

## Szanowni Czytelnicy,






*Już długi czas w naszych uszach pobrzmiwa temat działań rządów i banków centralnych mających na celu przeciwdziałanie kryzysowej sytuacji w gospodarce oraz na rynkach finansowych. I brzmieć w najbliższym czasie nie przestanie. Kolejne posunięcia władz nadal stanowią istotny element debaty publicznej, nie pozostając bez wpływu na nastroje inwestorów. Dlatego w najnowszym wydaniu Biuletynu Inwestycyjnego Xelion staramy się odpowiedzieć na pytanie, jak rzeczywiście polityka monetarna i pieniężna odbija się w zachowaniu giełdowych graczy.*

*Ponadto, poruszamy temat sektora wydobywczego, który w obliczu coraz to nowszych doniesień o złożach i wykorzystaniu gazu łupkowego, zdaje się być jeszcze bardziej interesujący, a także szukamy alternatywy dla inwestycji w Polsce.*

*Za pomocą eksperckiego oka Piotra Kuczyńskiego przypatrujemy się ostatnim wydarzeniom na rynkach finansowych, a razem z Pawłem Mielcarkiem odkrywamy, na co i jaki wpływ ma „nastrój z Uniwersytetu Michigan”.*

*Zachęcamy do lektury!*

### W numerze:

-  wpływ polityki antykryzysowej na rynek finansowy przedstawia Jarosław Skorulski z TFI Allianz Polska S.A.,
-  o stanie sektora wydobywczego opowiada Evy Ambro z BlackRock,
-  na pytanie „jeśli nie Polska, to co” stara się odpowiedzieć Sebastian Buczek z Quercus TFI S.A.,
-  z cyklu „Okiem Piotra Kuczyńskiego”: GPW nadal outsiderem w giełdowym peletonie,
-  od ogółu do szczegółu poprowadzi nas Paweł Mielcarek, Analityk Domu Inwestycyjnego Xelion.

***Istniejemy po to, aby ludzie mogli  
we właściwym czasie podejmować  
dobre decyzje dotyczące ich pieniędzy.***

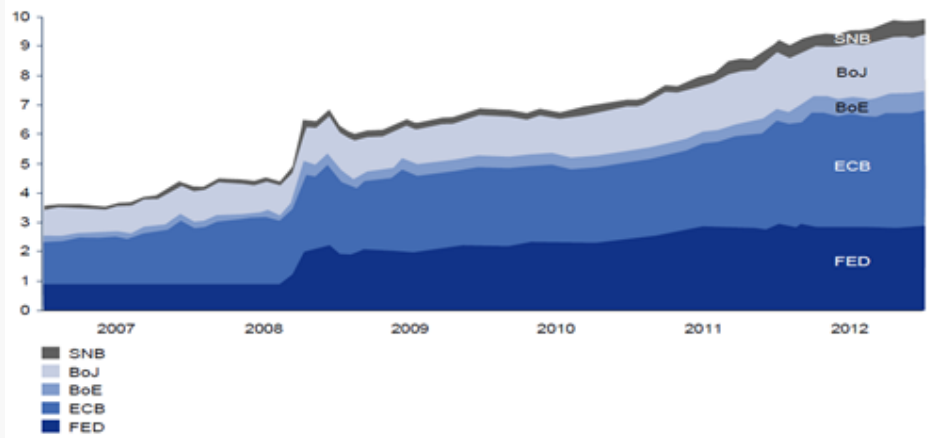


## Wpływ antykrzysowej polityki pieniężnej i fiskalnej na rynek finansowy. Droga niemiecka czy amerykańska?

Ostatnie pięć lat to okres ciągłej walki z kryzysem, jaki panuje w światowej gospodarce. **Pomimo tego, że udało się opanować najbardziej palące problemy, do pokonania wszystkich trudności mamy jeszcze daleką drogę.** Początki kryzysu i prawdopodobnie jego praprzyczyna to era bardzo niskich stóp procentowych w USA w ostatnich latach ubiegłego stulecia oraz bardzo liberalna polityka kredytowa amerykańskich banków, które doprowadziły do bańki cenowej na rynku nieruchomości oraz zapaści na amerykańskim rynku dłużnych papierów wartościowych zabezpieczonych kredytami hipotecznymi (MBS). Bardzo bezpieczne, jak się wydawało, przynoszące relatywnie wysoką rentowność papiery (często z bardzo wysokim ratingiem kredytowym) były przyczyną poważnych problemów i upadłości wielu instytucji finansowych w USA i Europie. Negatywnym symbolem tego okresu pozostanie upadłość amerykańskiego banku Lehman Brothers. Wszyscy, którzy pamiętają panikę, jaka wybuchła na rynkach finansowych w tamtym okresie, są zgodni, że na rynku nie ma zdarzeń niemożliwych. Widzieliśmy, jak w olbrzymie tarapaty wpadają kolejne szacowne instytucje finansowe. Dobrem najbardziej deficytowym stało się to, co dla rynku finansowego najważniejsze – zaufanie.

