

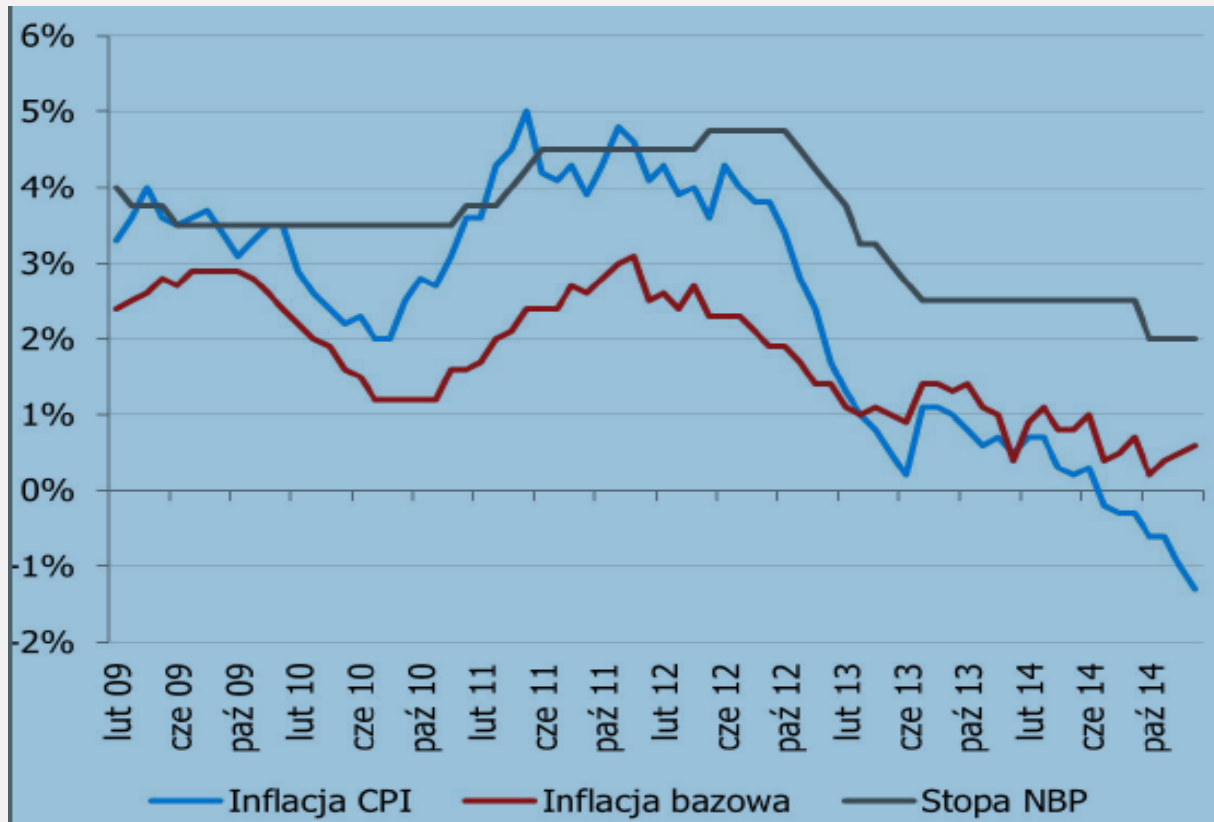
**Komentarz rynkowy**

Europejskie QE ruszy już za dwa tygodnie, a obniżka stóp procentowych na najbliższym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej (3-4 marca) wydaje się już niemal pewna. Teoretycznie taka kombinacja stanowi idealne warunki do wzrostu cen akcji na giełdzie warszawskiej. Jednak czy przełamanie słabości polskiego rynku akcji będzie możliwe bez udziału największego giełdowego sektora, zmagającego się z widmem przewalutowania kredytów frankowych?

Europejski Bank Centralny rozpocznie skup papierów dłużnych o wartości 60 mld EUR miesięcznie począwszy od marca br.. Skup ma trwać, co najmniej do września 2016, ale z opcją bezterminowego przedłużenia, jeśli oczekiwana przez ECB ścieżka inflacji nie będzie satysfakcjonująca. Skala europejskiego QE jest porównywalna z amerykańskimi pierwowzorami. FED skupował w skali miesiąca aktywa o wartości około 85 mld USD, 75 mld USD oraz 40 mld USD odpowiednio w ramach QE1, QE2 oraz QE3. Wartość tego ostatniego została następnie w grudniu 2012 roku zwiększona w ramach QE4 do 85 mld USD miesięcznie. Dla rynków akcji jest to informacja jednoznacznie pozytywna, a amerykańskim programom „ilościowego luzowania” QE1, QE2, Operation Twist, QE3 oraz QE4 (określane często, jako rozszerzona wersja QE3) towarzyszyły wyraźne wzrosty indeksu S&P500. W tym samym czasie w podobnym kierunku podążała większość światowych indeksów.

