

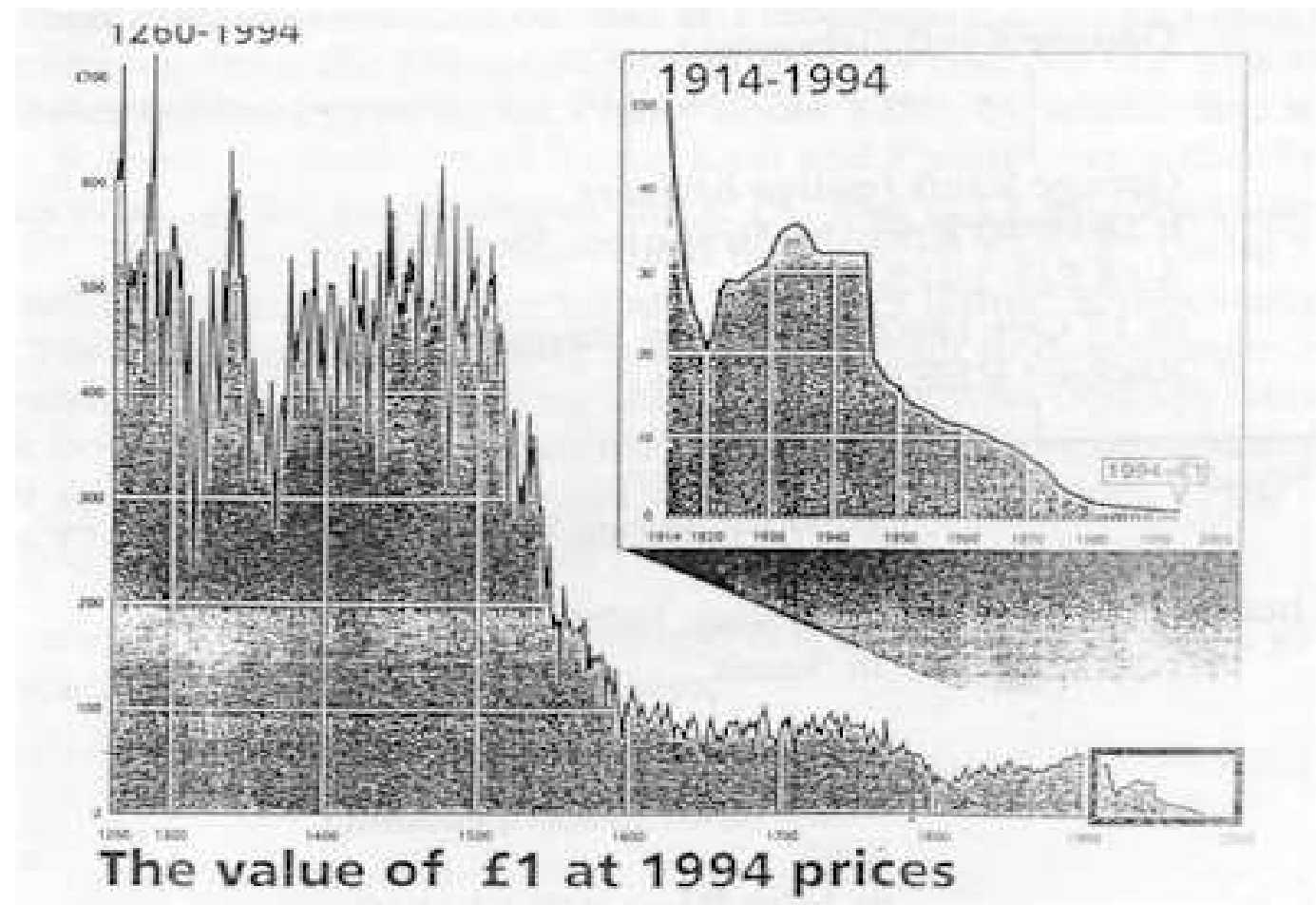
Prognozowaniem sytuacji giełdowej z wykorzystaniem cykli giełdowych i gospodarczych.

Wojciech Białek,
główny analityk SEB TFI S.A.
Gdańsk, 17 listopada 2007

Konieczność inwestowania w świecie
permanentnej inflacji.

