak waluta Helwetów tanieje przez kilka kolejnych lat zarówno osoby biorące kredyt, jak i instytucje finansowe wpadły w pułapkę typowego myślenia. Skoro coś taniało przez kilka lat to czemu nagle miałoby zdrożeć. Efekt oczywiście wszyscy znamy. Dziś cena CHF oscyluje na dużo wyższych poziomach niż z momentu zaciągania kredytu. Pytanie co dalej. Czy frank ma szanse zbliżyć się do poziomów jakie widzieliśmy w 2008 roku czy może kiedyś przebiję 4,5 PLN? Dziś podzielę się z Wami moimi przemyśleniami.

ROLA FRANKA JAKO WALUTY TYPU SAVE HAVEN

Gospodarka Szwajcarii jest jedną z najstabilniejszych na świecie. Kraj ten cechuje się relatywnie niskim zadłużeniem, wysokim poziomem liberalizmu oraz innowacyjności. Szwajcaria ma także w przeliczeniu na obywateli największe rezerwy złota, na których w przyszłości może ponownie oprzeć swoją walutę. Mało kto wie, ale kraj ten jako ostatni, dopiero w 1999 roku porzucił powiązanie waluty ze złotem i to wyłącznie ze względu na ultimatum Światowej Organizacji Handlu.

Przez kolejne 10 lat (1999 – 2008) Szwajcarski Bank Centralny prowadził bardzo rozsądną politykę skupiając się głównie na

kreowaniu kredytu na potrzeby banków komercyjnych czyli na tym do czego został powołany. Sytuację zmienił kryzys z 2008 roku. Na rynki powróciła niepewność i obawy najpierw o kondycję banków amerykańskich, później europejskich, a ostatecznie o przyszłość Unii Europejskiej oraz wspólnej waluty. Na fali niepewności kapitał napływał silnie do Szwajcarii doprowadzając do znacznego umocnienia się franka. W szczytowym momencie (połowa 2011 roku) za 1 CHF płacono 1,4 USD. Na fali nacisków ze strony szwajcarskich eksporterów, jak i innych banków centralnych SNB rozpoczął dodruk franków, aby zrównoważyć zapotrzebowanie ze strony instytucji czy osób szukających bezpieczeństwa. W ciągu zaledwie 8 lat rezerwy walutowe Szwajcarii (nowo wydrukowane franki zamienione na inne waluty / aktywa) wzrosły z ok 50 mld CHF do ok 700 mld obecnie. Część ulokowano w akcjach największych spółek amerykańskich (83 mld – kolor jasnoczerwony) lecz reszta, zdecydowana większość trzymana jest w walutach obcych (kolor ciemnoczerwony). Wszystko aby przeciwdziałać umocnieniu helweckiej waluty.

Można zatem powiedzieć, że SNB robi co może, aby przeciwdziałać umocnieniu się CHF względem pozostałych walut. Poza dodrukiem Bank Szwajcarii utrzymuje negatywne stopy procentowe (każę sobie płacić za możliwość przechowania waluty), lecz nie przynosi to większego rezultatu. Ostatecznie skoro stopy procentowe wynoszą minus 0,75% rocznie, a kurs waluty łatwo może zmienić się o 10-15% rocznie to dla wielu inwestorów nie jest to duża cena za bezpieczeństwo jakie niesie za sobą CHF.

Wydawałoby się, że w otoczeniu stabilnej gospodarki, dużego popytu na CHF oraz interwencji banku centralnego przeciwdziałających umocnieniu się franka kurs teoretycznie powinien rosnąć w dłuższym terminie. Nie do końca. Scenariusz może wyglądać inaczej, i to zwłaszcza w odniesieniu do złotego.

CYKLICZNOŚĆ NA RYNKACH KAPITAŁOWYCH

Nie jest żadną tajemnicą, że kapitał spekulacyjny migruje pomiędzy krajami rozwijającymi się, a USA. Opowiadałem o tym wielokrotnie. Dla przypomnienia dołączam tabelę podsumowującą zwroty z rynków akcji w ujęciu dolarowym od 1988 roku. Ktoś zapyta, czemu posługujemy się USD, skoro interesuje nas los franka? Otóż USD, podobnie jak CHF, pełni rolę waluty tzw. safe haven, do której napływa kapitał, gdy na rynkach robi się gorąco.

