

Pierwsza reakcja rynków finansowych na „Brexit” była taka, jakby świat miał się skończyć jeszcze tego samego dnia. Z perspektywy czasu okazało się jednak, że była to okazja do kupna akcji. Indeks S&P500 potrzebował zaledwie nieco ponad 2 tygodni, aby odrobić straty i wspiąć się na historyczne maksimum. Rynki wschodzące (indeks MSCI EM) niemal równie szybko znalazły się na rocznych maksimach, a na ich tle niestety dość słabo prezentuje się giełda w Warszawie oraz europejskie rynki rozwinięte.

Dlaczego niektóre rynki finansowe tak szybko odrobiły straty? Pierwsza gwałtowna reakcja sugeruje, że sam wynik brytyjskiego referendum był zaskoczeniem dla większości inwestorów, pomimo względnej sondażowej równowagi zwolenników i przeciwników wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej. Z drugiej strony, jak pokazują wyniki ankiety BofA Merrill Lynch przeprowadzanej wśród globalnych funduszy inwestycyjnych, nastawienie zarządzających do rynków akcji pogarszało się od dłuższego czasu z powodu piętrzących się czynników ryzyka i latających niemal stadami tzw. „czarnych łabędzi”. W efekcie rósł udział gotówki w portfelach funduszy z około 4,6% w IV kwartale 2015 roku do 5,5% w maju 2016, 5,7% w czerwcu 2016 oraz 5,8% w pierwszej połowie lipca 2016. Po raz ostatni tak duży udział gotówki w portfelach funduszy był notowany w 2001 roku po ataku na WTC. Zwykle wysoki udział gotówki w aktywach stanowi wsparcie dla cen akcji i sprzyja ich wzrostom (poziom większy niż 5% uznawany jest za sygnał kupna, a mniejszy niż 3,5% za sygnał sprzedaży), ponieważ pieniądź nie znosi próżni i musi pracować. Wydaje się, że właśnie z tego powodu inwestorzy szybko przystąpili do kupna gwałtownie przecenionych akcji.

Z czego wynika słabość rynków europejskich na tle akcji amerykańskich oraz rynków wschodzących? Wydaje się, że inwestorzy w pewnym momencie postawili bardzo dużo na „ilościowe luzowanie” w wersji ECB i jeszcze w IV kwartale akcje ze strefy euro były niemal rekordowo przeważone w portfelach (+60%). Od tego czasu zarządzający redukcją ekspozycję w Europie, a przeważenie stopniowo spada (+26% w maju), w związku z czym ceny europejskich akcji znajdują się pod presją. W pierwszej połowie lipca akcje europejskie były już średnio o 4% niedoważone w portfelach funduszy, co oznacza, że presja na ceny europejskich akcji może zacząć słabnąć. Tymczasem jeszcze niedawno nastawienie inwestorów do amerykańskich akcji i do rynków wschodzących było zupełnie przeciwne. Jeszcze w styczniu niedoważenie funduszy globalnych na rynkach wschodzących sięgało 33%, co było drugim najniższym poziomem w historii ankiety. Z kolei ekspozycja globalnych funduszy na rynku amerykańskim znajdowała się w okolicach 8-letniego minimum. Tymczasem w pierwszej połowie lipca zarówno akcje amerykańskie, jak i te z rynków wschodzących były już przeważone w portfelach funduszy o około 9-10%.

Oprócz pozycjonowania inwestorów i przepływu globalnego kapitału istotny wpływ na takie zachowanie europejskich rynków mają także czynniki ryzyka związane ze strefą euro. Chodzi przede wszystkim o niepewność wynikającą z Brexitu i jej wpływ na przyszłe losy Unii Europejskiej. Następny test dla wspólnoty będzie miał miejsce już 16 października, kiedy we Włoszech odbędzie się referendum w sprawie zatwierdzenia zmian w konstytucji. Aktualne sondaże wskazują, że 34% Włochów zagłasuje przeciwko, 29% opowiada się za zmianami, 20% nie ma zdania, a 17% nie wie czy w ogóle weźmie udział w głosowaniu. Jeśli referendum nie zatwierdzi zmian, to prawdopodobnie dojdzie do przedterminowych wyborów, w których duże szanse na zwycięstwo ma partia M5S (Ruch 5 Gwiazd Beppe Grillo), który w ostatnich sondażach ma ponad 30% poparcie i kilka pkt. proc. przewagi nad kolejnym ugrupowaniem. Integralnym punktem programu gospodarczego tej partii jest powrót do liry i uwolnienie się od europejskiej biurokracji. Jeśli wynik październikowego referendum będzie negatywny, to kolejnym po „Brexicie”, ważnym wydarzeniem w historii wspólnej Europy może być „uscilta” („uscita” w języku włoskim oznacza wyjście).

