

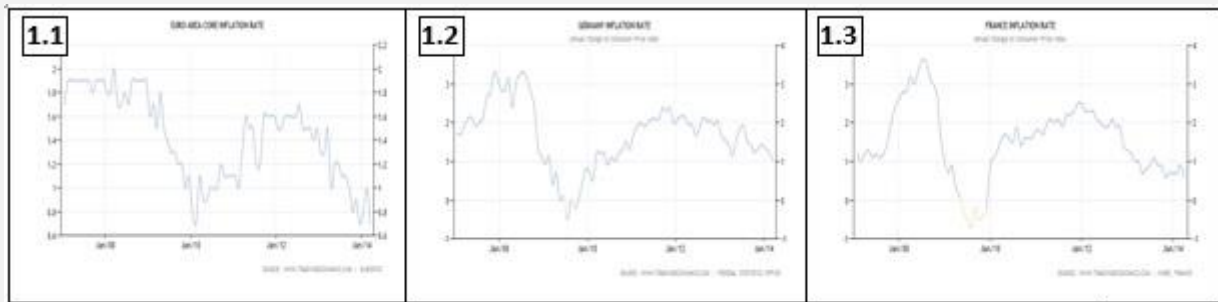
## Komentarz rynkowy

Cechą charakterystyczną obecnego otoczenia makroekonomicznego na świecie jest zadziwiający brak presji inflacyjnej. To oznacza, że stopy procentowe mogą pozostać na niskim poziomie na dłużej, a niektóre banki centralne mogą wręcz zostać zmuszone do podjęcia bardziej radykalnych działań. Za pojęciem „niektóre” kryje się przede wszystkim ECB, a na rynku robi się coraz głośniejsze o prawdopodobnym wdrożeniu niekonwencjonalnych rozwiązań w europejskiej polityce monetarnej.

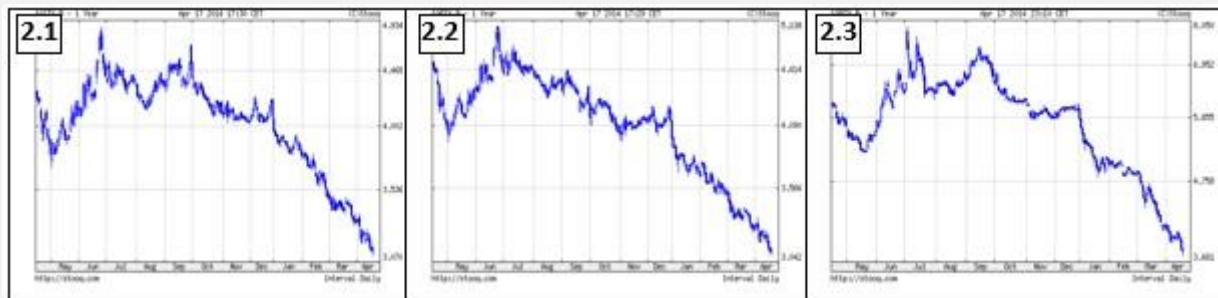
Jeszcze 10 lat temu wartość chińskiego PKB oscylowała pomiędzy Włochami a Francją. Dziś chińska gospodarka jest niemal dwukrotnie większa niż francuska i włoska razem. Minione 10 lat to niewątpliwie okres wielkiego boomu za „Wielkim Murem”, dzięki któremu chińska gospodarka stała się jedną z największych światowych potęg gospodarczych. Tak dynamiczny wzrost miał swoje zalety, ponieważ przynosił korzyści nie tylko Chinom, ale praktycznie całemu światu. Niestety były też skutki uboczne m.in. w postaci zbyt szybkiego wzrostu cen surowców i narastającej nierównowagi w światowej wymianie handlowej i samej chińskiej gospodarce. Dziś chińskie władze stawiają na niższy, ale bardziej zrównoważony wzrost gospodarczy i jest to prawdopodobnie jeden z ważniejszych czynników stojących za brakiem presji inflacyjnej na świecie. Z drugiej strony światowa gospodarka musi radzić sobie w warunkach relatywnie mniejszego popytu ze strony chińskiej gospodarki, a to nie sprzyja ożywieniu gospodarczemu w strefie euro, dotkniętej nie tak dawno poważnym kryzysem.