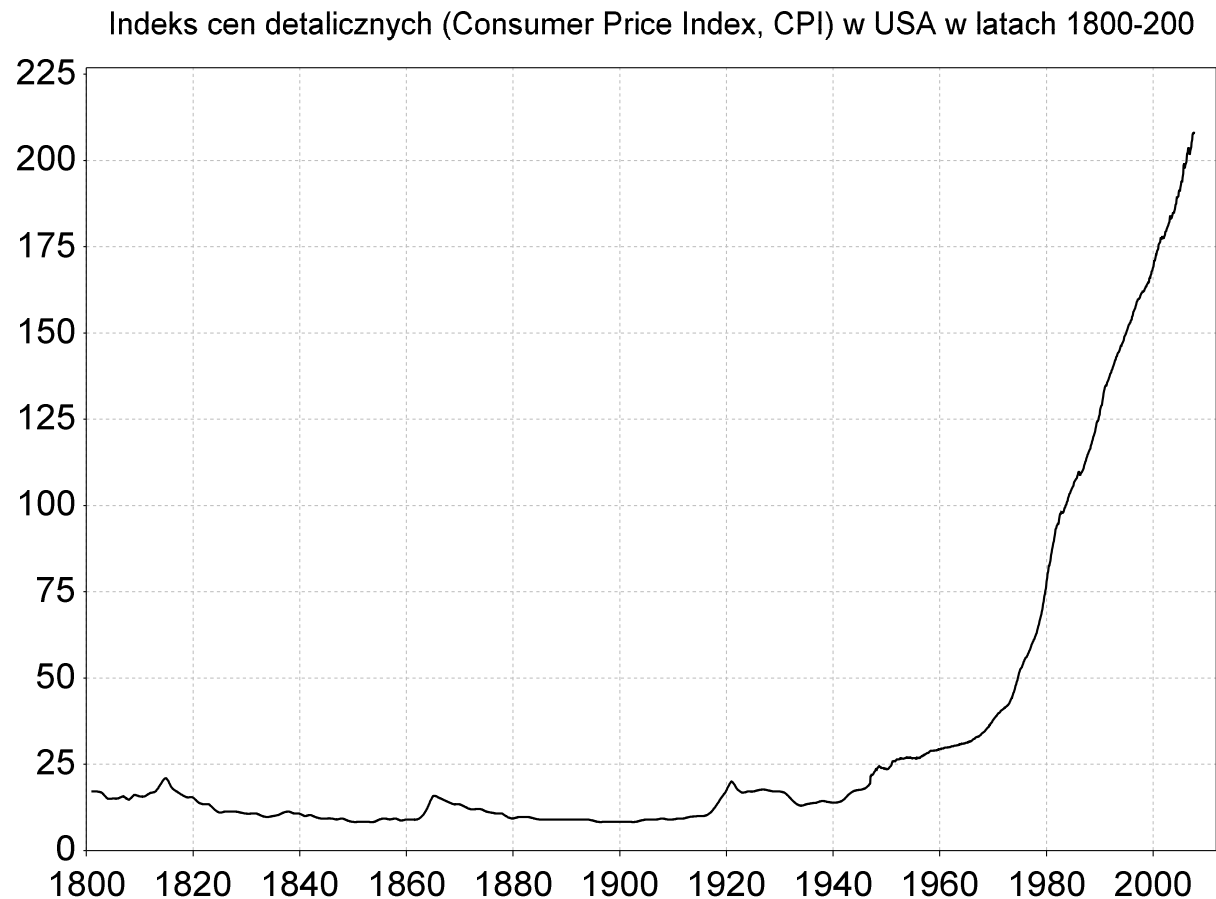
Inflacja jako podstawowy fenomen współczesności.