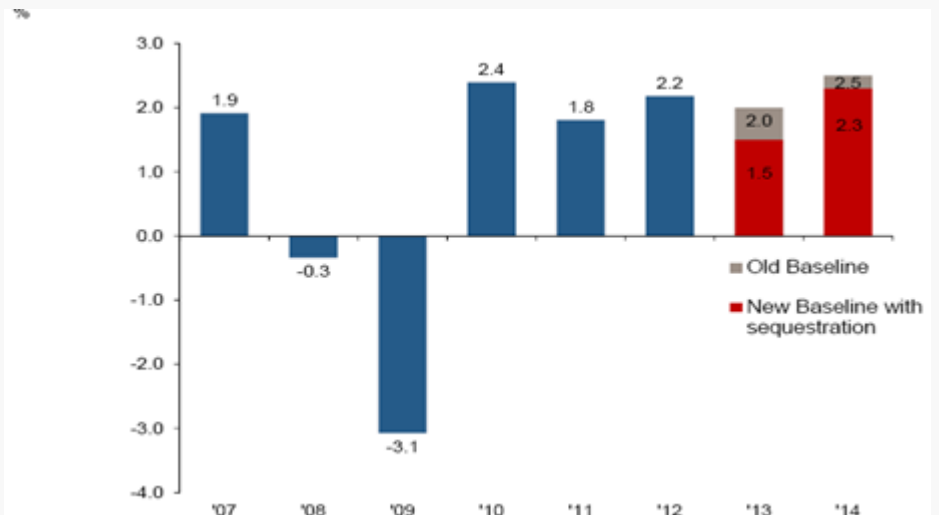
Brak płynności stał się prawdziwą zmorą wielu instytucji finansowych. Wtedy właśnie do działania przystąpiły rządy i banki centralne. Zarówno amerykański Fed, jak i nieco później, Europejski Bank Centralny wdrożyły specjalne programy antykrzysowe. W celu wsparcia popadających w recesję gospodarek, oprócz dostarczenia rynkom płynności, zostały obniżone stopy procentowe. Banki centralne uruchomiły też specjalne programy skupu zagrożonych papierów wartościowych (hipotecznych w USA) oraz obligacji tzw. krajów peryferyjnych strefy euro. Polityka tzw. *luzowania ilościowego*, czyli

Wykres nr 1: Bilans banków centralnych (bln USD).



Źródło: Deutsche Bank.

Wykres nr 2: USA: Wzrost PKB z uwzględnieniem wpływu oszczędności w wydatkach rządowych (tzw. sequestration)



Źródło: Bureau of Economic Analysis, Credit Suisse.

operacje przeprowadzane przez banki centralne lub drukowanie pieniędzy, jak wprost nazywa to wielu analityków i ekonomistów, przyczyniła się do uspokojenia nastrojów na rynkach. Doprowadziła też do spadku rentowności obligacji rządowych (amerykańskich i niemieckich) do historycznie najniższych poziomów. Na wykresie nr 1 został przedstawiony wzrost bilansów banków centralnych (w tym ECB i Fed), który pokazuje skalę interwencji tych instytucji na rynku.

Sytuacja w USA i strefie euro była zdecydowanie odmienna. Polityka Fed-u

oraz powolne zacieśnianie polityki fiskalnej doprowadziły do stopniowego wychodzenia gospodarki z recesji. Duża masa pieniądza na rynku spowodowała wzrost cen akcji na giełdach. **Indeksy amerykańskich giełd biją dzisiaj rekordy wszechczasów.** W strefie euro uwarunkowania były nieco bardziej skomplikowane. Znaczne zróżnicowanie sytuacji gospodarczej poszczególnych krajów spowodowało, że poprawa na rynkach i w gospodarce w reakcji na działania ECB nie była tak widoczna. Rentowność niemieckich obligacji spadła również do historycznie najniższych poziomów, nie

dotyczyło to już jednak innych krajów strefy euro (szczególnie południa Europy). **Indeksy akcyjne większości krajów Europy (poza giełdą we Frankfurcie) również są dalekie od rekordów wszechczasów.** Porównując politykę pieniężną i fiskalną w USA i Europie należy zauważyć, że amerykańskie instytucje były bardziej stanowcze i zdeterminowane w działaniach, chociaż z drugiej strony sytuacja w Europie była też bardziej złożona. Jak się okazało, strefa euro nie była tak zintegrowana jak zakładano i sytuacja poszczególnych krajów znacznie się różniła. Transmisja polityki pieniężnej ECB była w wielu przypad-

kach dość słaba i wymagała ze strony banku bardziej niekonwencjonalnych działań. W Europie, głównie za sprawą twardego stanowiska Niemiec, wprowadzono też bardziej restrykcyjną politykę fiskalną, co również spowodowało wolniejsze wychodzenie gospodarek z kryzysu.

**Podsumowując, z dzisiejszej perspektywy, wydaje się, że amerykańska droga wychodzenia kryzysu jest bardziej skuteczna.** Można to zaobserwować na podstawie danych płynących z amerykańskiej gospodarki (na wykresie nr 2 historyczny i przewidywany wzrost PKB w USA).

**Nie można jednak zapominać, że jesteśmy dopiero w połowie drogi do całkowitego pokonania kryzysu i na ostateczne efekty wprowadzonych działań trzeba jeszcze trochę poczekać.**

**Jarosław Skorulski**

Prezes Zarządu

Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A.

## Czy zmiana warty w sektorze wydobywczym odwróci jego złą passę?

**Patrząc dzisiaj na wyceny w sektorze wydobywczym, wydaje się oczywiste, że nie jest tak jak dawniej.**

Do 2000 roku przez długie lata typowy wskaźnik C/Z (Cena do Zysku) mieścił się w przedziale 12-18x, przychody z dywidend oscylowały wokół stabilnego poziomu 4%, a firmy były w stanie utrzymywać równowagę pomiędzy reinwestycją a zwrotem nadwyżek do udziałowców.

Obraz zmienił się całkowicie, kiedy ceny surowców w ujęciu realnym zaczęły rosnąć. Zarządy wielu firm uznały, że 'wiedzą najlepiej' i zamiast skupić się na wspomnianym utrzymaniu równowagi, w całości skoncentrowały działania na planach wzrostu biznesu. Wartość fuzji i przejęć w ostatniej dekadzie osiągnęła szczytowy poziom 1,1 bln USD według danych Bloomberg. **Podjęto liczne zobowiązania dotyczące nowych projektów, aby do maksimum wykorzystać rosnące ceny surowców, podczas gdy kwestia wypłaty dywidend lub wzrostu ich wartości stała się zapomnianą stroną działalności spółek.**

Popatrzmy na przykład Anglo American, który doskonale obrazuje sytuację w bardzo wielu spółkach w omawianym

sektorze. W latach 1970-1997 zwrot z kapitału (RoE) wynosił średnio 21,6%. Od roku 1997 do teraz to raptem 14,6% na czele z 2012, który pod tym względem był najgorszy od 1930, przynosząc zwrot z kapitału na poziomie zaledwie 7,9%. Od roku 2006 spółka Anglo American wydała w regionie 17 mld USD na przejęcia, które do tej pory nie generują żadnych przychodów. W tym samym czasie w formie dywidend wypłacono udziałowcom 7 mld USD, z czego niemal połowę tylko w jednym roku – 2006.