Pomimo ekstremalnie niskich stóp procentowych wzrost gospodarczy w strefie euro pozostaje ograniczony, a ryzyko deflacji wręcz narasta (wykres 1). Aktualnie obowiązujący cel inflacyjny ECB jest określony jako „poniżej, ale w pobliżu 2% w średnim okresie” dla całej strefy euro. Tymczasem nawet w Niemczech inflacja znajduje się już na poziomie niemal dwukrotnie niższym od celu. Ostatnie dane na temat inflacji w strefie euro mogą powodować bezsenność nawet u samego szefa Bundesbanku, Jensa Weidmanna, znanego z niechęci do niekonwencjonalnych działań monetarnych. Ostatnie wypowiedzi Weidmanna na temat sytuacji w strefie euro sugerują jednak, że „Doktor No” powoli przeobraża się w „Mister Maybe”. Bardziej gołębia retoryka szefa Bundesbanku spowodowała, że na rynku coraz głośniejsze mówi się o rychłym rozpoczęciu programu skupu aktywów w strefie euro na wzór amerykańskiego „QE”. Zresztą rynek obligacji wydaje się „obstawiać” taki scenariusz już od kilku miesięcy. Szczególną siłą wykazują się obligacje krajów należących do grona tzw. „PIIGS”, które potencjalnie powinny być najbardziej wrażliwe na tego typu działania ze strony ECB (wykres 2). Tylko w tym roku rentowności 10-cio letnich obligacji skarbowych włoskich i hiszpańskich obniżyły się z około 4,1% do około 3,1%, a portugalskich z aż 6,1% do zaledwie 3,7%. Rosnące prawdopodobieństwo niekonwencjonalnych działań ze strony ECB wywiera pozytywny wpływ także na polskie „10-cio latki”, których rentowności znalazły się ostatnio pod sporą presją.

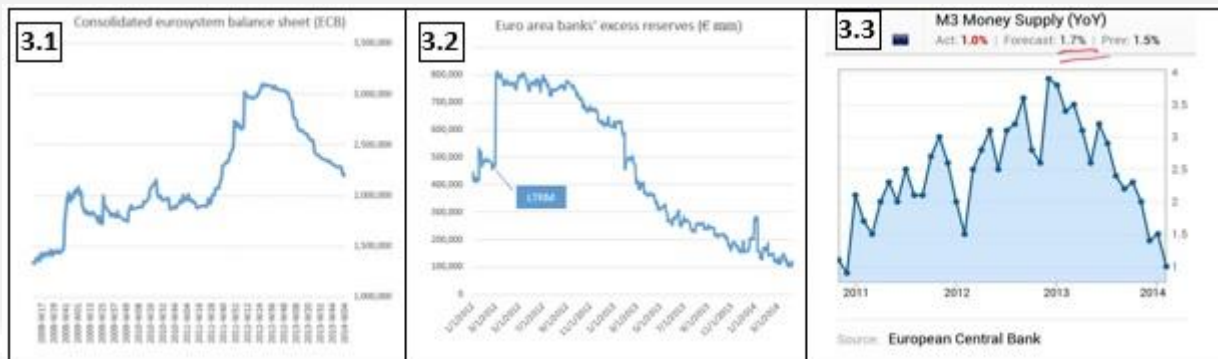
Niska inflacja i ograniczony wzrost gospodarczy to nie jedyne argumenty za podjęciem dodatkowych działań przez ECB. Biorąc pod uwagę miary monetarne takie, jak: suma bilansowa ECB, płynność banków komercyjnych strefy euro, czy podaż pieniądza M3, obecną politykę ECB należy uznać za restrykcyjną i to pomimo ekstremalnie niskich stóp procentowych. Od połowy 2012 roku bilans ECB skurczył się prawie o 30%, a rezerwy płynności w bankach komercyjnych spadły aż o 80% (wykres 3). Konsekwencją tej restrykcyjnej polityki monetarnej jest bardzo słaba akcja kredytowa, która stanowi poważną przeszkodę dla kontynuacji ożywienia gospodarczego w strefie euro (wykres 4). Dynamika kredytów konsumpcyjnych oraz kredytów hipotecznych pozostaje w trendzie spadkowym w zasadzie od 2006 roku, a kredytów korporacyjnych od ponad 2 lat. Poza wzmocnieniem popytu wewnętrznego (dostępność kredytów), Europa potrzebuje słabszej waluty, która poprawiłaby konkurencyjność eksportu (rynek swapowy sugeruje, że EUR jest istotnie przewartościowane względem USD). W tym obszarze europejski program skupu aktywów także powinien okazać się pomocny.



