

## Komentarz rynkowy

Piątkowe porozumienie w sprawie przedłużenia pakietu pomocowego dla Grecji o kolejne cztery miesiące, czyli do końca czerwca 2015 roku, dało impuls do wzrostu cen na światowych rynkach akcji. Skrętnie skorzystali z niego inwestorzy w USA i Niemczech, gdzie indeksy zakończyły tydzień nowymi rekordami wszechczasów. Niestety giełda warszawska wciąż tkwi na mieliźnie, z której wydostać może ją tylko powrót rozsądku w sprawie kredytów frankowych.

Przedłużenie wygasającej z końcem lutego pomocy finansowej dla Grecji o kolejne cztery miesiące ma nastąpić pod warunkiem przeprowadzenia reform. W tym tygodniu grecki rząd ma przedstawić ich listę do oceny przez instytucje nadzorujące wdrożenie programu (KE, MFW, ECB). Do końca kwietnia lista ma być uzupełniona i doprecyzowana, a pozytywna ocena realizacji uzgodnień jest warunkiem wypłaty zaległej raty pomocowej z Europejskiego Funduszu Stabilności Finansowej. Ponadto Grecja zobowiązała się do niepodejmowania jednostronnych działań, które oznaczałyby wycofywanie się z uzgodnionych reform. Piątkowe porozumienie przynajmniej na jakiś czas zdejmuje z rynków istotny czynnik ryzyka, który od dwóch miesięcy nieustannie dawał o sobie znać.

Niestety greckie porozumienie niewiele znaczy dla posiadaczy polskich akcji, ponieważ nad lokalnym rynkiem wciąż wisi inny istotny czynnik ryzyka. Mowa oczywiście o propozycji przewalutowania kredytów walutowych po kursie CHF/PLN z dnia zawarcia umowy. Negatywne konsekwencje takiego rozwiązania dotknęłyby nie tylko sektor bankowy, ale także całą polską gospodarkę, o czym pisaliśmy szerzej przed tygodniem. Propozycja stanowi również zagrożenie dla stabilności polskiego systemu finansowego. Dlaczego? Udzielając kredytów denominowanych lub indeksowanych w CHF banki musiały pozyskać finansowanie w tej walucie. Jego źródła mogły być bardzo różne, m.in. emisja obligacji w CHF, pożyczka od banku zagranicznego, czy emisja długu w PLN i jego konwersja na CHF za pomocą operacji FX swap. Ponieważ walutowe kredyty hipoteczne wypłacane były w PLN, banki musiały dokonać transakcji sprzedaży tak pozyskanej waluty. Był to jeden z czynników, który wywierał istotny wpływ na umocnienie PLN w okresie największej popularności kredytów walutowych (wykres 1). W sytuacji, w której banki zostałyby zmuszone do przewalutowania kredytów, będą one musiały dokonać zamknięcia pozycji pasywnej w bilansie, czyli kupna CHF. Kumulacja dużego popytu na walutę w krótkim okresie czasu spowodowałaby silną presję na osłabienie złotego. Jeśli przewalutowanie będzie dobrowolne dla kredytobiorców i będzie go można dokonać w dowolnym momencie, to ewentualne osłabienie złotego spowoduje, że będzie się na nie decydować coraz więcej osób. Jeśli z kolei spekulacyjny kapitał zagraniczny „wyczułby” okazję do zysku na tej operacji, to złoty szybko mógłby podążyć szlakiem rubla. W następstwie odpływu kapitału zagranicznego doszłoby prawdopodobnie do znaczących spadków cen aktywów na krajowym rynku kapitałowym. Szczególnie dotyczy to obligacji skarbowych, w przypadku których rola i udział kapitału zagranicznego znacząco wzrosły po tzw. reformie emerytalnej.



Wykres 1: Tygodniowy wykres kursu CHFPLN z zaznaczonym okresem największej popularności walutowych kredytów mieszkaniowych. Źródło: opracowanie własne, stooq.com.

Niepewność w sprawie ewentualnego przewalutowania kredytów w CHF utrzymywać się będzie na rynku prawdopodobnie, co najmniej do 11 marca, kiedy banki mają przedstawić własną propozycję rozwiązań. Trudno przewidzieć, co stanie się później, gdyż nie wiadomo czy propozycja banków spotka się ze zrozumieniem. Z pojawiających się nieoficjalnie informacji wynika, że sektor bankowy nie akceptuje propozycji przewalutowania kredytów walutowych i jest to przede wszystkim głoś rozsządku, a nie troski o własne interesy. Wieść rynkowa niesie, że bankowa kontrpropozycja zmierza w kierunku rozwiązań, które pozwoliłyby skutecznie zarządzać ryzykiem systemowym związanym z kredytami walutowymi w przyszłości, ale bez obciążania sektora kosztami przeszłych zmian na rynku walutowym. Jednym z proponowanych rozwiązań ma być podobno wprowadzenie korytarza walutowego (FX rate cap and floor). Jeśli kurs waluty doszedłby do dolnego ograniczenia (wyznaczonego na poziomie LTV nie większym niż 100%), wówczas kredyty walutowe byłyby automatycznie konwertowane na PLN. Z kolei po przekroczeniu górnego ograniczenia koszt dalszego umocnienia waluty ciążyłby na banku, a nie na kredytobiorcy.

„Polska waluta jest niedowartościowana” (Prezes NBP Marek Belka – przemówienie w Krajowej Izbie Gospodarczej, luty 2015), więc lepiej pozwolić działać rynkowi niż zrealizować stratę kosztem całej polskiej gospodarki. W tym kierunku zmierza bankowa kontrpropozycja, która naszym zdaniem – abstrahując od szczegółowych rozwiązań – wydaje się dobrym kompromisem. Takie rozwiązanie zdjęłoby presję z polskiego rynku akcji i zarazem skutecznie ograniczyłoby ryzyko systemowe związane z kredytami walutowymi.

*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