

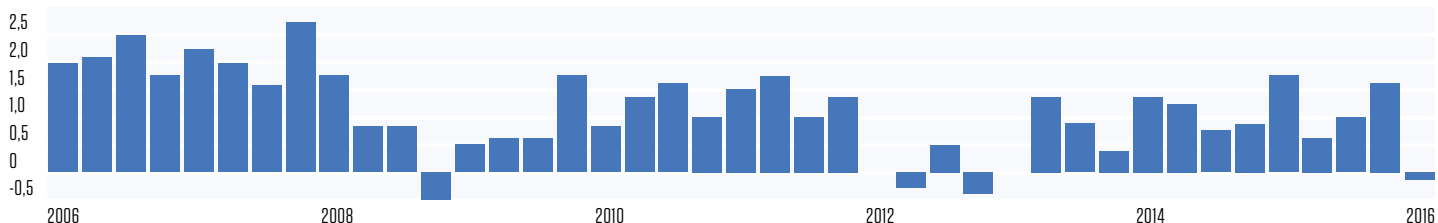
**Końcówka minionego tygodnia przyniosła dwie ważne informacje z punktu widzenia giełdowych inwestorów. Według wstępnego odczytu PKB, polska gospodarka urosła w I kwartale br. znacznie wolniej od oczekiwań, a agencja Moody's obniżyła perspektywę ratingu polski na negatywną, pozostawiając samą ocenę ratingową na dotychczasowym poziomie.**

Polska gospodarka urosła w IV kwartale 2015 roku aż o 4,3% r/r, konsensus na I kwartał 2016 zakładał spowolnienie, a wzrost miał wynieść 3,4% r/r. Tymczasem według wstępnego odczytu wzrost w I kwartale wyniósł zaledwie 3%, zaś dane wyrównane sezonowo wskazują na pierwszy od IV kwartału 2012 spadek PKB w ujęciu q/q (wykres 1). W okresie minionych 10 lat jest to dopiero czwarty przypadek ujemnej kwartalnej dynamiki PKB w Polsce (poprzednio w IV kwartale 2008 oraz w II i IV kwartale 2012). Choć wstępny odczyt PKB nie zawiera szczegółowych danych, to jednak można przypuszczać, że za tak słabe dane odpowiadają przede wszystkim inwestycje. Na poziom inwestycji w gospodarce oddziałuje negatywnie szereg czynników, w tym zwłaszcza: niski poziom wydatkowania środków unijnych, duża niepewność sektora prywatnego w związku z ryzykowną polityką gospodarczą nowego rządu, spadek dostępności i zaostrzenie kryteriów kredytowych w związku z obciążeniem sektora bankowego nieracjonalnym haraczem w postaci tzw. „podatku bankowego”, a także zakończenie kilku dużych projektów kolejowych w 2015 roku.

Niestety spowolnienie w polskiej gospodarce wynika w znacznej mierze z czynników o charakterze względnie trwałym, a zatem presja na tempo wzrostu gospodarczego w najbliższych kwartałach powinna się utrzymywać. Z drugiej strony można powiedzieć, że odsiecz ze strony programu 500+ nadchodzi w samą porę i w jakimś stopniu powinna zneutralizować skutki słabości w inwestycjach. Jednakże – pomijając długoterminowe negatywne skutki polityki rządu zmierzającej do zastępowania pro wzrostowych inwestycji konsumpcją finansowaną z rozdawania pieniędzy podatników – wydaje się, że wpływ programu 500+ na gospodarkę w krótkim terminie może być znacznie słabszy niż się oczekuje. Wynika to z faktu, że praktycznie wszystkie czynniki, które decydują o tym, w jakim stopniu stymulacja fiskalna przekłada się na wzrost gospodarczy, w przypadku Polski wypadają słabo lub bardzo słabo (szczegółowo pisaliśmy o tym przed tygodniem).