- Wartość brytyjskiego funta w latach 1260-1994 oraz



Główny „wróg” oszczędności: inflacja

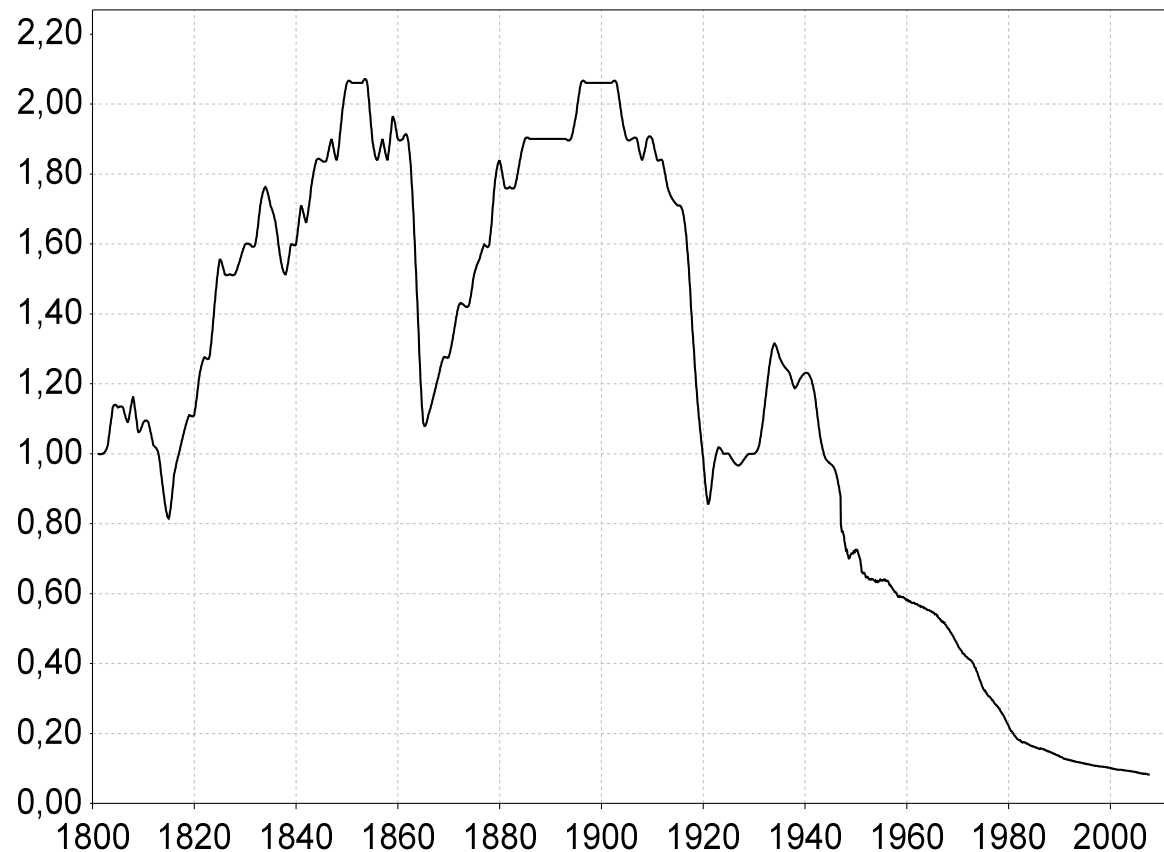
- Inflacja jako jeden z najważniejszych fenomenów współczesnych czasów.
- Definicja inflacji.
Monetarny charakter inflacji.
- Przyczyny inflacji.
- Objawy inflacji.
- Konsekwencje inflacji
- Deflacja.
Dezinflacja.
Reflacja.



Źródło: Reuters EcoWin

Spadek wartości pieniądza

- Wpływ inflacji na realną wartość aktywów.
- Realna wartość 1 dolara USA z 1800 roku rosła w XIX wieku, by w następnym stuleciu rozpocząć systematyczny spadek.
- Realna – wyrażona w ilości dóbr konsumpcyjnych, które można za niego kupić – wartość 1 USD wynosi obecnie zaledwie 5 proc. jego wartości sprzed 100 lat.

