

## Mniej ryzyk więcej szans

Ostatnie dwa tygodnie na polskiej giełdzie to powrót do trendu rosnącego. Euforia inwestorów jest jednak skutecznie powstrzymana, ponieważ jak na razie wzrosty wyglądają jedynie na korektę długoterminowego trendu spadkowego. Indeks WIG20 od końca kwietnia zmniejszył swoją wartość o ok. 5%. Pomimo Brexitu i powszechnego niepokoju inwestorów, indeksy najbardziej narażone na to wydarzenie zaczęły odbijać, m.in. MSCI EM, który obecnie odrobił straty i jest już nawet o blisko 4% wyżej, niż wartość przed opublikowaniem wyników referendum. Podobnie zachowuje się FTSE 100 (spółki brytyjskie), który jest ponad 4,5% wyżej. Tym bardziej niepokojące jest zachowanie WIG20, który wyraźnie odbiega od pozostałych rynków rozwijających się (-3%).

W ostatnich dniach pojawiła się nowa, dość niespodziewana szansa dla polskich akcji. Po nieudanym zamachu stanu w Turcji, lira mocno osłabiła się do głównych walut, a co ważniejsze giełda w Stambule silnie odczuła ten polityczny wstrząs. W wyniku odwrotu inwestorów od Turcji można domniemywać, że część z nich przeniosła swoje aktywa na inne rynki EM, w tym do Polski. Tym samym najbliższe dni mogą stać pod znakiem napływu kapitału na GPW i przynajmniej krótkoterminowych wzrostów. Spadki były jednak krótkoterminowe i europejskie indeksy, a także notowania EUR/USD powróciły w następnych dniach do wzrostów. Niestety w dalszym ciągu inflacja strefy euro jest bliska zeru i prawdopodobnie utrzyma się poniżej progu również w marcu (odczyt w czwartek). Zgodnie z wypowiedziami Draghi'ego negatywna inflacja jest nieunikniona w najbliższych miesiącach. Lepiej wygląda inflacja bazowa (m.in. bez cen energii), która waha się w okolicach 1% i odpowiada poniekąd na pytanie gdzie leży problem jeżeli chodzi o powszechną deflację - niskie ceny surowców.

## Ucieczka kapitału z Turcji do Polski (Wykres 1)



Źródło: Stooq.pl

Generalnie, najbliższe miesiące zapowiadają się dość korzystnie dla polskich akcji. Po pierwsze rozwiązało się jedno z głównych ryzyk, które ciążyły polskiemu rynkowi akcji, czyli sprawa OFE. Zaprezentowany przez Rząd dokument przedstawia tylko zarys planu, i wymaga uszczegółowienia w wielu aspektach, a jego realizacja to raczej przedsięwzięcie długoterminowe (2018-19). Rynki finansowe obawiały się jednak wręcz całkowitej nacjonalizacji aktywów OFE, a zaprezentowany plan jest bardziej korzystny w porównaniu z tymi oczekiwaniami. Koniec lipca rozpoczyna sezon wyników na GPW, który powinien potwierdzić, że spadające ceny polskich akcji nie są poparte fundamentami. Sugeruje to wskaźnik P/E, który obecnie dla WIG-u jest najniższy od 2012 roku i wynosi 13,0x. Dobre raportowane wyniki za 2Q powinny go obniżyć i dodatkowo uatrakcyjnić polski rynek w oczach inwestorów.

Do miana głównego zagrożenia dla polskich akcji kandyduje już właściwie tylko sektor bankowy, który w dalszym ciągu zagrożony jest ewentualnymi kosztami przewalutowania kredytów frankowych, ryzyko to wzrosło jeszcze bardziej, ponieważ CHF umocnił się przez zamieszanie z Brexitem. Na ceny polskich akcji w najbliższych miesiącach wpływ będą miały również sondaże dotyczące październikowego referendum we Włoszech (możliwa dymisja rządu w przypadku negatywnego wyniku). Coraz dokładniej inwestorzy przyglądać się będą także sondażom wyborczym w USA (listopad). W przypadku rosnącego poparcia dla Donalda Trumpe, sytuacja na rynkach może stać się nerwowa (powodem jest m.in. pewna prorosyjskość i antyunijność Trumpe, a co za tym idzie ryzyko destabilizacji regionu).