Publikacja wstępnych danych o PKB w I kwartale praktycznie zbiegła się w czasie z decyzją agencji Moody's dotyczącą ratingu Polski (choć oczywiście nie miała na nią wpływu). Moody's potwierdził rating Polski na poziomie A2, ale obniżył perspektywę ratingu do negatywnej. Oznacza to, że w średnim terminie wzrosło prawdopodobieństwo obniżenia samej oceny ratingowej. Pozostawiając na razie ocenę na dotychczasowym poziomie agencja doceniła dotychczasową odporność gospodarczą kraju nawet w warunkach negatywnej presji zewnętrznej. W komunikacie wymieniono dwie grupy powodów obniżenia perspektywy: ryzyka fiskalne oraz klimat inwestycyjny. W ramach pierwszej grupy zwrócono uwagę na niebezpieczny wzrost wydatków budżetowych związany przede wszystkim z programem 500+, a także zapowiadaniem obniżeniem wieku emerytalnego oraz zagrożenia dla zakładanych dochodów budżetowych wynikające z planowanego obniżenia kwoty wolnej od podatku oraz polegania rządu na jednorazowych przychodach i efektywniejszym ściąganiu podatków. Ryzyka związane z klimatem inwestycyjnym dotyczą głównie ewentualnej konwersji kredytów walutowych oraz przedłużającego się konfliktu wokół Trybunału Konstytucyjnego. Analitycy agencji podkreślili fakt, że proponowana konwersja kredytów na dalece niekorzystnych warunkach dla banków mogłaby mieć znaczący wpływ na podaż kredytów, z konsekwencjami dla prywatnej konsumpcji i inwestycji.

## Wyrównany sezonowo wzrost PKB Polski w ujęciu kwartał do kwartału za ostatnie 10 lat (Wykres 1)



Źródło: tradingeconomics.com

## Terminy kolejnych przeglądów ratingu Polski w 2016 roku (Tabela 1)

### Nadchodzące przeglądy ratingów dla Polski w 2016 roku

S&P - 1 lipca

Fitch - 15 lipca

Moody's - 9 września

S&P - 2 grudnia

Źródło: Bankier.pl



**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

Polski rynek akcji od kilku tygodni dyskutował decyzję agencji Moody's. Okazała się ona w zasadzie zgodna z oczekiwaniami, choć część analityków prognozowała, że oprócz obniżenia perspektywy ratingu dojdzie także do obniżenia samej oceny ratingowej. W krótkim terminie decyzja Moody's powinna zdjąć presję z rynku akcji i umożliwić wzrostową korektę. Kwestia otwartą pozostaje to, czy przetrze się ona w bardziej trwały i stabilny trend.

Agencja Moody's wyraźnie wskazała czynniki, które spowodują obniżenie ratingu, a zatem można powiedzieć, że teraz piłka znajduje się po stronie polskiego rządu (tabela 1: terminy kolejnych przeglądów ratingu Polski). O ile ryzyka fiskalne można „zasypać” wysokim i solidnym wzrostem gospodarczym (jeśli nie zmarnuje się tego nieracjonalną polityką gospodarczą), to ewentualna konwersja kredytów walutowych w bezpośredni sposób zagrazi ocenie wiarygodności kredytowej Polski, notowaniom akcji na giełdzie warszawskiej, a także wzrostowi gospodarczemu (co wyraźnie podkreślili analitycy Moody's). Taka konwersja pośrednio aktywuje również czynniki ryzyka o charakterze fiskalnym. Jeśli polskiemu rządowi zależy na utrzymaniu wiarygodności kredytowej, a korespondencja na linii Szalamacha-Rzepliński może na to wskazywać, to powinien zaniechać systemowej konwersji kredytów frankowych na warunkach skrajnie niekorzystnych dla banków. W zamian rząd powinien się raczej skupić na wypracowaniu mechanizmów ograniczających ryzyko systemowe związane z kredytami walutowymi w sytuacji dalszego osłabienia złotego (bo mechanizmy pomocy kredytobiorcom znajdującym się w trudnej sytuacji już istnieją).

Ewentualne „zdjęcie” z rynku ryzyka związanego z kredytami walutowymi, prawdopodobnie miałyby silny pozytywny wpływ na notowania akcji na giełdzie warszawskiej. Szczególnie w sytuacji utrzymania dobrego sentymentu do rynków wschodzących. Poprawa klimatu inwestycyjnego wokół Polski wiązałyby się z powrotem inwestorów zagranicznych na giełdę warszawską, a wówczas oczekiwana wzrostowa korekta miałaby szansę przetrzeć się w coś bardziej trwałego. Nie wspominając już szerzej o fakcie, że pozytywny klimat inwestycyjny sprzyja wzrostowi gospodarczemu. W związku z tym politykom wypada życzyć zarówno rozumu, jak i odwagi.

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 zbývania 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 SFID 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 (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)