

## Komentarz rynkowy

Najpierw Grecja potem Rosja, czyli grudniowy ambaras dobrze podsumowujący rok na giełdzie warszawskiej. Rok, którego wierny opis można zawrzeć w zaledwie trzech ogólnych prawach Murphy'ego. 1. Jeżeli coś może się nie udać, nie uda się na pewno. 2. Nie uda się nawet wtedy, gdy jednak nie powinno się nie udać. 3. Wszystko wali się na raz. Ważniejsze jednak jest to, co przed nami, a zatem co może nas czekać w związku z rosyjskim zamieszaniem?

Pod względem wartości PKB Rosję można porównać z Włochami, a zatem skoro rynek reagował nerwowo na problemy 9-krotnie mniejszej Grecji, to miał prawo poważnie zaniepokoić się wydarzeniami w Rosji. Strach dodatkowo potęgować mogły skojarzenia z rokiem 1998, kiedy rosyjska gospodarka doznała poważnego wstrząsu wywierając jednocześnie znaczący negatywny wpływ na gospodarkę polską. Dostrzegamy jednak istotne różnice pomiędzy 1998 rokiem, a obecną sytuacją. W latach 90-tych gospodarka rosyjska była pogrążona w stagnacji związanej z transformacją gospodarczą po upadku Związku Radzieckiego. Dodatkowo została ona osłabiona przez kryzys azjatycki w 1997 roku, a wysoki dług zewnętrzny przy relatywnie niskich rezerwach walutowych wystawiał rosyjską walutę na ryzyko spekulacyjnego ataku. Do pierwszej próby takiego ataku doszło jeszcze w listopadzie 1997 roku, jednak wówczas Bank Centralny Rosji zdołał obronić rubla kosztem 6 mld USD, czyli 1/3 wszystkich ówczesnych rezerw walutowych kraju. Kolejne miesiące upłynęły na nieudanych próbach wdrażania reform, a spadające ceny ropy naftowej oraz odpływ kapitału zagranicznego dodatkowo uszczuplały płynność finansową kraju. Ostatecznie 17 sierpnia 1998 rosyjski rząd upłynnił kursy walut, zdewaluował rubla oraz wstrzymał spłatę obligacji krajowych i ogłosił moratorium na spłatę zobowiązań zagranicznych.

Dzisiejszy kryzys w Rosji ma dwie zasadnicze cechy wspólne z sytuacją w 1998 roku. Po pierwsze postępujące osłabienie rubla, choć jego skala jest dziś znacznie mniejsza (wykres 1), a po drugie spadek cen ropy naftowej (wykres 2). Choć spadek cen ropy w 2014 roku wydaje się bardziej gwałtowny (większy spadek w krótszym czasie), to jednak średnia cena ropy w 2014 roku w porównaniu z rokiem poprzednim nie spadła tak bardzo, jak w 1998. Pozostałe czynniki przemawiają zdecydowanie na korzyść dzisiejszej gospodarki, a wśród nich należy wymienić m.in.:

1. Istotnie mniejszy i względnie stabilny poziom długu zewnętrznego w relacji do PKB w porównaniu z 1998 rokiem – 35% vs 70% (wykres 3).
2. Całkowicie odmienna struktura długu zewnętrznego i bardzo niewielki udział sektora publicznego w zadłużeniu w 2014 roku (wykres 3).
3. Istotnie wyższy poziom rezerw walutowych – ponad 20% PKB w 2014 vs 4,5% w 1998 (wykres 4).
4. Znacznie korzystniejsza pozycja zagraniczna netto (rezerwy walutowe minus dług zagraniczny) w relacji do PKB: -12% vs -65% (wykres 4).

Kolejnym istotnym aspektem kryzysu w Rosji jest jego potencjalny wpływ na polską gospodarkę. Sprawdźmy najpierw, jaki był wpływ zadłużeniowo-walutowego kryzysu rosyjskiego z 1998 roku na wymianę handlową tego kraju (wykres 5). Spadek rosyjskiego importu można szacować z grubsza na 50%. Zakładając pesymistycznie, że następstwem obecnego kryzysu byłaby podobna zapaść wymiany handlowej, można łatwo policzyć, ile potencjalnie mogą stracić Polscy eksporterzy. Aby tego dokonać potrzeba trochę danych statystycznych dotyczących polskiej wymiany handlowej z 2013 roku. Zawarliśmy je w poniższej tabeli:

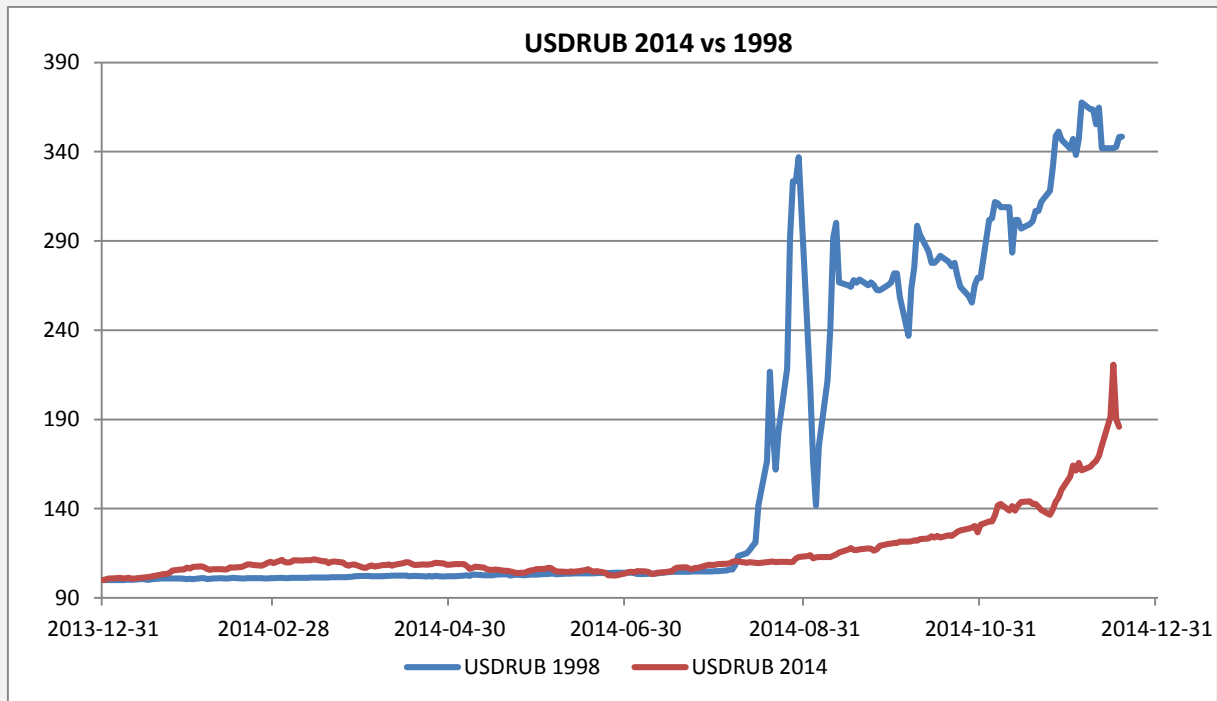
Wybrane dane na temat polskiej wymiany handlowej w 2013 roku ze szczególnym uwzględnieniem Rosji			Saldo	
	1	2	(1-2)	
Eksport ogółem (mld USD)	206,14	208,78	Import ogółem (mld USD)	-2,64
Udział Rosji w eksporcie ogółem	5,2%	12,1%	Udział Rosji w imporcie ogółem	-6,9%
Wartość eksportu do Rosji (mld USD)	10,81	25,26	Wartość importu z Rosji (mld USD)	-14,46
Udział eksportu do Rosji w PKB	2,1%	4,9%	Udział importu z Rosji w PKB	-2,8%
w tym żywność (mld USD)	1,57	18,67	w tym paliwa mineralne i pochodne (mld USD)	
Udział żywności w eksporcie do Rosji	14,5%	73,9%	Udział paliw mineralnych i pochodnych w imporcie z Rosji	
Udział eksportu do Rosji w PKB z wyłączeniem żywności	1,8%			

Źródło: Główny Urząd Statystyczny - Rocznik Statystyczny handlu zagranicznego 2014.