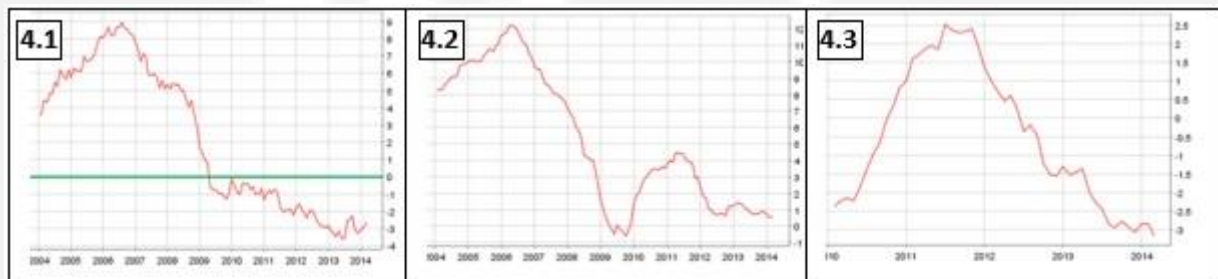
Wykres 1: Inflacja w strefie euro: 1.1 inflacja bazowa w strefie euro, 1.2 inflacja w Niemczech, 1.3 inflacja we Francji. Źródło: ECB, tradingeconomics.com.



Wykres 2: Rentowność 10-cio letnich obligacji skarbowych wybranych krajów strefy euro za ostatnie 12 miesięcy: 2.1 Włochy, 2.2 Hiszpania, 2.3 Portugalia. Źródło: stooq.com.



Wykres 3: Parametry monetarne strefy euro: 3.1 skonsolidowany bilans ECB, 3.2 płynność w bankach strefy euro (nadwyżka środków płynnych nad rezerwami obowiązkowymi), 3.3 zmiana rok do roku w podaży pieniądza M3. Źródło: ECB, soberlook.com, pragcap.com.



Wykres 4: Akcja kredytowa w strefie euro: 4.1 zmiana rok do roku kredytów konsumpcyjnych, 4.2 zmiana rok do roku kredytów hipotecznych, 4.3 zmiana rok do roku kredytów korporacyjnych. Źródło: ECB, soberlook.com.

Reasumując, rośnie prawdopodobieństwo dodatkowego zastrzyku płynności w europejskim systemie finansowym. Więcej pieniądza w obiegu, to zawsze dobra wiadomość dla posiadaczy akcji.

Giełda warszawska nie będzie wyjątkiem, tym bardziej, że pojawiła się szansa na pokojowe zakończenie kryzysu ukraińskiego. Do całkowitego rozwiązania problemu jest oczywiście daleka droga, jednak sam fakt, że przedstawiciele Unii Europejskiej, USA, Rosji i Ukrainy zasiedli wspólnie przy jednym stole i zgodnie przyjęli ustalenia w sprawie deeskalacji kryzysu oznacza, że każdej stronie zależy na rozwiązaniach dyplomatycznych, a nie siłowych. Te i inne czynniki, o których regularnie piszemy w naszych komentarzach, wpływają na zmianę relacji oczekiwane korzyści – ryzyko na rzecz akcji i dlatego polecamy uwadze fundusze Eques Akcji oraz Eques Aktywnej Alokacji, zaś dla inwestorów nieakceptujących zmienności typowej dla rynku akcji, najlepszą alternatywą będą fundusze Eques Obligacji oraz Eques Pieniężny. Jednocześnie zwracamy uwagę na fakt, że aktualna strategia inwestycyjna funduszy dłużnych Eques oparta jest na obligacjach korporacyjnych, odpowiednim w naszej ocenie kierunkiem inwestycyjnym w warunkach ożywienia gospodarczego. W sytuacji podjęcia niekonwencjonalnych działań przez ECB, zasilania rynków miliardami wolnych euro, dojdzie do wzrostu cen obligacji w Europie i może dojść do relatywnie silnego wzrostu cen polskich obligacji skarbowych z długiego końca krzywej rentowności spowodowanego napływem kapitału spekulacyjnego. Oznacza to, że te fundusze konkurencyjne, które mają istotne zaangażowanie w obligacjach skarbowych mogą osiągnąć w tym czasie nadzwyczaj wysokie stopy zwrotu, obciążone jednakże ryzykiem rynkowej zmienności.

*Niniejszy materiał ma charakter wyłącznie informacyjny i promocyjny, w żadnym zatem wypadku nie może być traktowany jako oferta w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 roku Kodeks cywilny (Dz. U. Nr 16, poz. 93 z późn. zm.).*

*Materiał ten nie stanowi także usługi doradztwa finansowego czy inwestycyjnego oraz udzielania rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych lub ich emitentów w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2005 r. Nr 183, poz. 1538), a także nie jest formą świadczenia pomocy prawnej.*

*Prezentowane dane oparte są na opracowaniach własnych Towarzystwa, chyba że w materiale wskazano wyraźnie inne źródło pochodzenia danych.*

