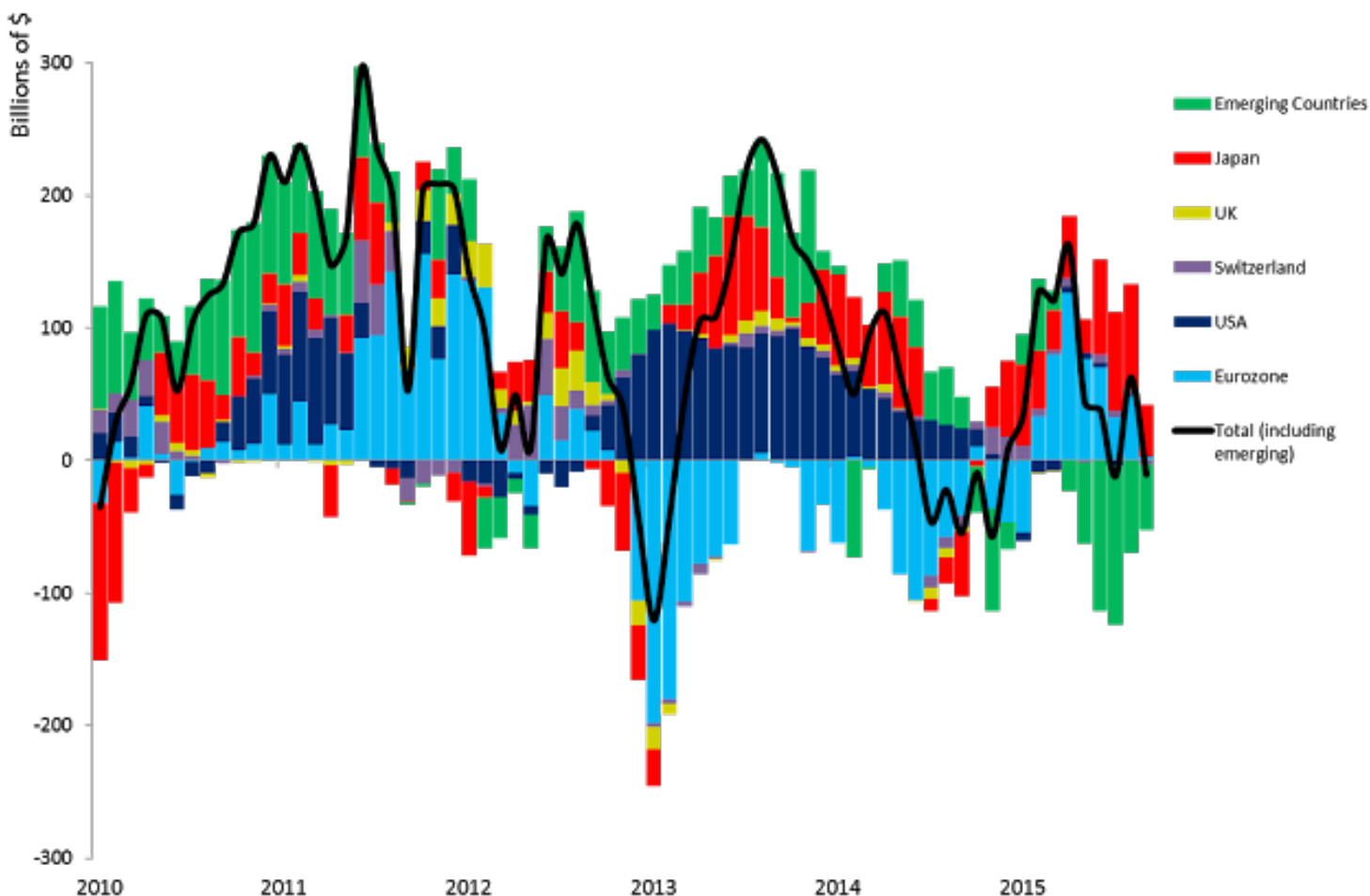


Każdej recesji towarzyszy solidna wyprzedaż na rynkach akcji, ale nie każdy znaczący spadek giełdowych indeksów zapowiada recesję. Czy giełdowe spadki w ostatnich miesiącach dyskонтują nadchodzącą recesję, czy są tylko epizodem wynikającym z czynników o charakterze płynnościowym, który szybko przejdzie do historii?