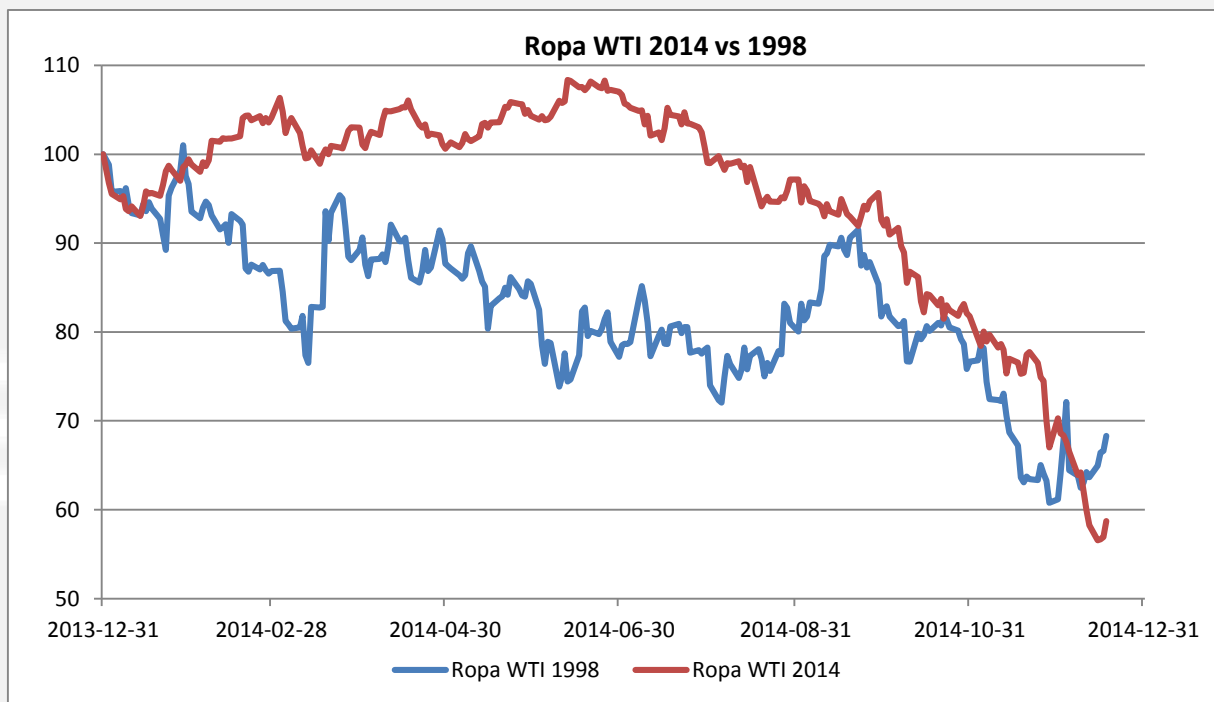
Okazuje się, że gdyby nie deficyt w handlu zagranicznym z Rosją Polska notowałaby w zasadzie regularnie nadwyżki w handlu zagranicznym. Udział eksportu do Rosji w 2013 roku stanowił około 2,1% polskiego PKB, z czego 14,5% stanowiły żywność i zwierzęta żywe, czyli pozycja objęta w roku bieżącym rosyjskimi sankcjami. Po jej wyłączeniu eksport do Rosji stanowi około 1,8% PKB. Jeżeli zatem miałyby spaść aż o połowę, to polską gospodarkę czeka tylko z tego tytułu spowolnienie o 0,9%. Jest jednak jeszcze druga strona bilansu, czyli import. Ten z Rosji stanowi aż 4,9% polskiego PKB, w tym prawie 74% stanowi pozycja „paliwa mineralne i pochodne”. Według danych Polskiej Organizacji Przemysłu i Handlu Naftowego import ropy do Polski wyniósł w 2013 roku ogółem 24,3 mln ton, z czego na Rosję przypadło 93,3%, czyli około 22,67 mln ton, co stanowi równowartość 164,6 mln baryłek. Biorąc pod uwagę fakt, że średnia cena ropy urals wyniosła w 2013 roku około 108 USD/bbl można szacować, że import ropy z Rosji stanowi około 95% pozycji „paliwa mineralne i pochodne”, czyli wartościowo około 17,78 mld USD. Wyobraźmy sobie teraz następującą sytuację:

1. Średnia cena ropy urals utrzymuje się w 2015 roku na poziomie o 40% niższym niż w 2013, czyli około 65 USD/bbl.
2. Gospodarka rosyjska pogrąży się w recesji, a import do Rosji spada o połowę w stosunku do roku 2013, co pociąga za sobą spadek polskiego eksportu rzędu 0,9% PKB.
3. Średnia cena importu rosyjskiej ropy do Polski wynosi 65 USD/bbl, a nie 108 USD/bbl, jak w 2013 roku, co oznacza, że przy tej samej ilości zakupionej ropy rachunek za ropę jest niższy o 7,08 mld USD, co stanowi równowartość prawie 1,4% polskiego PKB.
4. Podsumowując przychody polskich eksporterów kurczą się o około 4,62 mld USD, ale polscy konsumenci, przedsiębiorcy i sektor publiczny będą dysponować łącznie dodatkową kwotą do wydania w wysokości 7,08 mld USD, dzięki mniejszemu rachunkowi wystawionemu przez Rosję.

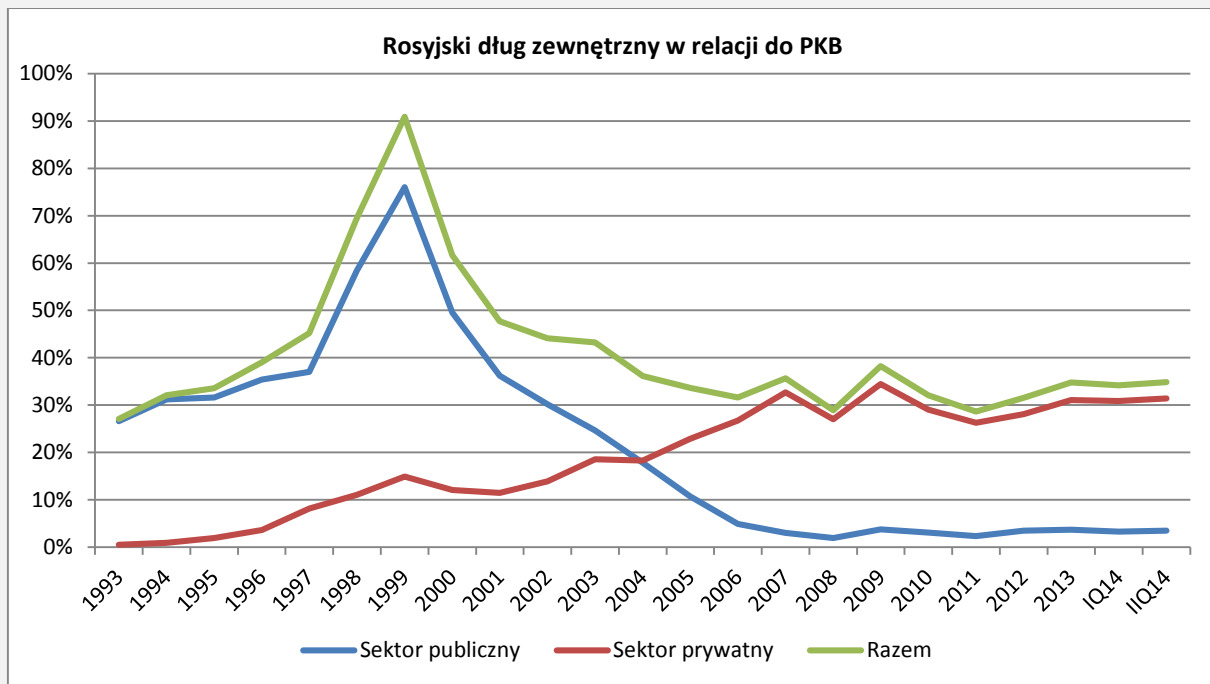
Rzeczywistość gospodarcza jest oczywiście bardziej złożona, a powyższe obliczenia nie uwzględniają szeregu zależności w wymianie handlowej w skali Europy, czy Świata. Straty z tytułu mniejszego eksportu do Rosji poniosą także inni nasi partnerzy handlowi, np. Niemcy, co również może negatywnie wpłynąć na polski eksport. Z drugiej strony także Niemcy zaoszczędzą na niższych rachunkach za ropę. Tak, czy inaczej niższe ceny ropy z całą pewnością są pozytywną wiadomością dla konsumentów niemal na całym świecie, wyłączając jedynie państwa eksportujące ropę, w tym zwłaszcza Rosję.