W każdym razie kapitał migruje pomiędzy rynkami EM, a USA w dość regularnych 7-8 letnich cyklach. Gdy inwestorzy chcą kupić akcje czy obligacje z krajów rozwijających się (EM) muszą w pierwszej kolejności nabyć lokalną walutę, co w konsekwencji doprowadza do jej umocnienia. Z polskiej perspektywy oznacza to umocnienie się złotówki oraz obniżenie kursów walut obcych.

Gdy z kolei kapitał trafia do USA (na poniższej tabeli amerykański indeks S&P 500), dociera także na inne rynki postrzegane jako rozwinięte m.in. do Szwajcarii omijając szerokim łukiem takie rynki jak Polska.

KURS CHF NA PRZESTRZENI OSTATNICH 20 LAT

Aby ułatwić Wam zrozumienie tego jak może kształtować się kurs franka w przyszłości podzieliłem okres ostatnich 20 lat na kilka okresów:

Lata 1995-2000 – Kapitał bardzo silnie trafiał na rynki rozwinięte. Ceny akcji w USA się podwoiły, podczas gdy w Szwajcarii wzrosły aż czterokrotnie. Był to czas kiedy inwestorzy całkowicie omijali rynki rozwijające się. Kryzys azjatycki, rosyjski oraz kilka innych zapalników sprawiły, że kapitał spekulacyjny omijał m.in. Polskę. Owszem, mieliśmy wzrosty cen akcji, ale były one wywołane odreagowaniem prywatyzacji za bezcen (jak to przy początkach giełdy) oraz bardzo wysokiej inflacji. Zresztą to właśnie szalejąca inflacja doprowadziła do tego, że w ciągu 5 lat kurs CHF

prawie się potroił.

Lata 2000-2003 – Okres 2 lat globalnej bessy. Mimo, że w takim czasie zazwyczaj kapitał ucieka z rynków takich jak Polska to różnice w wycenach aktywów (drogie akcje oraz waluty USA i Szwajcarii) sprawił że kurs frankach w zasadzie się nie zmienił. Jednocześnie był to czas kiedy kapitał powoli zaczyna napływać na rynki rozwijające się.

Lata 2003-2007 – Na giełdy powrócił optymizm. W poprzednim cyklu kapitał trafiał w zasadzie wyłącznie na rynki rozwinięte. Czas na zmiany. Kapitał w ogromnych ilościach napłynął do Polski, Rosji, Brazylii, Chin czy Indii. Wzmocniły się kursy lokalnych walut (taniały USD, CHF). Giełdy z czasem biły rekordy. Tuż przed pęknięciem bańki na rynku akcji w Polsce współczynnik cena / zysk przekraczał 30. Dla przypomnienia, powyżej 20 mamy bardzo drogie akcje. Co ważne, ogromny napływ kapitału spekulacyjnego związany ze wzrostem apetytu na ryzyko doprowadził do ekstremalnego przewartościowania polskiej waluty. Franka poniżej 2 PLN pamiętają wszyscy, zwłaszcza Ci, którzy zaciągali kredyty. Warto jednak pamiętać także o skrajnym optymizmie jaki cechuje bańki. „Polska tygrysem Europy” czy „Frank równy PLN to tylko kwestia czasu”.

Lata 2008-2016 – Kilka bardzo burzliwych lat. Generalnie jednak z ogromnego przewartościowania zarówno akcji w Polsce jak i naszej waluty (2007) przeszliśmy do skrajnego niedowartościowania (2016). Ceny akcji w Polsce w ciągu 10 lat zrównały się zaledwie z poziomem z 2007 roku. W ujęciu dolarowym (perspektywa międzynarodowego inwestora) jesteśmy 40% poniżej szczytów sprzed 9 lat!!! Generalnie w latach 2011-2016 inwestorzy omijali całkowicie rynki rozwijające się lokując kapitał głównie w USA oraz innych krajach rozwiniętych. Poniżej macie wykres prezentujący ETF na Polskę denominowany w USD.