W dzisiejszej globalnej gospodarce czynniki płynnościowe mają istotny wpływ na to, co dzieje się w sferze realnej, a szczególnie na nie wrażliwa jest koniunktura na światowych rynkach akcji. Dlaczego w tej sytuacji programy skupu aktywów realizowane przez ECB oraz BoJ na ogromną skalę wydają się być ignorowane przez inwestorów? Teoretycznie powodem tego mogłaby być podwyżka stóp procentowych w USA, do której doszło w grudniu 2015 roku, gdyby nie fakt, że poprzedni wzrostowy cykl stóp procentowych w USA (czerwiec 2004-czerwiec 2006), w trakcie którego stopa FFR wzrosła z 1% do aż 5,25% w ciągu zaledwie dwóch lat, nie zatrzymał hossy na światowych rynkach akcji.

Przyjrzyjmy się więc, jak zmieniają się aktywa najważniejszych banków centralnych na świecie (Wykres 1). Słupki granatowe pokazują, jaki wpływ na aktywa banków centralnych miał program QE2 oraz QE3 realizowany przez FED. Kolor niebieski przedstawia pozytywny wpływ na aktywa ze strony dwóch programów LTRO realizowanych przez ECB, a następnie ich spłatę w latach 2013-14 (słupki ujemne) oraz trwający obecnie program skupu aktywów. Kolor czerwony to proces „drukowania” pieniądza realizowany przez Bank of Japan. Czarna linia przedstawia zmianę aktywów ogółem, a jej położenie sugeruje, że spadek aktywów banków centralnych w krajach rozwijających się w ostatnich miesiącach w zasadzie w całości niweluje starania ECB oraz BoJ. Spadek aktywów banków centralnych w krajach rozwijających się wynika natomiast głównie z kurczących się rezerw walutowych.

Miesięczna zmiana aktywów banków centralnych na przestrzeni ostatnich lat



Źródło: Soberlook.com, National Central Banks



**EQES
INVESTMENT
TFI SA**

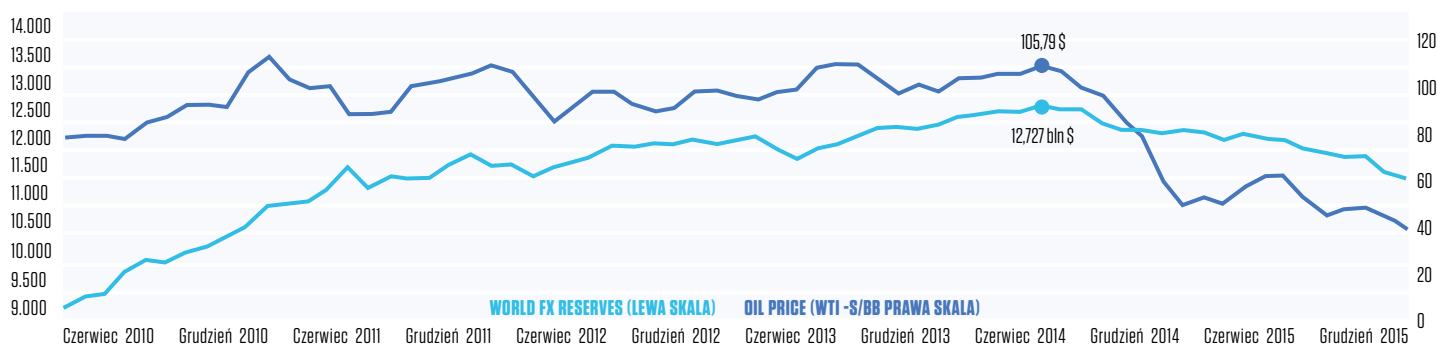
Oddział w Warszawie:
Plac Bankowy 1
00-139 Warszawa
tel.: (+48) 22 379 46 00
fax: (+48) 22 379 46 10
e-mail: warszawa@eitfi.pl

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

Światowe rezerwy walutowe znajdują się w trendzie spadkowym od sierpnia 2014 roku, kiedy zanotowały najwyższą wartość na poziomie 12,7 bln USD. Od tego czasu globalne rezerwy walutowe skurczyły się już o ponad 1,2 bln USD, czyli o około 10%. Maksymalny poziom rezerw walutowych został osiągnięty mniej więcej w tym samym momencie, w którym szczyt zanotowały ceny ropy naftowej (wykres 2). Sugeruje to, że ważnym źródłem problemów są kraje, których gospodarka bazuje przede wszystkim na wydobyciu i eksporcie „czarnego złota”, ale nie tylko. Istotnym elementem są także Chiny, gdzie spowolnieniu gospodarczemu towarzyszy postępujący odpływ kapitału zagranicznego, skutkujący wyraźnym spadkiem rezerw walutowych tego kraju o około 20% od maksimum zanotowanego w połowie 2014 roku (wykres 3).

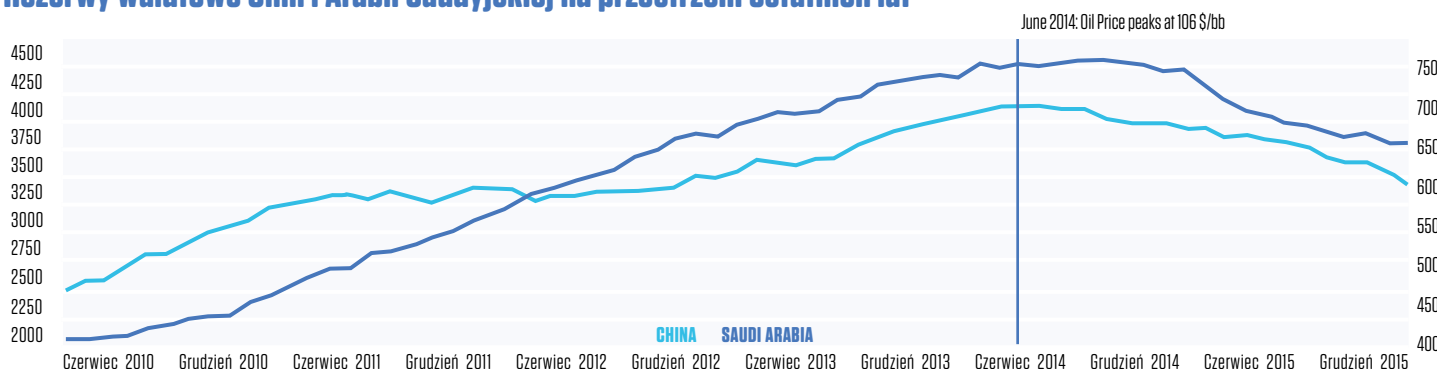
Tak istotny spadek cen ropy, z jakim mieliśmy do czynienia na przestrzeni ostatnich kilkunastu miesięcy z całą pewnością oznacza recesję w wielu krajach, których gospodarka jest uzależniona od wydobycia i eksportu ropy naftowej. Kluczowym pytaniem z punktu widzenia giełdowych inwestorów pozostaje jednak to, czy obecne zawirowania mogą przerodzić się w problemy gospodarcze na szerszą skalę. W praktyce można jednak zredukować to pytanie do gospodarki amerykańskiej. Trwająca od wielu miesięcy presja na umocnienie USD przekłada się na wyniki amerykańskich eksporterów, a spadek cen ropy naftowej pogarsza kondycję sektora wydobywczego, który w poprzednich latach był kołem zamachowym gospodarki. A zatem globalne czynniki już od dłuższego czasu wywierają wpływ na spowolnienie amerykańskiej gospodarki, szczególnie sektora przemysłowego. Na razie jednak solidnie wygląda sektor usługowy, rynek pracy jest zdrowy, a konsumenci, którzy od wielu dekad stanowią o sile amerykańskiej gospodarki, wciąż nie zawodzą. Zwykle recesja w USA jest o kilka miesięcy poprzedzona zjawiskiem tzw. inwersji krzywej rentowności, czyli wystąpienia sytuacji, w której stopy krótkoterminowe są wyższe niż długoterminowe. Tymczasem w obecnym cyklu gospodarczym spread pomiędzy rentownością obligacji długoterminowych i krótkoterminowych wciąż utrzymuje się na wysokim dodatnim poziomie (wykres 4).

Światowe rezerwy walutowe oraz ceny ropy naftowej na przestrzeni ostatnich lat



Źródło: Soberlook.com, IMF, National Central Banks

Rezerwy walutowe Chin i Arabii Saudyjskiej na przestrzeni ostatnich lat



Źródło: Soberlook.com, National Central Banks



**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

Spread pomiędzy rentownością obligacji 10-cio letnich i 3-miesięcznych w USA



Źródło: Seconbrowser.com, dashofinsight.com

Prognozowanie recesji w amerykańskiej, czy światowej gospodarce wydaje się zatem zdecydowanie przedwczesne. Jednak z całą pewnością globalne otoczenie płynnościowe jest od dłuższego czasu mało sprzyjające z punktu widzenia giełdowych inwestorów i to pomimo programów skupu aktywów realizowanych przez ECB oraz BoJ. Z drugiej strony dostrzec można w ostatnim czasie wyraźne symptomy skrajnego pesymizmu, co w krótkim terminie może wspierać notowania. Rynki akcji potrzebują jednak wyraźnego impulsu do kontynuacji wzrostów. Takim impulsem może być m.in. wzrost cen ropy naftowej, ewentualne po wzrostowej decyzji chińskich władz, czy bardziej gołębia retoryka FED. Tak, czy inaczej w krótkim terminie dostrzegamy światło w tunelu, a jak będzie później, czas pokaże.

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 29 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, 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 (Dz. U. z 2014, poz. 157 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 (t), 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

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