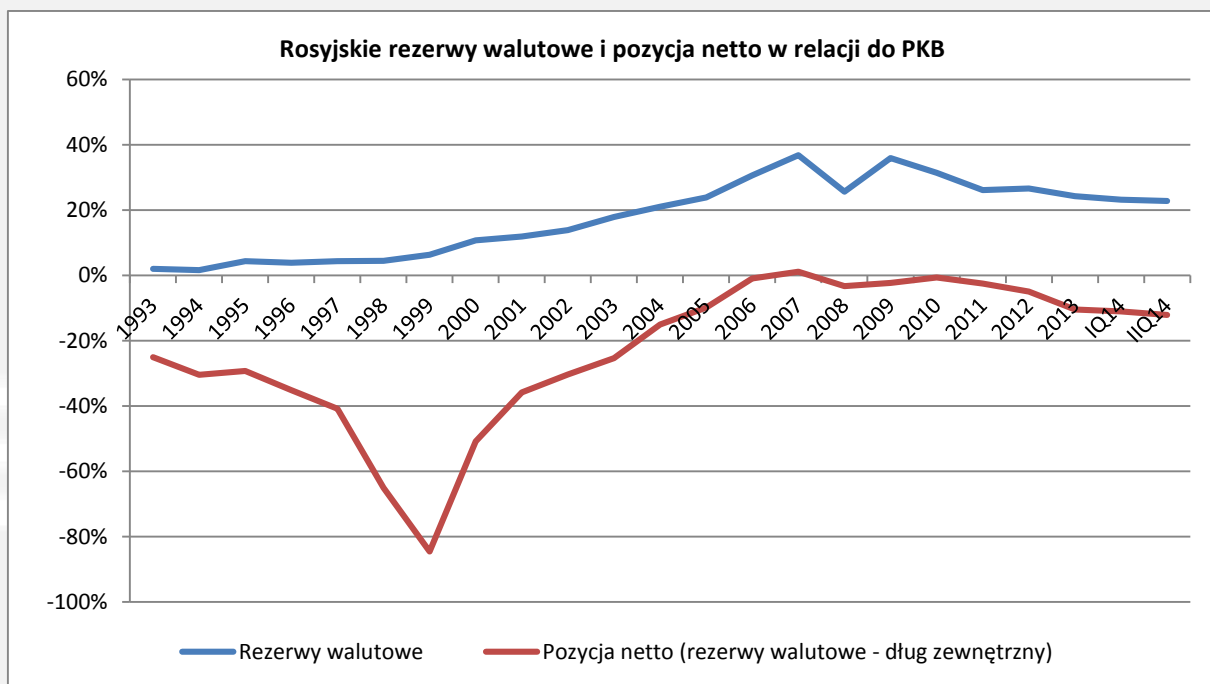
Wykres 1: Indeks zmian kursu USDRUB w latach 1998 i 2014 (koniec 1997 i 2013 =100). Źródło: opracowanie własne na podstawie danych stooq.com.



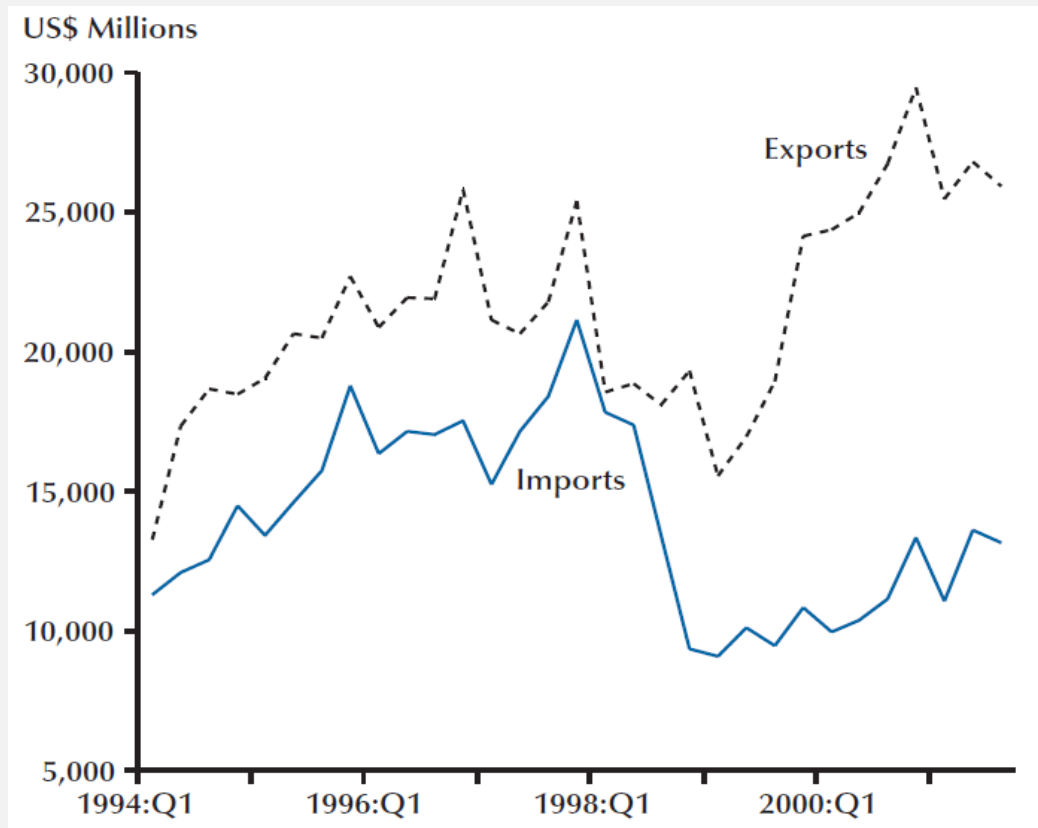
Wykres 2: Indeks zmian kursu ropy WTI w latach 1998 i 2014 (koniec 1997 i 2013 =100). Źródło: opracowanie własne na podstawie danych stooq.com.