Jak widzicie powyżej Polska giełda między 2011, a 2016

straciła w ujęciu dolarowym 60%, co zawdzięczamy w małym stopniu kiepskim wynikom akcji, a głównie osłabieniu się naszej walut. Czemu tak się stało? Bo kapitał spekulacyjny znowu z zadziwiającą cyklicznością migrował na rynki rozwinięte. Efekt: kurs CHF z 2 zł w 2008 wzrósł do ponad 4 zł pod koniec 2016 roku.

Od 2016 do dziś – Pod koniec 2016 roku miał miejsce atak spekulacyjny na polską walutę związany z kolejnym „przekrętem” na opcjach walutowych. Jak widać, polscy przedsiębiorcy mają krótką pamięć. W każdym razie w listopadzie 2016 roku mieliśmy do czynienia z ekstremalnym niedowartościowaniem polskiej waluty, w swojej skali porównywalnym z przewartościowaniem z 2008 roku. Sam rok 2016 był momentem zwrotnym w którym kapitał znowu zaczął migrować z drogich rynków rozwiniętych na tańsze rynki rozwijające się do których zaliczana jest Polska. W 2017 roku trend się znacznie nasilił i moim zdaniem jest to dopiero początek kolejnego cyklu, który może potrwać jeszcze kolejne 4-5 lat.

Biorąc pod uwagę silne niedowartościowanie rynków rozwijających się (relatywnie tanie akcje oraz bardzo tanie waluty) oczekuję, że kapitał będzie migrował z takich krajów jak USA czy Szwajcaria m.in do Polski. Poza tym waluty wielu krajów rozwijających się zachowują się podobnie jak ceny surowców. Tanie surowce = tanie waluty krajów rozwijających się.

Mamy zatem sytuację w której polska waluta jest:

- tania względem walut wielu krajów rozwiniętych m.in USD oraz CHF,
- polska giełda jest tania względem innych giełd,
- surowce silnie skorelowane z walutami m.in Polski są na historycznych minimach,
- polska gospodarka rozwija się dobrze na tle zachodnich

konkurentów.

Czy zatem możemy liczyć na franka po 2 zł w perspektywie kilku lat?

Pewnie rozczaruję wielu posiadaczy kredytów frankowych, ale nie! Na przestrzeni kolejnych kilku lat kapitał będzie moim zdaniem napływał na nasz rynek. Powody wymieniałem powyżej.

Z drugiej strony mamy jednak zjawisko dewaluacji waluty. Generalnie im szybciej rośnie ilość waluty w obiegu tym szybciej traci ona na wartości. Najszerzą i chyba najbardziej obiektywną miarą podaży waluty jest M3. Pewnie dlatego w USA nie publikuje się jej od 8-9 lat. Dla Polski dane można na szczęście znaleźć na stronach NBP.

W Szwajcarii podaż waluty na poziomie M3 w ciągu ostatnich 10 lat wzrosła o 64% co przekładało się na roczny wzrost o 5,1% rok do roku. W Polsce natomiast w tym samym czasie podaż waluty wzrosła aż o 137% co oznacza coroczny wzrost rzędu 9,0%. Co prawda w ostatnich 12 miesiącach tempo przyrostu waluty na poziomie M3 wynosi 5%, ale nie sądzę aby utrzymało się na tym poziomie w dłuższym czasie.