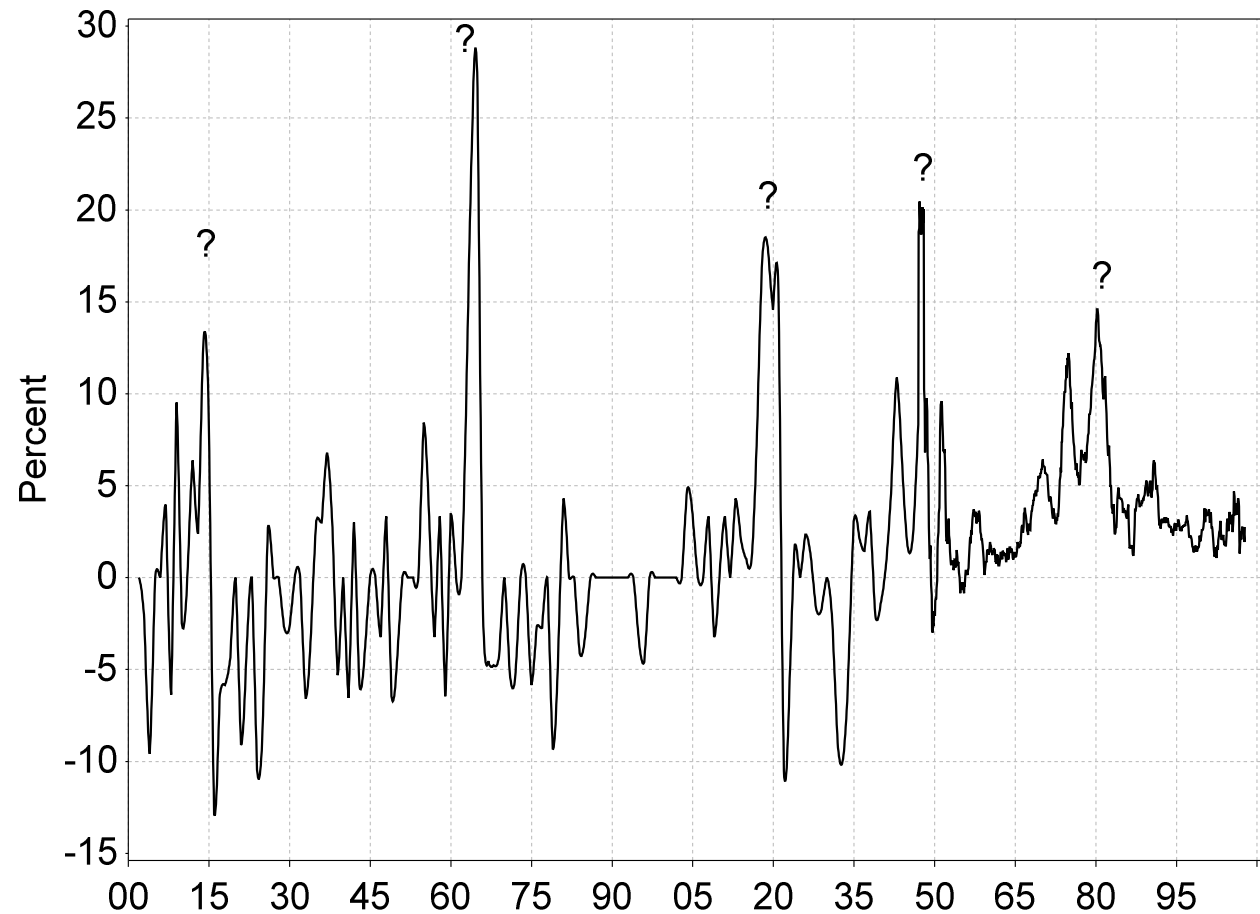


— Realna wartość 1 dolara USD w latach 1800-2007

Źródło: Reuters EcoWin

Epizody przyspieszającej inflacji

- Najpopularniejsza miara inflacji: roczna zmiana indeksu cen detalicznych na przykładzie USA w latach 1800-2006.
- Pytanie: jakie wydarzenia historyczne towarzyszyły skokom tempa inflacji w USA z lat 1814, 1864, 1918 oraz w latach 40-tych i 70-tych XX wieku?