Wykres 3: Rosyjski dług zewnętrzny w relacji do PKB ogółem i z podziałem na sektor prywatny i publiczny. Źródło: Bank Centralny Rosji.



Wykres 4: Rosyjskie rezerwy walutowe i pozycja zagraniczna netto (rezerwy walutowe - dług zewnętrzny). Źródło: Bank Centralny Rosji.



Wykres 5: Zmiana wartości rosyjskiego eksportu i importu w trakcie kryzysu z 1998 roku. Źródło: Bank Centralny Rosji.

Rynek przechodzi czasem takie okresy, kiedy strach jest wyolbrzymiany i takie, gdy euforia nie znajduje uzasadnienia w rzeczywistości. Często okresy te nawet nie są zbieżne z cyklem hossy-bessa. Tym razem strach wynikał z wyobraźni inwestorów, która została pobudzona silnym spadkiem rosyjskiej waluty w krótkim okresie czasu. W efekcie odżyły wspomnienia 1998 roku i ówczesnego kryzysu rosyjskiego, który wywarł silny – choć krótkotrwały – negatywny wpływ na polską gospodarkę oraz notowania cen akcji na giełdzie warszawskiej. Wydarzenia gospodarcze często bywają nieprzewidywalne i nawet najlepsi ekonomiści mogą „coś” nie doszacować, jednakże jak wynika z twardych danych ekonomicznych, gospodarka rosyjska jest dziś znacznie bardziej odporna na kryzys, a gospodarka polska znacznie mniej wrażliwa na zawirowania za wschodnią granicą. Dlatego sądzimy, że wzrost awersji do ryzyka związany z rosyjskimi „strachami”, powinien stanowić okazję do kupna akcji po atrakcyjnych cenach. Perspektywy rynku na 2015 rok są pozytywne i jeśli sytuacja w Rosji niespodziewanie nie wymknie się spod kontroli, to wkrótce posiadacze akcji, chwając się osiągniętym zyskiem, będą wzbudzać zazdrość u tych, którzy w portfelu wciąż posiadają będą obligacje skarbowe. W związku z tym podtrzymujemy opinię, że warto rozważyć inwestycję w fundusze EQUES Akcji oraz EQUES Aktywnej Alokacji. Fundusze te niezmiennie stanowią dobrą alternatywę dla inwestorów o większej skłonności do ryzyka, bądź preferujących metodę systematycznego inwestowania. Dla tych, którzy nie akceptują zmienności typowej dla rynku akcji, bardziej odpowiednie będą EQUES Obligacji oraz EQUES Pieniężny.

Korzystając z okazji wszystkim odbiorcom newslettera EQUES, Klientom, Partnerom i Przyjaciółom składamy najserdeczniejsze życzenia pełnych ciepła i radości Świąt Bożego Narodzenia oraz sukcesów i realizacji planów w Nowym 2015 Roku.

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 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 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 zwrrotny z dopiskiem 'rezygnuję'.

© EQUES Investment Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA