

Ubiegłotygodniowa decyzja FED o pozostawieniu stóp procentowych bez zmian okazała się zgodna z oczekiwaniami. Pomimo to pierwsza reakcja rynku była taka, jakby inwestorom na całym świecie wielki kamień spadł właśnie z serca. Niestety paliwo do wzrostów szybko się wyczerpało, a banki centralne wydają się mieć coraz mniej argumentów w zderzeniu z ekonomiczną rzeczywistością.

Stosowana przez FED polityka ilościowego luzowania (quantitative easing) była jednym z narzędzi, które odegrały kluczową rolę w opanowaniu kryzysu finansowego z 2008 roku oraz minimalizowaniu jego negatywnego wpływu na realną gospodarkę. Niestety nadużywanie leków prowadzi najczęściej do uodpornienia organizmu na ich działanie i w konsekwencji pozostaje coraz mniej opcji leczenia. Dotyczy to także polityki ZIRP oraz NIRP (polityka zerowych stóp procentowych oraz negatywnych stóp procentowych), a także innych oprócz FED banków centralnych (szczególnie BoJ, ECB i SNB).

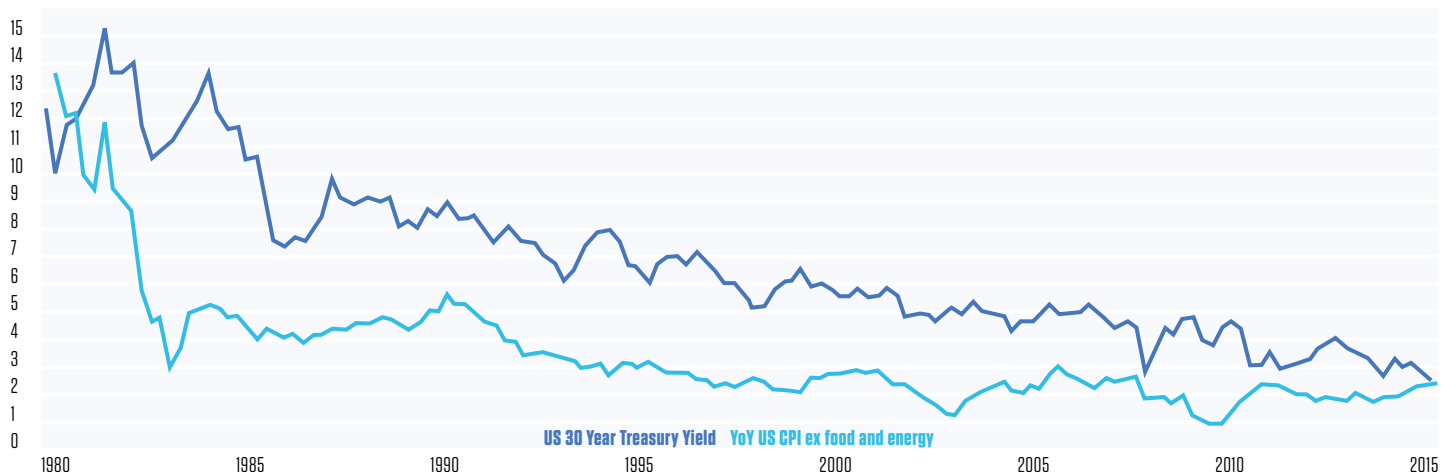
Dlaczego FED nie podniósł stóp procentowych na wrześniowym posiedzeniu? Być może dla niektórych argument o kilku gorszych od oczekiwań danych makroekonomicznych opublikowanych w ostatnim czasie jest wystarczający. Bardziej prawdopodobne wydaje się jednak, że FED stał się zakładnikiem swojej własnej polityki. Sekwencja zdarzeń była raczej taka, że najpierw słabsze dane zmieniły oczekiwania rynku, a FED bardziej obawiał się konsekwencji negatywnego zaskoczenia niż niespodziewanego załamania gospodarki i następnie symbolicznej podwyżki stóp procentowych.

W chwili obecnej rynek szacuje prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych w grudniu 2016 na około 60% i jeśli nie spadłoby ono znacząco w nadchodzących miesiącach, to taka podwyżka zapewne miałaby miejsce. Niestety wszystko na to wskazuje, że nie będzie to spokojny okres i możliwe są negatywne zaskoczenia, które wpłyną na oczekiwania rynku. Wśród nich można wymienić chociażby październikowe referendum w sprawie zatwierdzenia zmian w konstytucji we Włoszech, wybory prezydenckie w USA, coraz większe problemy Deutsche Banku, narastające problemy złych długów w sektorze bankowym m.in. we Włoszech.

FED pozostanie zapewne w obecnym trybie reakcji na oczekiwania rynku aż do momentu, gdy nie pojawi się ryzyko nadmiernego wzrostu inflacji. Oznacza to, że ścieżka normalizacji stóp procentowych w USA ulegać może dalszemu rozmyciu. Tymczasem obecne środowisko niskich stóp procentowych niesie ze sobą pewne ryzyka. Wiąże się one z powstawaniem tzw. „baniak spekulacyjnych”. Ich charakterystyka jest zwykle taka, że większość uczestników rynku ich nie dostrzega lub nie chce dostrzegać, tylko niektórzy przed nimi ostrzegają, a i tak długo nic się nie dzieje, zaś po fakcie niemal wszyscy twierdzą, że to było oczywiste. Najlepszym przykładem wspomnianego „po fakcie” był rok 2008.

Dziś możemy obserwować już pewne niepokojące sygnały, co oczywiście nie oznacza, że nowy kryzys finansowy czai się tuż za rogiem. W sierpniu bieżącego roku doszło do bardzo rzadkiego zjawiska na rynku długoterminowych obligacji skarbowych w USA. Rentowność obligacji 30-letnich spadła poniżej inflacji bazowej (inflacja z wyłączeniem cen żywności i energii). Po raz ostatni z podobnym zjawiskiem mieliśmy do czynienia ponad 30 lat temu, czyli u schyłku dekady wysokiej inflacji (wykres 1). Czy to oznacza, że ceny obligacji skarbowych są zbyt wysokie? Z całą pewnością masowe programy ilościowego luzowania wywarły ogromny wpływ na ceny obligacji, a ponieważ nie mają one precedensu w historii, ryzyko jest podwyższone. Tym bardziej, że w chwili obecnej w wielu przypadkach zakup 10-letnich obligacji skarbowych z zamiarem trzymania ich do wykupu wiąże się z ujemną stopą zwrotu (m.in. Japonia, Szwajcaria, Niemcy, Dania, Finlandia, Holandia).

## Rentowność 30 letnich obligacji skarbowych w USA na tle inflacji bazowej (Wykres 1)



Źródło: Bloomberg, otterwoodcapital.com



**EQUES  
INVESTMENT  
TFI SA**

Oddział w Warszawie:  
Plac Bankowy 1  
00-139 Warszawa  
tel.: (+48) 22 379 46 00  
fax: (+48) 22 379 46 10  
e-mail: warszawa@eitfi.pl

Siedziba:  
ul. Chłopska 53  
80-350 Gdańsk  
tel.: (+48) 58 761 00 00  
fax: (+48) 58 761 00 01  
e-mail: biuro@eitfi.pl

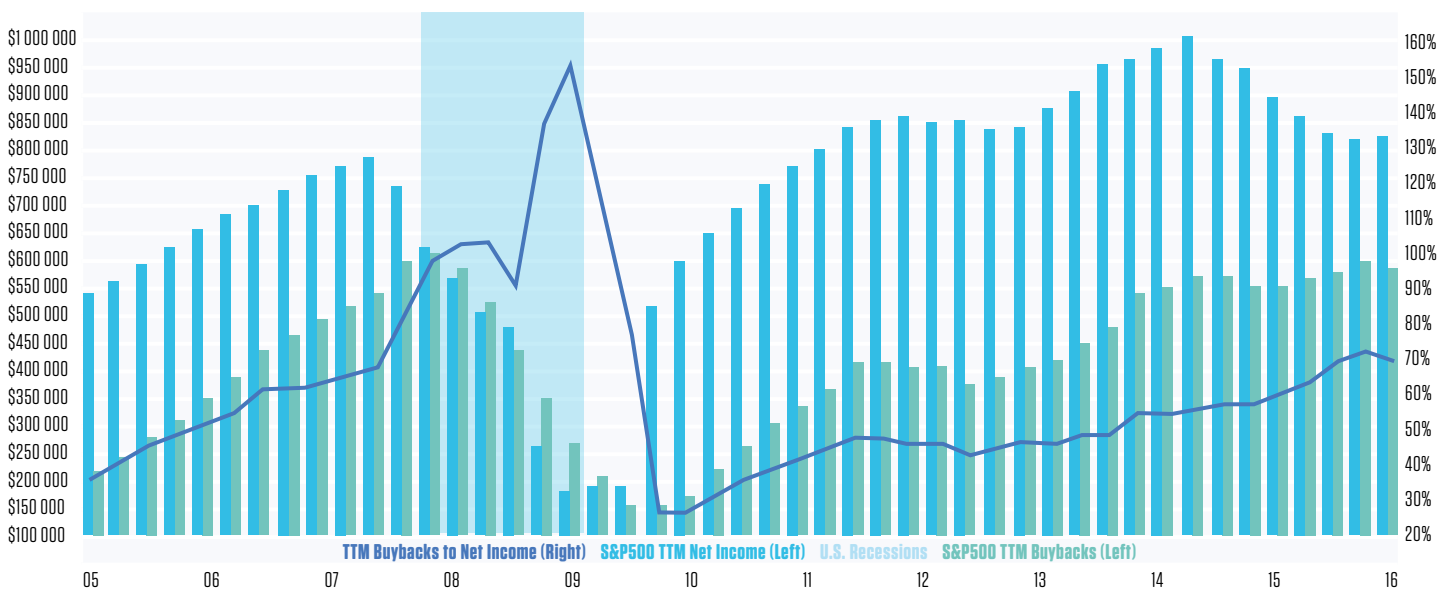
Jednym z głównych „zmartwień” FED-u jest niska dynamika inwestycji w sektorze prywatnym, pomimo niskich stóp procentowych, co teoretycznie powinno stanowić silne wsparcie dla tego typu przedsięwzięć. Zadłużenie przedsiębiorstw w USA rzeczywiście istotnie wzrasta i już znajduje się na poziomach najwyższych w obecnym stuleciu (wykres 2). Niestety zamiast inwestować firmy wolą oddawać pieniądze akcjonariuszom poprzez skup akcji własnych finansowany w dużej mierze ekstremalnie tanim długiem. W krótkim terminie skup akcji własnych wspiera ceny akcji na Wall Street, pomimo obniżających się już od 1,5 roku przychodów i zysków firm wchodzących w skład indeksu S&P500 (wykres 3 i 4). W nieco dłuższej perspektywie niepokojącym zjawiskiem jest jednak wzrost zadłużenia spółek w okresie relatywnie dobrej koniunktury, ponieważ w momencie nadejścia recesji wiele firm może mieć problemy z obsługą długu. Podobnymi problemami może skutkować wzrost stóp procentowych, co tym bardziej utrwali pozycję FED, jako zakładnika swojej własnej polityki i podejmowanych wcześniej decyzji.

## Relacja długu do EBITDA dla spółek niefinansowych wchodzących w skład indeksu S&P500 (Wykres 2)



Źródło: Haver Analytics, Thomson Reuters, Barclays Research

## Wartość skupu akcji własnych na tle zysku netto spółek wchodzących w skład indeksu S&P500 (narastająco za ostatnie 12 miesięcy) (Wykres 3)



Źródło: FactSet

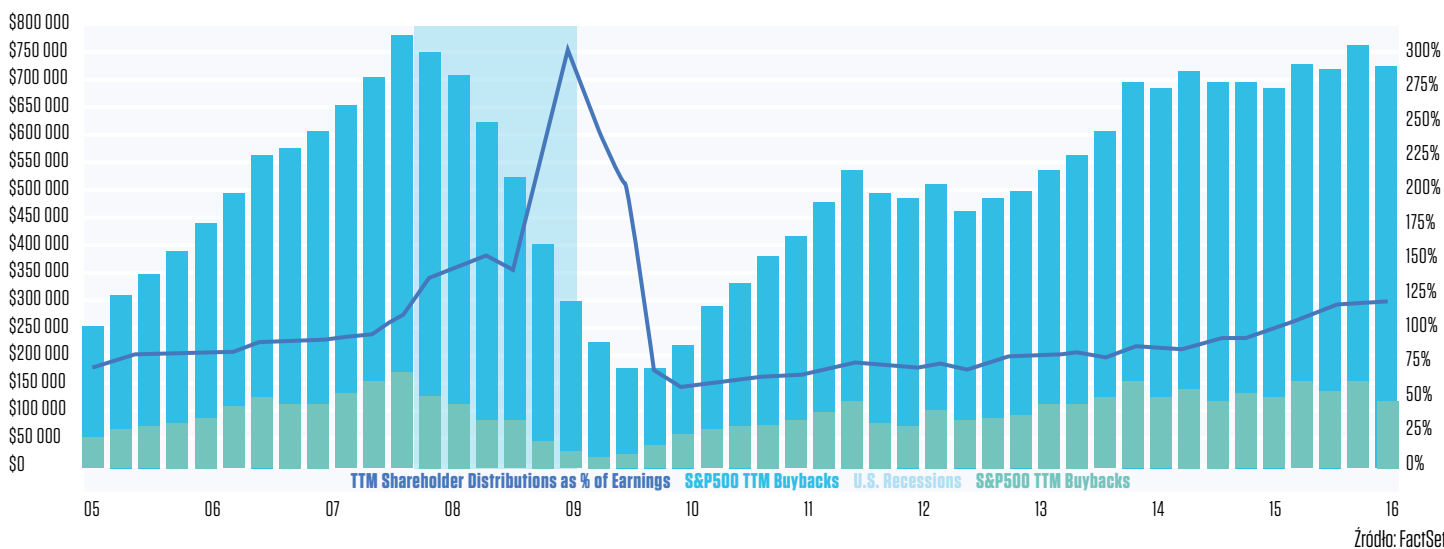


**EQES  
INVESTMENT  
TFI SA**

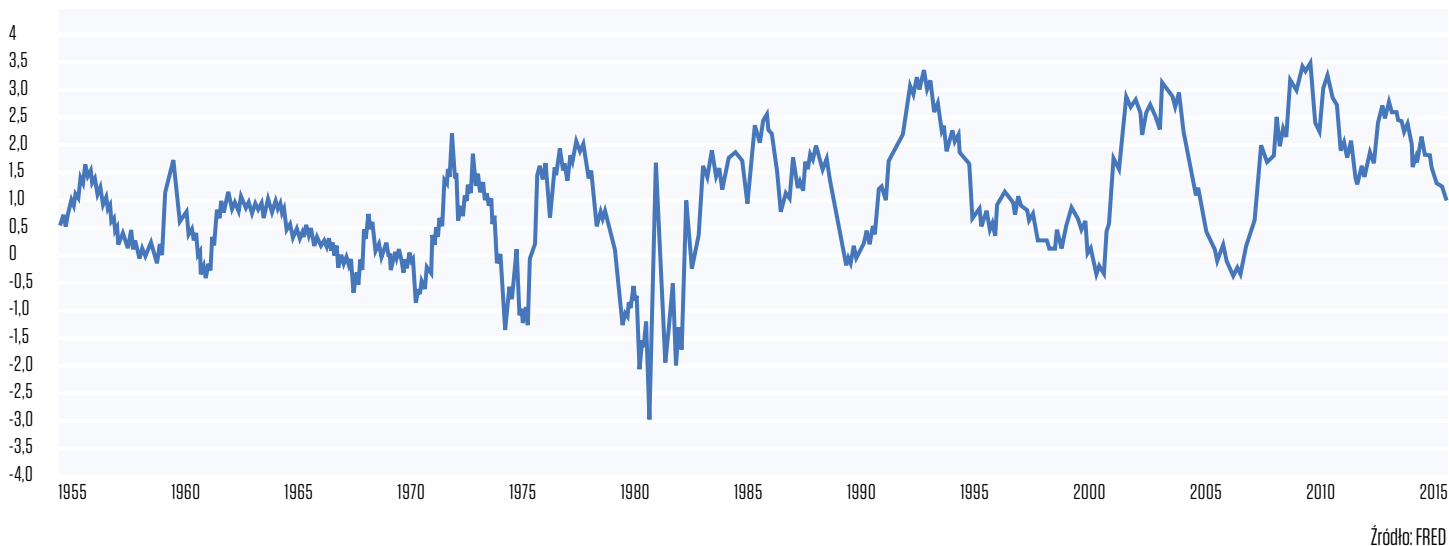
Oddział w Warszawie:  
Plac Bankowy 1  
00-139 Warszawa  
tel.: (+48) 22 379 46 00  
fax: (+48) 22 379 46 10  
e-mail: warszawa@eitfi.pl

Siedziba:  
ul. Chłopska 53  
80-350 Gdańsk  
tel.: (+48) 58 761 00 00  
fax: (+48) 58 761 00 01  
e-mail: biuro@eitfi.pl

## Wartość skupu akcji własnych i dywidend oraz ich relacja do zysku netto dla spółek wchodzących w skład indeksu S&P500 (narastająco za ostatnie 12 miesięcy) (Wykres 4)



## Spread pomiędzy rentownością 10-letnich i rocznych obligacji skarbowych w USA (Wykres 5)



**EQUES  
INVESTMENT  
TFI SA**

Oddział w Warszawie:  
Plac Bankowy 1  
00-139 Warszawa  
tel.: (+48) 22 379 46 00  
fax: (+48) 22 379 46 10  
e-mail: warszawa@eitfi.pl

Siedziba:  
ul. Chłopska 53  
80-350 Gdańsk  
tel.: (+48) 58 761 00 00  
fax: (+48) 58 761 00 01  
e-mail: biuro@eitfi.pl

W chwili obecnej światowa gospodarka zmaga się z niskim tempem wzrostu, a banki centralne wciąż podejmują próby jej ożywienia. Niestety efektywność polityki pieniężnej wydaje się być coraz mniejsza, a decyzje władz monetarnych coraz bardziej chaotyczne. Z całą pewnością wciąż nie można mówić o nadchodzącej recesji, chociażby ze względu na fakt, że wciąż nie wystąpiło jeszcze zjawisko inwersji stóp procentowych w USA, które cechuje 100% skuteczność w prognozowaniu recesji (wykres 5). Kryzys z całą pewnością kiedyś nadejdzie, a jego skutki mogą być równie bolesne jak w 2008 roku. Choć pojawiają się już pewne niepokojące zjawiska, które mogą stanowić potencjalne zarzewie takiego kryzysu finansowego, to jednak od jego eskalacji może nas dzielić jeszcze wiele miesięcy, a być może nawet kilka lat. Niezależnie od tego tegoroczna jesień obfitować będzie w czynniki ryzyka, które potencjalnie nie będą sprzyjać posiadaczom akcji. Ewentualną głębszą przecenę prawdopodobnie będzie można, jeszcze tym razem, potraktować jako okazję do kupna akcji w średnim terminie.

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. 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 oddziale w Warszawie, a także - w przypadku dokumentów odnoszących się do specjalistycznych funduszy otwartych, w punktach zbywania i odkupywania 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 SFIO mogą nie stosować ograniczeń, o których mowa w art. 100 ust. 1 i 2 Ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz. U. z 2004 Nr 146 poz. 1546 ze zmianami), 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.



**EQUES  
INVESTMENT  
TFI SA**

Oddział w Warszawie:  
Plac Bankowy 1  
00-139 Warszawa  
tel.: (+48) 22 379 46 00  
fax: (+48) 22 379 46 10  
e-mail: [warszawa@eitfi.pl](mailto:warszawa@eitfi.pl)

Siedziba:  
ul. Chłopska 53  
80-350 Gdańsk  
tel.: (+48) 58 761 00 00  
fax: (+48) 58 761 00 01  
e-mail: [biuro@eitfi.pl](mailto:biuro@eitfi.pl)