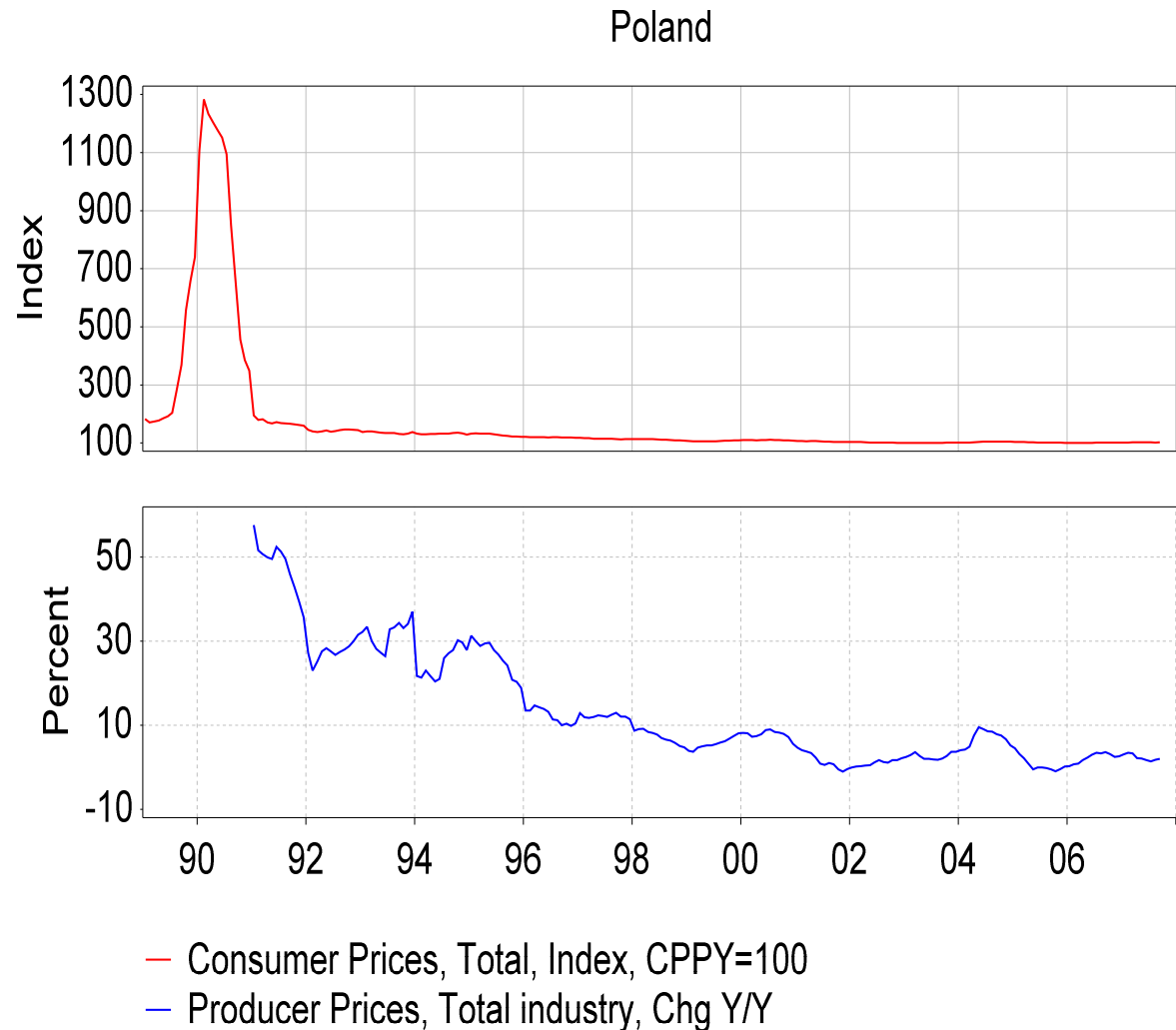


— Zmiany roczne indeksu cen detalicznych (CPI) w USA

Źródło: Reuters EcoWin

Inflacja w Polsce

- Dynamika roczna obliczanych przez GUS indeksów cen detalicznych (CPI) oraz cen produkcji przemysłowej (PPI) w Polsce w latach 1991-2006.
- Ceny rosły cały czas (za wyjątkiem 2 krótkich okresów spadku dynamiki rocznej cen produkcji przemysłowej poniżej 0 w latach 2001 i 2005).
- Dynamika wzrostu cen systematycznie spadała (dezinflacja).



Source: Reuters EcoWin

- "Trzeba biec z całych sił by pozostać w tym samym miejscu. Żeby poruszać się do przodu, trzeba biec dwa razy szybciej."