*Wymagane prawem informacje, w tym: szczegółowy opis czynników ryzyka związanych z nabywaniem jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych, wysokość i sposób pobierania opłat manipulacyjnych, wysokość kosztów obciążających fundusz oraz obowiązki podatkowe związane z dokonaniem inwestycji, zawarte są odpowiednio: w prospekcie informacyjnym funduszu i/lub kluczowych informacjach dla inwestorów („KIID”) albo w statucie funduszu i/lub w warunkach emisji certyfikatów inwestycyjnych funduszu. Osoby zainteresowane nabyciem jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych, przed podjęciem decyzji inwestycyjnej, powinny uważnie zapoznać się z tymi dokumentami. Należy przy tym zwrócić uwagę, że informacje dotyczące obowiązków podatkowych związanych z dokonaniem inwestycji, zawarte odpowiednio w prospekcie informacyjnym albo warunkach emisji, mają charakter ogólny oraz że obowiązki podatkowe zależą od indywidualnej sytuacji Uczestnika i miejsca dokonywania inwestycji, w celu ustalenia obowiązków podatkowych, wskazane jest zasięgnięcie porady doradcy podatkowego lub prawnego. Prospekty informacyjne funduszy, KIID-y, aktualna Tabela Opłat i statuty funduszy dostępne są na stronie internetowej EQUES Investment TFI SA („Towarzystwo”) [www.eitfi.pl](http://www.eitfi.pl), w siedzibie Towarzystwa i w biurze w Warszawie, a także - w przypadku dokumentów odnoszących się do specjalistycznych funduszy otwartych, w punktach zbywania i odkupowania jednostek uczestnictwa. Warunki emisji certyfikatów inwestycyjnych funduszy zamkniętych stanowią załącznik do propozycji nabycia certyfikatów inwestycyjnych, przesyłanej lub w inny sposób udostępnianej nabywcom certyfikatów, do których jest ona skierowana. Fundusze nie gwarantują osiągnięcia założonego celu inwestycyjnego, ani uzyskania określonych lub podobnych do osiągniętych dotychczas wyników inwestycyjnych. Prezentowane wyniki dotyczą okresów wyraźnie wskazanych w niniejszym materiale i oparte są wyłącznie na danych historycznych. Ze względu na skład portfela inwestycyjnego lub na stosowane techniki zarządzania portfelem inwestycyjnym, wartość aktywów netto funduszy może cechować się dużą zmiennością. Inwestowanie w jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne wiąże się z ryzykami, a Uczestnicy powinni liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części zainwestowanych środków. Indywidualna stopa zwrotu Uczestnika nie jest tożsama z wynikami inwestycyjnymi funduszu i jest uzależniona od dnia zbycia oraz dnia odkupienia jednostek uczestnictwa albo od ceny nabycia i dnia wykupienia certyfikatów inwestycyjnych, a także od poziomu pobranych opłat manipulacyjnych oraz zapłaconego podatku bezpośrednio obciążającego dochód z inwestycji, w szczególności podatku od dochodów kapitałowych.*

*Przy lokowaniu aktywów Subfundusze EQUES SPIO mogą nie stosować ograniczeń, o których mowa w art. 100 ust. 1 i 2 Ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U.04 Nr 146, poz.1546 z późn. zm.), w stosunku do papierów wartościowych emitowanych, poręczanych lub gwarantowanych przez: a) Skarb Państwa, b) Narodowy Bank Polski, c) Republikę Federalną Niemiec, d) Stany Zjednoczone Ameryki, e) Cesarstwo Japonii, f) Republikę Turcji (tj. mogą lokować powyżej 35% wartości aktywów w takie papiery wartościowe).*

*Niniejszy materiał chroniony jest prawem autorskim na podstawie ustawy z dnia 4 lutego 1994 roku o prawie autorskim i prawach pokrewnych (tekst jednolity Dz. U. z 2000 r. Nr 80, poz. 904 z późn. zm.), a prawa autorskie do materiału przysługują wyłącznie EQUES Investment TFI SA z siedzibą w Gdańsku. Bez wyraźnej zgody Towarzystwa materiał ten nie może być w całości ani w części kopiowany, udostępniany lub wykorzystywany w inny sposób.*

*Jeśli chcecie Państwo zrezygnować z otrzymywania Tygodniowych komentarzy rynkowych EQUES oraz Aktualności EQUES Investment TFI prosimy e-mail zwrotny z dopiskiem 'rezygnuję'.*

© EQUES Investment Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA

**Biuro w Warszawie:**  
ul. Wspólna 35 lok. 2  
00-519 Warszawa  
tel.: (+48) 22 379 46 00  
fax: (+48) 22 379 46 10  
e-mail: warszawa@eitfi.pl

**Siedziba:**  
Al. Generała Józefa Hallera 140  
80-416 Gdańsk  
tel.: (+48) 58 761 00 01  
fax: (+48) 58 761 00 01  
e-mail: biuro@eitfi.pl