Na koniec słów kilka o słabości giełdy warszawskiej. Wyceny wydają się względnie atrakcyjne, co znajduje odzwierciedlenie w dobrym zachowaniu małych i średnich spółek. Niestety obraz całości psują te, które ważą najwięcej w głównych indeksach. Gdy już wydaje się, że rynek odpowiednio wycenił ryzyko polityczne, a inwestorzy nauczyli się z nim żyć, co jakiś czas powraca ono w nowej odsłonie. Tym razem największy akcjonariusz PGE odkrył sposób, jak wypłacić dywidendę, ale nie podzielić się nią z innymi akcjonariuszami (podwyższenie wartości nominalnej akcji pokryte z kapitałów rezerwowych z czym wiąże się konieczność zapłacenia podatku). Podobny „template” można z łatwością wykorzystać w innych spółkach, których łączny udział w indeksie WIG20 sięga ponad 60%.

Z drugiej strony rynek dość entuzjastycznie przyjął nową propozycję restrukturyzacji kredytów walutowych zaprezentowaną przez Kancelarię Prezydenta. Na pierwszy rzut oka propozycja jest znacznie lepsza dla banków niż poprzednie wersje, ponieważ zakłada jedynie zwrot spreadów walutowych i brak przymusowej konwersji. Podjęte zostaną natomiast działania nadzorcze w celu doprowadzenia do konwersji kredytów w ramach porozumienia pomiędzy bankiem a kredytobiorcą. Po roku mają zostać ocenione efekty tego rozwiązania i jeśli nie będą one zadowalające, to możliwy będzie powrót do koncepcji przymusowego przewalutowania. Na razie brak szczegółów, aby móc ocenić na ile skuteczne będą działania nadzorczy i dlatego rynek odczytał propozycję jako coś pomiędzy „znaczącym odsunięciem ryzyka w czasie a próbą wycofania się tylnymi drzwiami z ryzykownej i kosztownej dla gospodarki obietnicy wyborczej Prezydenta”. Jeśli jednak działania nadzorczy będą skuteczne, czyli negatywny wpływ dodatkowych wymogów na pozycję kapitałową banków będzie silniejszy niż koszty potencjalnego przewalutowania, to mogą one rzeczywiście zostać zmuszone do konwersji. Problem w tym, że mało prawdopodobne wydaje się, aby kredytobiorcy zaakceptowali kurs konwersji istotnie wyższy od tego z dnia



zaciągnięcia kredytu, a to oznacza, że ostateczne koszty dla sektora mogą w tej sytuacji okazać się znacznie wyższe niż dziś zakłada rynek. Zaletą tego rozwiązania może być jednak ich rozłożenie w czasie i brak ryzyka prawnego, które wiązało się z konwersją przymusową.

Reasumując, krajobraz po burzy wydaje się względnie optymistyczny, pomimo wciąż sceptycznego nastawienia inwestorów. Wysoki poziom gotówki w aktywach globalnych funduszy przemawia raczej za kontynuacją wzrostów niż rychłym powrotem spadków. Wydaje się, że nic złego nie powinno wydarzyć się na światowych rynkach akcji, dopóki inwestorzy nie zaczną dyskontować ryzyka związanego z październikowym referendum we Włoszech. W tej chwili trudno ocenić, które rynki będą zachowywać się relatywnie lepiej. Z jednej strony pod względem wyceny najbardziej „bronia się” rynki wschodzące oraz akcje w strefie euro, z drugiej natomiast mamy relatywnie drogie akcje w USA, za którymi stoi najbardziej stabilna gospodarka. W którą stronę popłynie największy kapitał?

4. URODZINY, 4 FUNDUSZE O OPŁAT

SKORZYSTAJ Z PROMOCJI EQUES SFIO

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 żadnej 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 189, poz. 1598), 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 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 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 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 i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (Dz. U. z 2004 Nr 146 poz. 1546 ze zmianami), 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 wyrażonej 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