Biorąc po uwagę słabe zwroty z nowych inwestycji lub całkowity ich brak, nic dziwnego, że inwestorzy stracili wiarę w zdolności kadry menedżerskiej spółek z sektora wydobywczego do mądrego, rozsądnego gospodarowania nadwyżkami finansowymi. Odpisy, jakie ostatnio poczyniły główne spółki kopalniane zaszkodziły dużymi zmianami w zarządach tych spółek, co także obrazuje poziom błędów, jakie były czynione przez ostatnie lata.

W tym roku Rio Tinto zwolniło prezesa zarządu i dokonało odpisu na 14 mld USD po nieudanym przejęciu Alcan i Riversdale. Anglo American także zmienił prezesa zarządu, po tym jak spółka dokonała odpisu na 5 mld USD po zaku-

pie Minas Rio - spółka wydała na tę inwestycję ponad 6,5 mld USD i wyda kolejne 8,8 mld USD do końca 2014 roku, czyli do czasu rozpoczęcia czynnej produkcji. BHP Billiton dokonało odpisu na ponad 3 mld USD w 2012 z tytułu zakupu aktywów związanych z gazem łupkowym, który został zrealizowany zaledwie rok wcześniej. Prezes zarządu BHP Billiton także ogłosił rezygnację, po tym jak spółka ogłosiła wyniki. Rynek niecierpliwie oczekuje na informacje ze strony Glencore o wysokości odpisu po przejęciu Xstraty, kiedy już operacja zostanie sfinalizowana. I tu wydaje się, że proces kosztował zarząd Xstraty utratę pracy.

**Zmiany w zarządach i ponowna koncentracja uwagi na zwrotach części kapitału działają na udziałowców**







### uspokajająco, ale czy spółki sektora wydobywczego 'odrobiają lekcję'...?

W czasie ostatniej dekady koszty związane z nowymi projektami wzrosły niebotycznie. W przypadku miedzi przeciętny koszt wydobycia tony tego surowca w nowej kopalni w ciągu pierwszego roku wynosi 15.000 USD, podczas gdy 10 lat temu ten koszt nie przewyższał 5.000 USD. Podobnie wygląda sytuacja na rynku rudy żelaza – koszt nowych projektów zamykał się zwykle w okolicach sumy 50 USD za tonę, teraz natomiast trzeba liczyć się z kosztami na poziomie 150 USD, a nawet 200 USD za tonę.

W tym samym czasie spółki przekonują nas, że projekty muszą być prowadzone dużą skalą, by uczynić różnicę w wielkości prowadzonego biznesu lub i przywołują wyliczenia wskazujące, że tylko duże projekty generują najwyższy wskaźnik wewnętrznej stopy zwrotu (IRR – Internal Rate of Return). Decydując się na takie projekty, spółki bardzo często podejmowały ryzyko, którego nie rozumiały lub nie zdawały sobie sprawy z jego wielkości.

Pierwszym z ryzyk jest obraz bilansu – duże przedsięwzięcia, jeśli źle oszacowane, mogą obciążyć bilans na kilka, a nawet kilkanaście lat. **Pojawia się wówczas konieczność pozyskania nowego kapitału (zwykle poprzez emisję obligacji lub obligacji zamiennych na akcje, lub sprzedaż aktywów), a wypłata dywidend zostaje zawieszona.** Drugim zaś typem ryzyka przy budowaniu projektów o dużej skali jest to, że nie są one mobilne i mogą bardzo szybko stać się źródłem zainte-

resowania rządów szukających możliwości zwiększenia dochodu z podatków. Oba typy ryzyka są znacznie mniejsze w przypadku mniejszych przedsięwzięć.

Co może zmienić obraz spółek wydobywczych wśród ich udziałowców?

**Pierwsza rzecz to oczywiście „mierzenie sił na zamiary” i właściwe skalowanie projektów, o czym już sporo wspominaliśmy powyżej.**

**Drugi ważny element to unikanie niepotrzebnych fuzji i przejęć.** Ostatnie dziesięciolecie w sektorze wydobywczym to wykorzystywanie wolnych środków na liczne fuzje i przejęcia (M&A). Wiele z tych projektów nie tylko nie spełniło oczekiwań biznesowych, pochłaniając znacznie większe niż początkowo definiowano środki, ale także stanowiły odejście od tzw. core business firmy. Działo się tak w dużej mierze tylko dlatego, że spółki wchodziły „w jakikolwiek projekt” po to, by uniknąć wypłaty części zysków udziałowcom w postaci dywidend. Jeden z najbardziej negatywnych przykładów w ostatnim czasie to sytuacja z ubiegłego roku, kiedy to Freeport Copper postanowił wejść w rynek ropy i wydobycia gazu. Projekt uszczuplił kapitalizację spółki o 7,5 mld USD, a udziałowcy są przerażeni, że gotówka generowana przez podstawowy segment działalności biznesowej firmy (miedź) zostanie skonsumentowana przez kolejne inwestycje w biznes związany z wydobyciem ropy i gazu. Takie zarządzanie spółką zawsze prowadzi do wzrostu nieufności ze strony udziałowców i potencjalnych inwestorów.

Trzeci bardzo istotny czynnik wpływający na poprawę wizerunku spółki wydobywczej w oczach inwestorów to trzymanie się zasady czterech D, z ang. **Discovery, Development, Digging, Dividends.** Czyli: Odkrywanie, Rozwój, Wydobycie, Wypłata dywidend.