Tymczasem dane na temat styczniowej inflacji w Polsce ponownie rozbudziły oczekiwania na temat obniżki stóp procentowych. Zresztą zapowiedział to sam prezes NBP Marek Belka na konferencji po lutowym posiedzeniu. Jakie są argumenty za taką decyzją? Deflacja w styczniu pogłębiła się do poziomu -1,3% głównie za sprawą spadku cen żywności i paliw (wykres 1 - wzrost inflacji bazowej można wytłumaczyć efektem niskiej bazy na lekach). W pozostałych kategoriach dynamiki są w zasadzie zerowe i nie widać żadnej presji na odbicie cen. Wszystko wskazuje na to, że inflacja pozostanie na ujemnych poziomach znacznie dłużej niż prognozował NBP, a to będzie wymagać korekty projekcji inflacyjnej. W tym kontekście ważny jest również wydzwięk komunikatu RPP po lutowym posiedzeniu, który warunkuje dalsze luzowanie polityki pieniężnej tylko i wyłącznie wydłużonym okresem niskiej inflacji, a nie tak, jak poprzednio z uwzględnieniem perspektyw pogorszenia wzrostu gospodarczego. Dodatkowo, jak wynika z wypowiedzi członków RPP, widoczne jest „asymetryczne ryzyko umocnienia złotego w związku z działaniami ECB i napływem kapitału portfelowego”.

Zarówno decyzja ECB, jak i oczekiwana decyzja RPP to teoretycznie bardzo dobre wiadomości dla posiadaczy polskich akcji. Te jednak wciąż zachowują się relatywnie słabo na tle innych rynków, a przyczyny tej słabości są dość proste do zdiagnozowania. Rynekowi cięży sektor bankowy, którego udział w indeksie WIG sięga około 30%. Zachowanie akcji polskich banków zwykle jest dość mocno skorelowane z zachowaniem sektora w Europie (wykres 2). Tymczasem od momentu podjęcia decyzji o uwolnieniu franka przez SNB i rozpoczęcia skupu aktywów przez ECB korelacja zanika. Akcje europejskich banków wyraźnie poszły w górę w czasie, gdy polskich biły rekordy słabości. Dlaczego? Przewalutowanie kredytów frankowych po kursie z dnia zawarcia umowy oznacza ogromne straty dla banków, ubytek kapitałów i ograniczenie akcji kredytowej na wiele miesięcy. Taki scenariusz pogrążyłby nie tylko banki, ale całą polską gospodarkę, a giełda warszawska w żaden sposób nie skorzystałaby ani na QE w Europie, ani na niskich stopach procentowych w Polsce. Zaciągnięcie niskoprocentowanego kredytu byłoby możliwe teoretycznie, ale w praktyce jego dostępność byłaby mocno ograniczona. Rozwiązania polityczne stawiają ponadto pod znakiem zapytania sens prowadzenia działalności gospodarczej w sektorze bankowym, bo w rzeczywistości zwalniają klientów banków z ponoszenia konsekwencji zawartych umów. Wyobraźmy sobie, że za kilka lat pojawia się inflacja i stopa WIBOR rośnie do 10%. Czy wówczas pojawi się pomysł, aby klienci, którzy wcześniej zaciągnęli kredyty złotowe, płacili od nich odsetki obliczone na bazie WIBOR z dnia zawarcia umowy (np. 2%)? Jaki sens ma wtedy udzielanie kredytów przez banki? Może zamiast rozwiązań politycznych lepiej pozwolić, aby zmaterializowało się „asymetryczne ryzyko umocnienia złotego w związku z działaniami ECB i napływem kapitału portfelowego”.



Wykres 1: Inflacja i stopa NBP. Źródło: mBank.



Wykres 2: Indeks WIG Banki na tle Europe 600 Banks. Źródło: DM BZ WBK, Bloomberg.

Odpowiedź na pytanie postawione na początku wydaje się w tej sytuacji dość oczywista i brzmi: NIE. Do przełamania słabości na polskim rynku akcji potrzebne jest spełnienie jeszcze tylko jednego warunku: zostawić kredyty frankowe w spokoju, niech banki i kredytobiorcy rozwiązują swój wspólny problem we własnym gronie bez politycznej ingerencji. W przeciwnym razie polska giełda i gospodarka podąży węgierską ścieżką wieloletniego marazmu. Jeśli natomiast zwycięży rozsądek, to polskie banki szybko nadrobią stracony dystans do europejskich odpowiedników, a giełda warszawska na dłużej pożegna się z marazmem (wykres 2).

*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, przesłanej 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.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 zwrotny z dopiskiem ‘rezygnuję’.*

© EQUES Investment Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych 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 01  
fax: (+48) 58 761 00 01  
e-mail: biuro@eitfi.pl