

## Komentarz rynkowy

Ostatnie zawirowania na rynkach finansowych przyczyniły się do narodzin nowego ekonomicznego pojęcia „Quantitative Tightening”. Stanowi ono odwrotność „Quantitative Easing”, czyli tzw. „ilościowego luzowania”, które było jednym z podstawowych narzędzi FED w walce ze skutkami kryzysu finansowego z 2008 roku. Podobnej broni używa od kilku miesięcy ECB i kto wie, czy wkrótce nie sięgnie po nieco większy kaliber.

Lata 1997-98, czyli okres kryzysu azjatyckiego oraz kryzysu rosyjskiego, przyniosły znaczące osłabienie walut krajów rozwijających się. Banki centralne nie miały wówczas praktycznie żadnych narzędzi, aby temu przeciwdziałać, a gospodarki tych krajów narażone były na silne szoki zewnętrzne spowodowane przepływem globalnego kapitału. Skutkiem tamtego kryzysu było rozpoczęcie procesu wielkiej akumulacji rezerw walutowych, które stanowić miały bufor ochronny i mogły zostać wykorzystane w razie potrzeby. Akumulacja rezerw przyczyniła się do stabilizacji rynków finansowych krajów rozwijających się m.in. poprzez zapobieganie nadmiernemu umocnieniu lokalnych walut w okresach boomu gospodarczego. Beneficjentem akumulacji rezerw walutowych był także rząd oraz gospodarka amerykańska. Rząd mógł z łatwością finansować narastające deficyty budżetowe, a gospodarka czerpała korzyści z niższego poziomu stóp procentowych dzięki stałemu popytowi na amerykański dług.

Globalne rezerwy walutowe osiągnęły swoje maksimum w sierpniu 2014 roku na poziomie ponad 12 bln USD po pięciokrotnym wzroście w okresie minionych 10 lat. Jednak w ciągu ostatniego roku nastąpił ich spadek do 11,4 bln USD przy równoległym wzroście udziału USD w aktywach rezerwowych z 60,8% do 64,1%. Spadek ten wynika po części z aprecjacji USD, jednak w ostatnim czasie trend akumulacji rezerw zaczyna się wyraźnie odwracać. Wpływ mają na to przede wszystkim dwa czynniki:

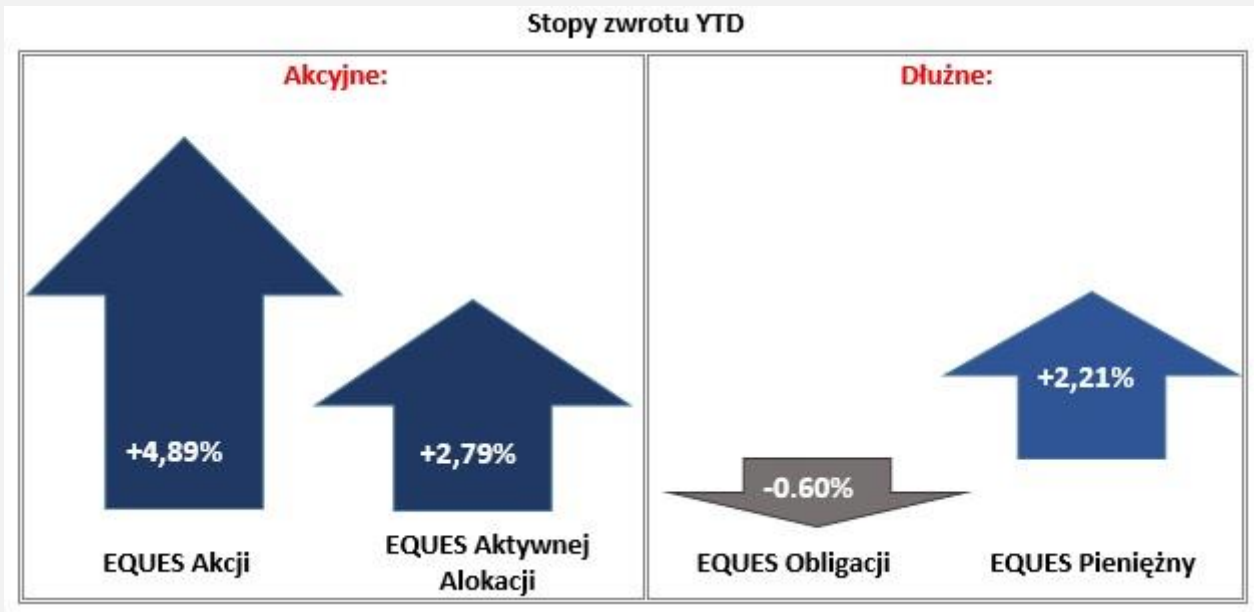
1. Odpływ kapitału z Chin, który rozpoczął się jeszcze w 2014 roku i wg analityków Lombard Street Research mógł sięgnąć w ciągu ostatnich 12 miesięcy nawet 800 mld USD. W związku z tym jeszcze w okresie od marca do maja 2015 Chiny upłynęły amerykańskie obligacje o wartości 143 mld USD. Ostatnie wydarzenia w Chinach i pęknięcie bańki spekulacyjnej na giełdzie w Szanghaju tylko spotęgowały ten proces i zmusiły Ludowy Bank Chin do dewaluacji yuana oraz dalszej sprzedaży amerykańskich obligacji (tylko w drugiej połowie sierpnia na rynek trafiły papiery o wartości 100 mld USD). Potencjalnie w Chinach ulokowane jest jeszcze około 2 bln USD spekulacyjnych pozycji różnego rodzaju, które mogą stać się źródłem odpływu kapitału (wobec 1,1 bln USD rezerw ulokowanych w obligacjach amerykańskich).
2. Silny spadek cen ropy naftowej na przestrzeni ostatniego roku pogorszył sytuację państw takich, jak Arabia Saudyjska, Rosja i wiele innych. W wyniku tego ich popyt na zagraniczne papiery dłużne jest mocno ograniczony. Po pierwsze kraje te nie muszą kupować amerykańskich obligacji, aby zapobiec nadmiernej aprecjacji swoich walut (na co presję wywierają wysokie ceny ropy), a po drugie zwyczajnie nie osiągają dodatkowych wpływów, które mogłyby i chciały ulokować. Wręcz przeciwnie, osłabienie walut krajów eksportujących ropę oraz krajów rozwijających się w ogóle, nasila presję na wyprzedaż rezerw walutowych ulokowanych w USD.