Udziałowiec każdej spółki oczekuje, że będzie się ona rozwijać – czyli budować nowe kopalnie, odnawiać stare, ale to wszystko nie może odbywać się kosztem dzielenia się zyskiem z udziałowcami.

Tak naprawdę chodzi o zdrowy rozsądek – nie wydawaj na to, na co Cię nie stać, unikaj fuzji i przejęć dokonywanych dla samego faktu ich dokonania albo dla rzekomej dywersyfikacji biznesu. Trzymaj się tego, w czym jesteś dobry i na czym się znasz. O ile przestrzeganie tej prostej zasady przez spółki kopalniane nie jest lekiem na całe zło i nie uzdrowi w natychmiastowym tempie sytuacji w sektorze, o tyle pozwoli udziałowcom i przyszłym inwestorom ponownie uwierzyć, że część zysków generowanych przez spółkę wróci do ich kieszeni.

**Dla zarządzających funduszami inwestującymi w akcje spółek sektora wydobywczego ważniejsza niż kiedykolwiek jest właściwa selekcja spółek do portfela.** BlackRock przygląda się głównie małym i średnim spółkom, których bilans nie jest obciążony i które mają pozytywną historię wypłaty dywidend. Spółka bierze też czynny udział w rozmowach z zarządcami firm, w które inwestuje.

#### Evy Hambro

Szef Zespołu Surowców Naturalnych BlackRock

## Jeśli nie Polska, to co? Z perspektywy naszego regionu...

+52,5%



+10,8%



+26,2%



Jedno musimy zastrzec z góry – jesteśmy się w stanie wypowiedzieć tylko z perspektywy naszego regionu. Niestety, nie mamy tak głębokiej wiedzy o Stanach Zjednoczonych, Japonii czy Afryce. Opinię na ich temat pozostawiamy globalnym graczom. Dlatego dodaliśmy podtytuł „Z perspektywy naszego regionu”.

Od czego zacząć? **Chyba najłatwiej od tego, gdzie lepiej nie inwestować. W tej kategorii w naszym regionie prym wiodą – w naszej ocenie – Węgry, nasi skądinąd bratankowie.** Ich Wódz (przez wielkie „W”) jest człowiekiem z pewnością światłym, odważnym i pełnym śmiałych pomysłów. Problem w tym, że z perspektywy inwestora większość z nich jest zdecydowanie destrukcyjnych. Tak więc w przypadku Węgier wybieramy: Tokaj, tudzież salami lub gulasz. Akcjom dziękujemy.

**Drugim krajem, który jest potencjalnym kandydatem do nieinwestowania, są Czechy.** Piękna Praga, wspaniałe knedliki, rewelacyjne piwo itd. Tylko Czesi jakby nie do końca byli zainteresowani robieniem biznesu – wolą siedzieć w barze i oglądać relacje sportowe. No a do tego ich wesoły język i ubrania... :)

**To gdzie zatem inwestować? Jednym z pomysłów, który nasuwa się sam, jest Turcja.** Indeks ISE100 (obecnie

BIST100) wzrósł w ubiegłym roku aż o 52,5%, co było najlepszym wynikiem globalnie wśród dużych rynków. Również w I kwartale br. Turcja kontynuuje dobrą passę – BIST100 dodał kolejne 9,8%. Dlaczego tamtejszy rynek radzi sobie aż tak dobrze? Młode społeczeństwo, stabilna władza i... brak europejskich urzędników z pomysłami tak oryginalnymi, jak ostatnio niejakiego Jeroena Dijsselbloema, holenderskiego szefa finansów, który palnął, że w całej strefie euro osoby oszczędzające większe kwoty w bankach muszą być przygotowane na wariant cypryjski. Nic dodać, nic ująć.

**Drugim pomysłem jest Rosja, z jej wysportowanym przywódcą Vladimirem I na czele.** No cóż, rosyjski rynek akcji performuje znacznie słabiej niż turecki – w ubiegłym roku +10,8%, w I kwartale br. -4,7% – ale mamy nadzieję, że tradycji i tym razem stanie się zadość. Jeśli hossa na rynkach akcji będzie kontynuowana, prędzej lub później inwestorzy przypomną sobie o rosyjskiej ruletce. A jak sobie przypomną, to ho ho... Rynek rosyjski zwykle był/jest późnocykliczny, co oznacza, że zwykle najpierw rośnie Turcja, później inne rynki, a na końcu Rosja. Oby nie inaczej było i tym razem.

**A co z Polską?** Rewelacji nie ma, szczególnie, jak patrzymy na poczynania (albo ich brak) naszych wszechstronnie utalentowanych polityków, ale przedsię-

biorcy (vide ci z Xelion czy Quercus :)) nie są tacy źli. To fakt, że nasza gospodarka jest w formie porównywalnej z kadrą Fornalika, ale w przeciwieństwie do naszych piłkarzy jest szansa, że prędzej lub później poderwie się do boju i odzyska nieco wigoru. Oczywiście złudzeń nie mamy. Tak jak nasi piłkarze o wyjściu z grupy mogą sobie tylko pomarzyć, nasza gospodarka szans wielkich nie ma, aby znowu rozwijać się w tempie 5-6%. Ale do poprawy nastrojów wystarczy nam 3-4%. A biorąc pod uwagę historyczne prawidłowości można zaryzykować tezę, że to właśnie w dołku cyklu gospodarczego powinno się kupować akcje, a sprzedawać, gdy kryzys mija i wydaje się, że przed nami tylko świetlana przyszłość.

**Tak więc pomimo tytułu, nie rezygnowalibyśmy z inwestycji w naszym kraju, przynajmniej w perspektywie kilku najbliższych lat.**

**Sebastian Buczek**  
Prezes Zarządu

Quercus Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

## Okiem Piotra Kuczyńskiego: GPW nadal outsiderem w giełdowym peletonie



W ostatnim swoim tekście pisałem, że bezpiecznie jest założyć, iż w marcu indeksy mogą dalej rosnąć, ale że będzie to wzrost przed korektą. Rzeczywiście indeksy rosły, ale nie w Polsce. Nasz rynek zachowywał się bardzo słabo. **Owszem, wszystkie rynki rozwijające się od początku 2013 roku słabe, ale GPW należy do tych najsłabszych.**

Jest wiele powodów, dla którego tak się dzieje. Z tych fundamentalnych istotne jest to, że nasza gospodarka zwalnia. Jest też problem z ewentualną dużą podażą spółek posiadanych przez Skarb Państwa (w celu zasilenia BGK i programu Inwestycje Polskie). Wreszcie jest problem OFE, które znalazły się w centrum uwagi. W ustawie z 2011 roku, która między innymi obniżała składkę do OFE z 7,3 do 2,3 proc. wpisano przegląd sytuacji w roku 2013. W marcu twierdzono, że rząd chce na 10 lat przed wiekiem emerytalnym każdego Polaka przesunąć środki zapisane na jego koncie z OFE do ZUS po to, żeby tam nie były narażone na rynkowe ryzyko.

Ta informacja rozpoczęła dyskusję, która zapewne (tak jak w 2011 roku) będzie

bardzo gorąca. Izba Gospodarcza Towarzystw Emerytalnych (IGTE) zaproponowała, żeby emerytury z OFE były wypłacane w formie tzw. wypłaty programowanej w miesięcznych ratach przez określony z góry czas, a w przypadku dożywotnim przez ilość miesięcy przeciętne dalszego trwania życia osoby w wieku emerytalnym (obecnie dla mężczyzny w wieku 67 lat to 192,1 miesiąca). W pierwszym przypadku środki podlegałyby dziedziczeniu, w drugim nie.

Propozycja IGTE spotkała się z powszechnym oburzeniem. Komentatorzy zwracają uwagę na to, że od dawna żadna sprawa nie zjednoczyła polityków wszystkich opcji. **Pojawiły się podejrzenia mówiące o tym, że być może PTE prowokują polityków do likwidacji funduszy. To skutkowało publikacjami rojącymi się od pytań o to, czy fundusze nie zostaną zlikwidowane, co bardzo zaszkodziłoby giełdzie. Nic dziwnego, że popyt na akcje zmalał. Uważam, że takiego niebezpieczeństwa nie ma, ale z pewnością rząd znowu ograniczy możliwości inwestycyjne funduszy.**

Na rynkach globalnych niepokoiła inwestorów „sprawa Cypru”, a bardziej nawet niż sprawa Cypru niepokoiły nieodpowiedzialne wypowiedzi Eurogrupy i Komisji Europejskiej stawiające pod znakiem zapytania bezpieczeństwo depozytów mniejszych niż 100 tys. euro. Temat dość szybko zniknął, strony porozumiały się, a mniejsi posiadacze depozytów nie ucierpieli. Jednak niesmak pozostał i w przypadku, gdyby Eurogrupa miała po-

móc innemu państwu, znajdzie jeszcze swoje przełożenie na zachowanie akcji sektora bankowego.

Dopiero na przełomie marca i kwietnia pojawiła się na rynkach rozwiniętych chęć do rozpoczęcia korekty. Spowodowały ją słabe dane makro docierające z Europu i z USA. Jednak kwiecień jest miesiącem, w którym trwa sezon raportów kwartalnych amerykańskich spółek, co od lat pomagało bykom. Być może i tym razem pomoże, ale nie wiemy, kiedy znowu pojawi się temat Włoch. Tam do 18 kwietnia parlament ma wybrać nowego prezydenta, a rządu ciągle nie ma. Poza tym w kwietniu powinna się znowu rozpocząć dyskusja na temat limitu zadłużenia USA.

**Uważam, że powiedzenie „sprzedaj w maju i uciekaj” może znowu być dobrą radą dla inwestorów krótkoterminowych. Długoterminowi nie powinni się martwić, bo po korekcie indeksy powinny nadal rosnąć.** Trzeba obserwować inflację w USA i w strefie euro. Dopiero wtedy, kiedy zaczną wyraźnie rosnąć, banki centralne zaczną zapowiadać wycofanie środków pobudzających gospodarkę, co zaszkodzi rynkom finansowym.

**Piotr Kuczyński**  
Główny Analityk

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o

### Od ogółu do szczegółu

**Czytając komentarze i analizy giełdowe bardzo często natknąć się można na stwierdzenia, że wskaźniki gospodarcze w danym dniu były odpowie-**

**dzialne za wzrosty lub spadki na rynkach kapitałowych.** Początkujący inwestor może być mocno sceptyczny co do słuszności takich stwierdzeń, gdyż niby

jaka może być korelacja między polską giełdą, a np. indeksem nastroju Uniwersytetu Michigan w Stanach Zjednoczonych?



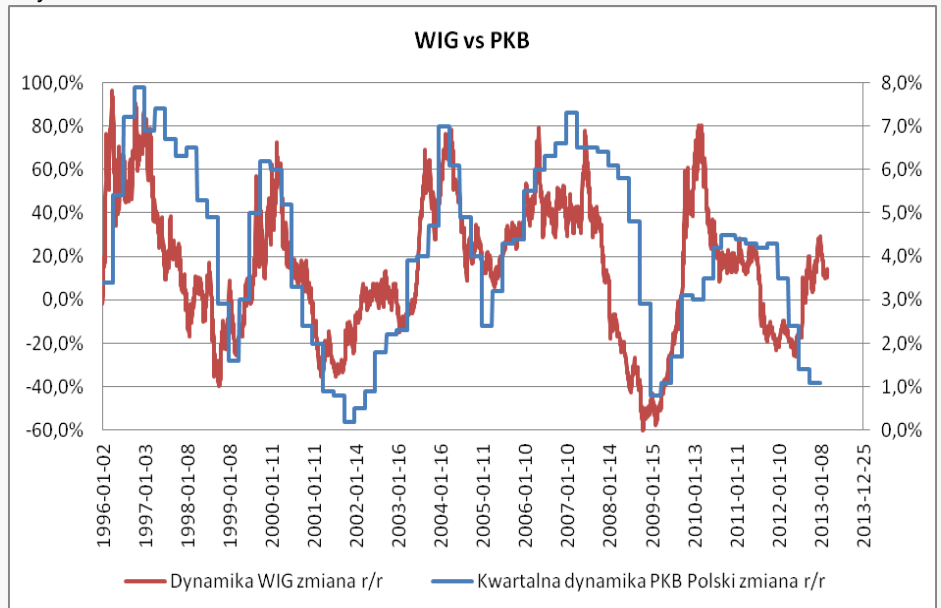
Kluczem do zrozumienia istotności wszystkich wskaźników gospodarczych jest wykres nr 1, który porównuje ze sobą dynamikę indeksu WIG z kwartalną dynamiką PKB. **Jak można zauważyć, zachodzi bardzo silna korelacja pomiędzy wynikami giełdowymi, a dynamiką rozwoju całej gospodarki.** Nie jest to odkrycie Ameryki, gdyż niemal każdy wie, że giełda wyprzedza realną gospodarkę o jakieś 6 miesięcy (potwierdza to również wykres nr 1). A zatem, jeśli gospodarka jako całość przyspiesza, poszczególne spółki odnotowują wyższą sprzedaż, a wyniki finansowe zaczynają być coraz lepsze. Te z kolei powodują wyższe wyceny i wzrosty cen akcji na giełdzie.

Niestety, wykorzystanie dynamiki PKB do prognozowania przyszłych ruchów na giełdzie jest mało użyteczne przede wszystkim z powodu dużego opóźnienia (dane publikowane z ok. dwumiesięcznym przesunięciem) oraz z faktu, że dane mogą być później weryfikowane. Niemniej jednak dane są bardzo dobrym potwierdzeniem panującego trendu. Wystarczy zauważyć, że od 1996 roku PKB nigdy nie "rozmyśliło" się w połowie drogi. Jeśli zaczęło spadać, to spadało poniżej 2,5%. Jeśli zaczęło rosnąć, to rosło powyżej 4,5%. Dzięki temu w dowolnej chwili znamy odpowiedź na pytanie: "Czy to już hossa/bessa, czy tylko korekta?". **Warto pamiętać, że z perspektywy makroekonomii niezwykle użyteczne oprócz dynamiki PKB są jeszcze takie miary jak inflacja, stopy procentowe, sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa, czyli tzw. wielka piątka.** Jeśli uzmysłowimy sobie, że na PKB składają się takie elementy jak konsumpcja, inwestycje, wydatki rządowe oraz bilans handlowy (eksport – import), to wcześniej wymienione miary (sprzedaż detaliczna, produkcja przemysłowa czy stopy procentowe) mają istotny wpływ na poszczególne składowe PKB, a zatem całkiem skutecznie można na ich podstawie prognozować przyszły PKB (wykres nr 2).

Bardzo istotny jest również czynnik kalendarzowy. Mianowicie na odczyt PKB trzeba czekać cały kwartał, podczas gdy pozostałe dane publikowane są w odstępach miesięcznych. Sprzedaż detaliczna w Polsce publikowana jest ok. 23-ciego każdego miesiąca, a z kolei w USA ok. 12-tego każdego miesiąca. Dane na temat produkcji przemysłowej w Polsce podawane są do wiadomości ok. 20-tego każdego miesiąca, a w Stanach Zjednoczonych ok. 15-tego.

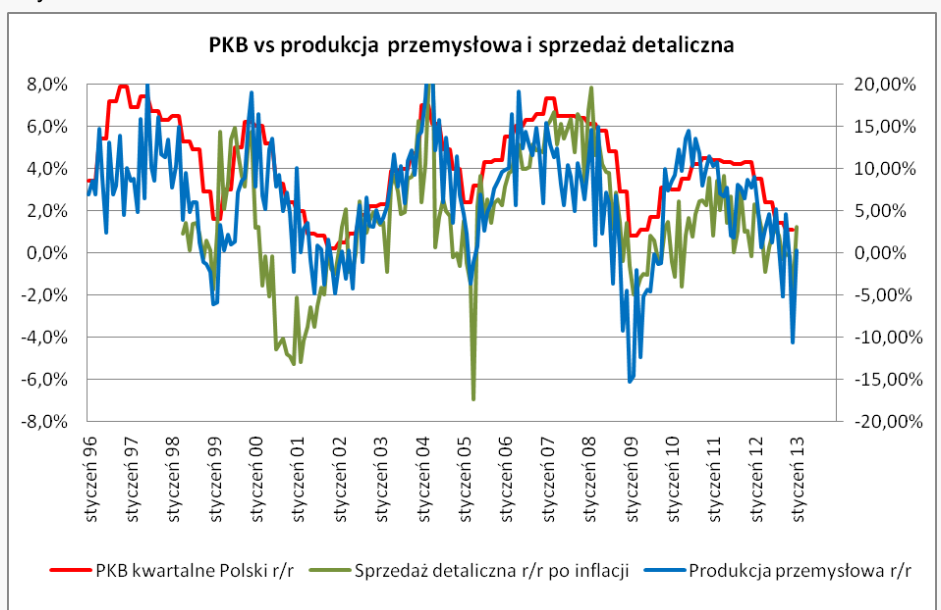
Oprócz **wskaźników stricte makroekonomicznych inwestorzy do dyspozycji mają również wskaźniki rozwoju gospodarczego (ISM, PMI, NY Empire State, Chicago PMI), które mierzą aktywność w poszczególnych sektorach gospodarki oraz są ograniczone do mniejszego terytorium badawczego.** Wskaźniki te są przez rynki finansowe bardzo lubiane, ponieważ zachowują dużą korelację z główną miarą czyli PKB, a jednocześnie ich publikacja odbywa się na początku miesiąca (dla pro-

Wykres nr 1



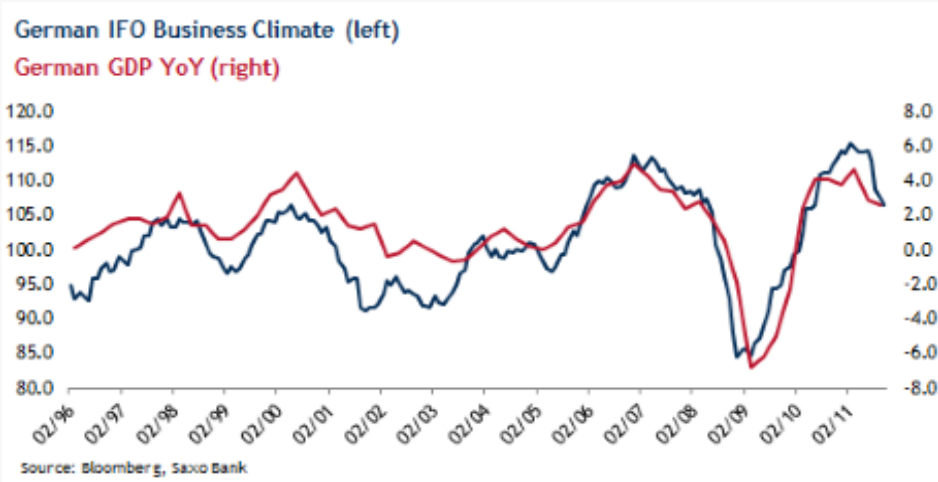
Źródło: [www.stat.gov.pl](http://www.stat.gov.pl), [www.stooq.pl](http://www.stooq.pl), obliczenia własne.

Wykres nr 2



Źródło: [www.stat.gov.pl](http://www.stat.gov.pl), [www.stooq.pl](http://www.stooq.pl), obliczenia własne.

Wykres nr 3



Źródło: Bloomberg, Saxo Bank

Tabela nr 1

SZYBKA ŚCIĄGA		
Strefa	Wskaźnik	Termin publikacji
Strefa makro	PKB	[USA] Wstępne dane podaje się ostatniego dnia roboczego stycznia, kwietnia, lipca i października
	Inflacja	[USA] CPI: Około 13-ego każdego miesiąca [USA] PPI: Około 11-ego każdego miesiąca
	Stopy procentowe	Po zakończeniu posiedzenia
	Sprzedaż detaliczna	[USA] - Około 12-ego każdego miesiąca [EU] - Około 3-ego każdego miesiąca [PL] - Około 23-ego każdego miesiąca
	Produkcja przemysłowa	[USA] - Około 15-ego każdego miesiąca
		[EU] - Około 15-ego każdego miesiąca
[PL] - około 20-ego każdego miesiąca		
Wskaźniki rozwoju gospodarczego	ISM	[USA] ISM Produkcja - 1-szy roboczy dzień miesiąca
		[USA] ISM Usługi - 3-ci roboczy dzień miesiąca
	PMI	PMI Produkcja - 1-szy roboczy dzień miesiąca
		PMI Usługi - 3-ci roboczy dzień miesiąca
	NY Empire State	[USA] Około 15-ego każdego miesiąca
	Philadelphia Index	[USA] Około 18-ego każdego miesiąca
Chicago PMI	[USA] Ostatni roboczy dzień miesiąca	
Wskaźniki rynku pracy	Employment Report	[USA] - 1-szy piątek miesiąca
		[EU] - Około 30-ego każdego miesiąca
		[PL] - Około 25-ego każdego miesiąca
	Raport ADP	[USA] miesięcznie
Raport Challengeera	[USA] miesięcznie	
Dochody i wydatki konsumenta	[USA] Ostatni tydzień każdego miesiąca	
Wskaźniki nastrojów gospodarczych	Consumer Confidence	[USA] Ostatni wtorek każdego miesiąca
	Indeks Uniwersytetu Michigan	[USA] Wstępny odczyt około 15-ego każdego miesiąca, dane ostateczne ostatniego dnia roboczego każdego miesiąca
	IFO	[DE] miesięcznie
	ZEW	[DE] miesięcznie

Źródło: Opracowanie własne.

dukcyjnego ISM jest to 1-szy roboczy dzień miesiąca, dla usługowego 3-ci). Z perspektywy inwestora nie trzeba zatem czekać na oficjalne dane o produkcji przemysłowej, gdyż z dużym prawdopodobieństwem będą one zgodne ze wskaźnikami czy to ISM, czy PMI.

**Bardzo ważne dla graczy giełdowych są również wskaźniki rynku pracy, których analiza jest bardzo użyteczna w odniesieniu do prognozowania przyszłej koniunktury gospodarczej.**

Oczywistym jest bowiem, że im mniej jest bezrobotnych w danym kraju, tym więcej ludzi zarabia pieniądze. Im mają więcej pieniędzy, tym chętniej je wydają, nakręcając tym samym wyniki finansowe spółek giełdowych i ich giełdowe wyceny. Najpilniej obserwowanym rynkiem pracy jest oczywiście ten w Stanach Zjednoczonych, dlatego też w odniesieniu do tego rynku gracze mają do dyspozycji największą liczbę wszelkich wskaźników opisujących poziom zatrudnienia. Wśród najważniejszych wskaźników wymienić można *employment report*, czyli zespół danych na temat stopy bezrobocia, zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym, średnich zarobkach na godzinę czy średnim tygodniu pracy. W USA raport publikowany jest w 1-szy piątek miesiąca, w Polsce ok. 25-tego każdego miesiąca. W odniesieniu do Stanów Zjednoczonych obserwowany jest również raport prywatnej firmy ADP o szacunkowej zmianie zatrudnienia publikowany najczęściej dwa dni przed *employment report* czy raport Challengeera o planowanych zwolnieniach. Wspomniane wskaźniki traktowane są jednak przez inwestorów z pewnym przymrużeniem oka, gdyż często zachodzą bardzo duże weryfikacje, a to wyraźnie podważa wiarygodność samych raportów. W ostatni tydzień każdego miesiąca publikowane są również dane na temat dochodów i wydatków Amerykanów, jednak wskaźniki te nie dają łatwych do interpretacji informacji. Zdecydowanie większe znaczenie mają publikowane w każdy czwartek dane na temat złożonych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych. Dane są tygodniowe i podlegają znacznym



wahaniom, ale ponieważ są bardzo świeże, najlepiej oddają bieżącą sytuację na rynku pracy w USA.

**Bardzo użyteczne są również wskaźniki nastrojów gospodarczych, które nie mierzą co prawda faktycznego stanu gospodarki, lecz ludzkie nastroje, od których tak naprawdę zależy skłonność do zatrudniania czy wydawania pieniędzy.** Wśród najpopularniejszych warto wskazać indeks Consumer Confidence, indeks nastroju Uniwersytetu Michigan oraz indeksy IFO i ZEW. Pierwszy wymieniony wskaźnik opisuje poziom zaufania amerykańskich konsumentów, opracowany na podstawie ankiet przeprowadzanych w 5 tysiącach gospodarstw domowych. Interpretacja wskaźnika jest bardzo prosta – wyższe wartości sugerują poprawę w postrzeganiu bieżącej sytuacji. Ponieważ za ok. 70 proc. amerykańskiego PKB odpowiada konsumpcja, wskaźnik ma bardzo duże znaczenie, a fakt że przeprowadzany jest na bardzo dużej próbie dodatkowo go uwiarygodnia. Indeks nastroju Uniwersytetu Michigan stanowi niejako uzupełnienie Consumer Confidence, jednak

jego znaczenie jest minimalnie niższe, gdyż przeprowadzony jest na mniejszej, 500-osobowej próbie badawczej. Innym bardzo przydatnym wskaźnikiem jest indeks Ifo, opisujący bieżącą ocenę oraz przyszłe oczekiwania przedsiębiorców z najważniejszych branż gospodarki. Jak można zauważyć na wykresie nr 3, indeks jest bardzo dobrą miarą. Indeks ZEW z kolei przedstawia oczekiwania ekspertów finansowych, a tym samym narażony jest na większe fluktuacje oraz nie oddaje nastrojów konsumentów lecz uczestników rynku, czyli jest bardziej zbliżony do obecnej koniunktury giełdowej a nie gospodarczej.

Podsumowując... **Ponieważ zachodzi ogromna korelacja pomiędzy realną gospodarką a rynkiem kapitałowym wykorzystanie wskaźników gospodarczych pozwala ocenić, w jakim stanie znajduje się obecnie gospodarka oraz pozwala oszacować stan przyszły.** Wskaźniki podzielić można na trzy podstawowe rodzaje:

- \* wyprzedzające – sygnalizują zmiany na rynkach kapitałowych przed ich uwidocznieniem się,

- \* jednoczesne – pozwalają inwestorowi na potwierdzenie bieżącego trendu,
- \* opóźnione – ich wpływ na rynek jest niewielki, gdyż są to dane historyczne, opóźnione w stosunku do zmian, jakie już zaszły na rynkach kapitałowych.

Ze względu na największy udział w światowym PKB najważniejszą i największą grupą wskaźników makroekonomicznych są wskaźniki opisujące sytuację gospodarczą Stanów Zjednoczonych – mają one największy wpływ na nastroje panujące na rynkach światowych, a ich publikacja wywołuje najwięcej emocji.

**Paweł Mielcarek**

Analitik

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o

#### Informacje Prawne

*Niniejsze opracowanie zostało sporządzone w celu informacyjnym oraz promocyjnym i nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego. Niniejsze opracowanie nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu art. 69 ust. 2 pkt 5 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j.: Dz.U. z 2010 r. Nr 211, poz. 1384 z późn. zm., dalej jako „Ustawa”), ani nie ma charakteru rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych w rozumieniu zapisów Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców, ani nie stanowi analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych w rozumieniu art. 69 ust. 4 pkt 6 Ustawy.*

*Wskazane w treści opracowania części zostały przygotowane przez osoby nie będące pracownikami Domu Inwestycyjnego Xelion sp. z o.o. (dalej jako „Spółka”), za które Spółka nie ponosi odpowiedzialności. Niniejsze opracowanie stanowi wyłącznie wyraz wiedzy oraz prywatnych poglądów autorów według stanu na dzień sporządzenia i nie może być interpretowane w inny sposób. Opracowanie w zakresie przygotowanym przez Spółkę zostało sporządzone z rzetelnością i starannością przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności, na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez autorów za wiarygodne. Autorzy ani Spółka nie gwarantują jednak ich poprawności, kompletności i dokładności. Opracowanie ma charakter ogólny i nie może stanowić wyłącznej podstawy do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej przez jego odbiorcę. Autor ani Spółka nie ponoszą odpowiedzialności za następstwa decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie informacji i opinii zawartych w niniejszym opracowaniu. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego materiału ponoszą wyłącznie inwestorzy.*

*Wymagane przepisami prawa informacje o Spółce oraz świadczonych usługach, w tym informacja o instrumentach finansowych oraz o ryzykach związanych z inwestowaniem w te instrumenty finansowe, udostępniane są na stronie internetowej [www.xelion.pl](http://www.xelion.pl) lub w formie papierowej przed rozpoczęciem świadczenia usług przez Spółkę. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez Spółkę.*

*Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania lub jego części jest zabronione.*

Właściciel:

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o., ul. Puławska 107, 02-595 Warszawa, [www.xelion.pl](http://www.xelion.pl)