## Napięcia sektora bankowego

Chociaż polskie banki mocno ucierpiały przez ryzyko przewalutowania kredytów frankowych to, coraz bardziej niepokojące są sygnały dotyczące sytuacji całego sektora bankowego w Europie. Szczególne kłopoty mają banki włoskie, skale problemu ukazuje fakt, iż kraj ten to czwarta gospodarka Unii Europejskiej (trzecia bez Wielkiej Brytanii). Tamtejszy indeks sektorowy spadł już w tym roku o 50%, w tym akcje Unicredit (-57% r/r), co zmusiło bank m.in. do sprzedaży 10% pakietu PEKAO. Co



**EQUES  
INVESTMENT  
TFI SA**

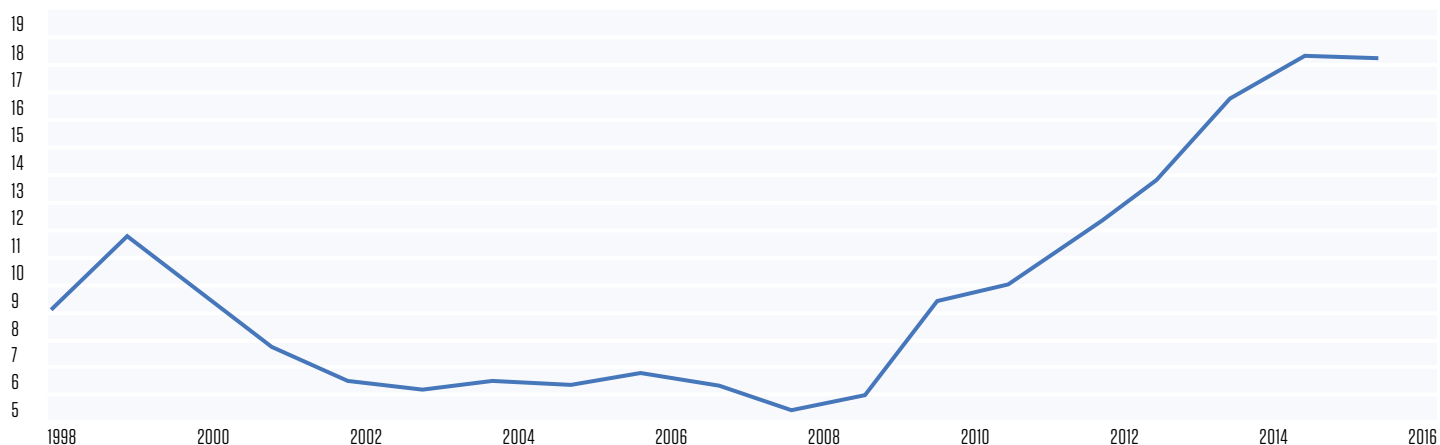
Oddział w Warszawie:  
Plac Bankowy 1  
00-139 Warszawa  
tel.: (+48) 22 379 46 00  
fax: (+48) 22 379 46 10  
e-mail: warszawa@eitfi.pl

Siedziba:  
ul. Chłopska 53  
80-350 Gdańsk  
tel.: (+48) 58 761 00 00  
fax: (+48) 58 761 00 01  
e-mail: biuro@eitfi.pl

ciekawe, ostatnie wydarzenia w Turcji także nie pomagają największemu pożyczkodawcy Włoch. Unicredit ma jedną z największych ekspozycji na Turcję, a dokładniej 4% portfela kredytowego (więcej 5% ma jedynie hiszpański BBVA). Sektorowi nie pomagają również ujemne stopy procentowe, ciężące od miesięcy wszystkim dużym światowym bankom.