Jaki wpływ na rynki finansowe może mieć odwrócenie trendu akumulacji globalnych rezerw walutowych? Według dostępnych szacunków uplasowanie na rynku przez Chiny amerykańskich papierów dłużnych o wartości 500 mld USD podwyższyłoby ich rentowność o około 1 pkt. proc. Zupełnie odmienny cel towarzyszył FED przy realizacji programów

„Quantitative Easing”, które polegały na obniżeniu długoterminowych stóp procentowych poprzez zakup na rynku obligacji skarbowych. Dlatego sprzedaż na rynku na dużą skalę amerykańskich obligacji skarbowych przez zagraniczne banki centralne można określić, jako „Quantitative Tightening”. Czy w tej sytuacji FED może pozwolić sobie na podwyżkę stóp procentowych? Jej efektem byłaby presja na dalsze umocnienie dolara, co prawdopodobnie tylko spotęgowałoby proces „Quantitative Tightening”. W rzeczywistości FED ma tylko jedno narzędzie, aby przeciwdziałać temu procesowi i jest nim oczywiście „Quantitative Easing”. Na rynku w USA już pojawiają się opinie, że taki powinien być następny ruch FED. Twierdzi tak m.in. Ray Dalio z Bridgewater Associates, największego na świecie hedge fundu, zarządzającego aktywami o wartości 162 mld USD.

Taki ruch ze strony FED wpisywałby się w globalne trendy w polityce pieniężnej. Tym bardziej, że wydzwięk ubiegłotygodniowego posiedzenia ECB okazał się bardzo gołębi. Komunikat i towarzysząca mu konferencja prasowa obfitowały z jednej strony w liczne stwierdzenia o ryzykach w dół dla wzrostu i inflacji, a z drugiej w deklaracje, że bank centralny „chce, może i nie ma żadnych ograniczeń w kształtowaniu instrumentarium polityki pieniężnej”. Można zatem stwierdzić, że ECB rozpoczął proces budowy oczekiwań na zwiększenie skali monetarnej stymulacji gospodarki europejskiej. Podobny wydzwięk miało ubiegłotygodniowe posiedzenie RPP, która zwróciła uwagę na „wzrost ryzyka silniejszego spowolnienia w gospodarkach wschodzących oraz spadek cen surowców, które zwiększają niepewność dotyczącą tempa powrotu inflacji do celu”. Jeszcze do niedawna ekonomiści prześcigali się w prognozowaniu pierwszej podwyżki stóp w Polsce, tymczasem dziś zaczynają wycofywać się ze swoich oczekiwań, a niektórzy już zapowiadają możliwość kolejnego wznowienia cyklu obniżek stóp.

W tej sytuacji wydaje się, że po sierpniowym szoku i być może wtórnym testowaniu minimów, światowe rynki akcji powinny w najbliższych tygodniach odzyskać równowagę. Szybki powrót na nowe maksima jest oczywiście mało prawdopodobny, a utrwalenie wzrostów po procesie formowania dołka wymagać będzie jakiegoś nowego impulsu. Niewykluczone, że rynki rzeczywiście rozpoczną dyskontowanie kolejnego zastrzyku płynności ze strony ECB i być może będzie to skorelowane z wygaszeniem ryzyka politycznego po wyborach parlamentarnych w Polsce. W obliczu światowego trendu w polityce monetarnej, kto wie, czy za kilka miesięcy nie okaże się, że Ray Dalio miał rację, a giełdowym inwestorom z odsieczą ponownie przyjdzie FED? Zwiększenie skali stymulacji monetarnej w strefie euro byłoby ponadto kolejnym argumentem dla RPP do wznowienia cyklu obniżek stóp procentowych. Procesowi temu może również sprzyjać nowa bardziej gołębia RPP, ponieważ spośród 10 jej członków, kadencja aż 8 wygasa w styczniu i lutym 2016 roku. Samo oddalenie perspektywy podwyżek stóp procentowych, nie wspominając nawet o ich cięciach, to solidny argument przemawiający za poszukiwaniem inwestycyjnych perełek w segmencie małych i średnich spółek.



Stopy zwrotu subfunduszy EQUES SFIO w okresie od 31.12.2014 do 04.09.2015. Źródło: Obliczenia własne EQUES Investment TFI SA

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 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 (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

**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