Gdybym miał typować kurs franka pod koniec kolejnej hossy, tym razem na rynkach rozwijających się to byłby to poziom 2,7 – 2,8 PLN. Pewną niewiadomą pozostaje jak zmieni się postrzeganie Polski w oczach międzynarodowych inwestorów po awansie do grona krajów wysokorozwiniętych. Moim zdaniem wpłynie to bardzo pozytywnie. Z jednej strony Polska jest ciekawym i tanim rynkiem dla inwestorów globalnych. Z drugiej strony ryzyko inwestycji w naszym kraju obniżyło się ze względu na wyższy rating. Mówiąc prostszym językiem wiele funduszy emerytalnych dysponujących gigantycznym kapitałem szuka krajów z potencjałem, ale do tej pory nie mogli oni u nas inwestować gdyż ich status pozwalał na inwestycje wyłącznie w krajach o niskim ryzyku, do których Polska się od niedawna zalicza.

Ktoś może pomyśleć przeciwnie. Skoro teraz Polska należy do grupy developed markets (rynki rozwinięte) to kapitał do nas nie będzie płynął. Nie do końca. Na Polskę nadal patrzy się jako na część większego regionu z Czechami, Słowacją i Węgrami. Po drugie nadal bardzo ważne są wyceny, a tu nasz kraj należy do relatywnie tanich w porównaniu chociażby do giełdy w USA czy generalnie większości rynków na świecie.

NIE MOŻE BYĆ ZA ŁATWO

Teraz chwila otrzeźwienia:

- za nami 8 lat wzrostów na rynkach akcji,
- ceny akcji w USA są na poziomach bańki spekulacyjnej praktycznie z każdej perspektywy,
- ulica jest zaangażowana w zakup akcji na kredyt silniej niż w 2000 czy 2007 roku, i to nie w odniesieniu do dewaluowanych USD, lecz do PKB,
- żadne z problemów, które doprowadziły do krachu 2007-2008 nie zostały rozwiązane, a ich skala wręcz znacząco wzrosła,
- zapalników kolejnej bessy jest aż nadto: Korea Pn, banki we Włoszech, Katalonia, kryzys strefy Euro czy chociażby bańka wszech czasów – rynek obligacji.

Do tej pory polityką zerowych stóp procentowych oraz dodruku na niespotykaną skalę udawało się utrzymać system monetarny na powierzchni przy okazji kreując hossę nie mającą oparcia w rzeczywistym wzroście gospodarczym.

Gdyby dziś doszło do załamania rynków finansowych co jest bardzo możliwe to kapitał będzie uciekał od złotówki, tak jak to miało miejsce w przeszłości podczas kryzysów finansowych. Nie twierdzę absolutnie, że ceny USD czy CHF się podwoją jak miało to miejsce w 2008 roku. Wtedy polska waluta była wybitnie droga, dziś jest tania. W otoczeniu jednak globalnej paniki ceny nie mają dużego znaczenia. Kapitał płynie tam,

gdzie wydaje się być bezpieczny, a póki co za takie miejsce uznaje się zarówno USA jak i Szwajcarię. Gdyby dziś rozpoczęła się bessy to uważam, że w perspektywie kilku miesięcy obie waluty sięgnęłyby 4,5 PLN. Byłoby to jednak tymczasowe. Bessy zazwyczaj trwają 18-24 miesiące i po tym czasie kapitał zazwyczaj silnie napływa na najtańsze rynki z najsilniej osłabionymi walutami (patrz Polska).

CZY ZATEM WARTO KUPOWAĆ I SPRZEDAWAĆ FRANKI?

Przykro mi, ale nie mam dla Was jednoznacznej odpowiedzi. Frank od wielu lat siedzi w moim portfelu pełniąc rolę safe haven. Na razie nie mam zamiaru go ani dokupować, ani sprzedawać. Biorę bowiem pod uwagę dwa przeciwstawne scenariusze:

1. Jeżeli bankierom centralnym uda się podtrzymać hossę przez kolejne 2-3 lata hossy, co nie jest wcale wykluczone, to zapewne skorzystam z okazji aby wyjątkowo tanio obkupić się w kolejną transzę franków.
2. Jeżeli jednak niedługo dojdzie do bessy to zapewne po ok. 20 miesiącach spadków pozbędę się franków aby uzyskany kapitał ulokować w tanich akcjach emerging markets lub innych niedowartościowanych aktywach.

Autorstwo: Trader21

Źródła: IndependentTrader.pl, WolneMedia.net