Problemem włoskiego sektora są „bad debt”, czyli złe długi, które osiągnęły 18% portfela kredytowego, a w sumie 360 mld EUR. Wysoki odsetek złych długów to pochodna słabości prawa upadłościowego we Włoszech. Świetnie ilustruje to poniższy wykres. Średnia długość procesu upadłościowego we Włoszech to ponad 80 miesięcy (około 7,8 lat), czyli prawie cztery razy dłużej, niż średnia dla krajów europejskich.

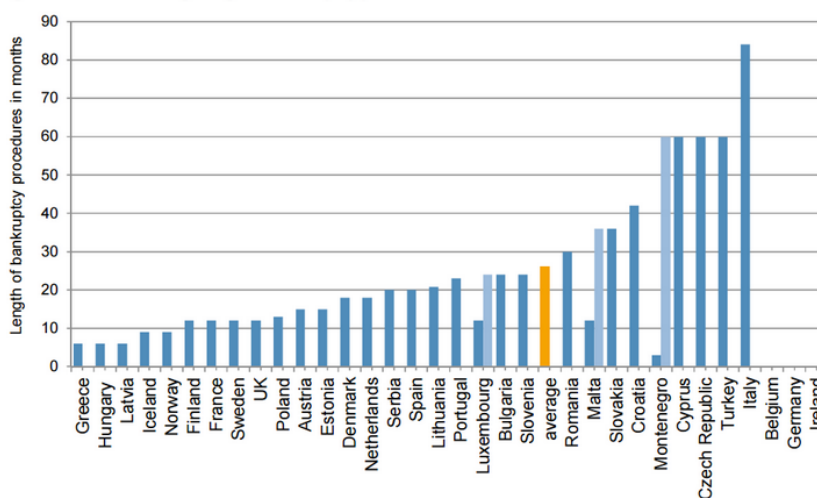
## Udział „złych kredytów”, w pożyczkach ogółem włoskich banków (Wykres 2)



Źródło: World Bank Group, Bloomberg

Niestety by uniknąć kryzysu sektorowego rząd Włoch musiałby podjąć pewne, nie do końca popularne wśród wyborców kroki i narazić się na protesty społeczne. Chodzi o tzw. Mechanizm bail-in, czyli unijne procedury, zakładające straty w pierwszej kolejności długu podporządkowanego, którego posiadaczami są głównie drobni inwestorzy indywidualni. Uruchomienie mechanizmu mogłoby odbić się na październikowym referendum konstytucyjnym we Włoszech, które w przypadku niepowodzenia skutkować będzie prawdopodobnie dymisją rządu i szansą dla opozycji (sceptycznej wobec UE). Wydaje się, że jedynym wyjściem jest unijny przepis, zakładający tzw. „wyjątkowe sytuacje, zagrażające stabilności systemu finansowego” i otwierający możliwość dofinansowania z ECB.

## Średnia długość procedur upadłościowych w miesiącach (Wykres 3)



Źródło: Ecorys Nederland BV, Bloomberg



**EQES  
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

## Podsumowanie

Większość analizowanych czynników ryzyka wskazuje na możliwą poprawę sytuacji na polskim rynku. Po pierwsze, i najważniejsze rozwiązała się sytuacja z OFE, uspokajając niepewność inwestorów. Po drugie wyniki referendum w Wielkiej Brytanii skutkowały tylko chwilowymi spadkami indeksów na świecie, i równie szybkim powrotem notowań do poziomów nawet wyższych, niż przed referendum (MSCI EM, FTSE 1000, DAX, S&P). Stabszą dyspozycję polskiego indeksu należy tłumaczyć ryzykiem politycznym, a także kredytami frankowymi. Chociaż sytuacja w sektorze bankowym w Europie jest niepokojąca, to wydaje się wysoce nieprawdopodobne dopuszczenie do upadku większych włoskich banków, co mogło by, skutkować dalszym zmniejszeniu UE (Włochy). Taki scenariusz byłby niekorzystny dla wszystkich.

## 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 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. 1588), 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 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 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 (i, 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)