Lewis Carroll „Przygody Alicji w Krainie Czarów”

Czas to pieniądz – ilustracja „potęgi” procentu składanego

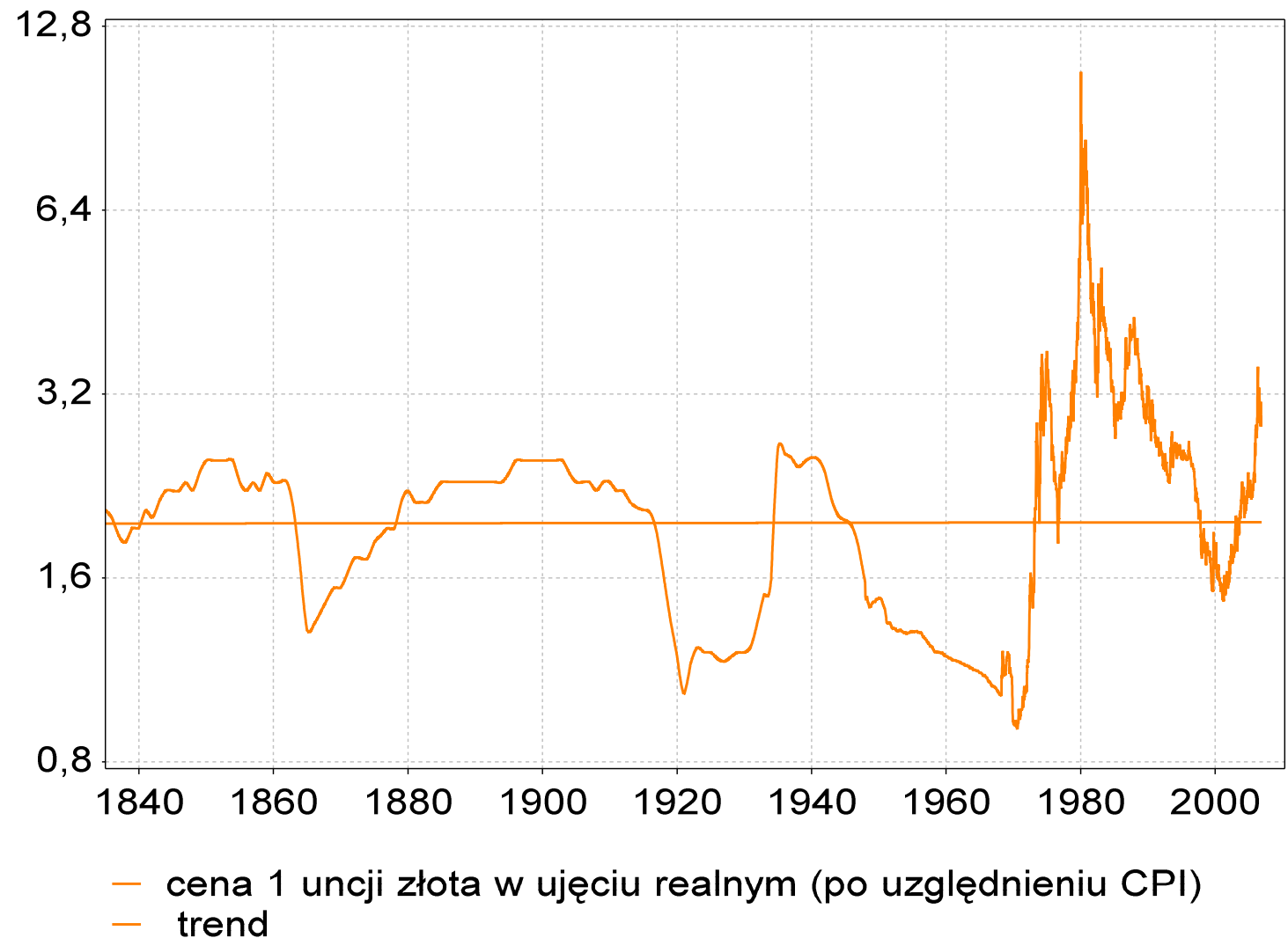
Historia 2
inwestorów.
Inwestor A
począwszy od 26
roku życia aż do
emerytury odkłada
co roku 2000 zł.
Inwestor B odkładał
2000 zł tylko
pomiędzy 19 a 26
rokiem życia.
Założmy, że stopa
zwrotu z tych lokat
była stała i wynosiła
10 proc. rocznie.

Źródło: Market Logic

INWESTOR A					INWESTOR B				
Wiek	Wkład	Wartość na koniec roku	Wkład	Wartość na koniec roku	Wiek	Wkład	Wartość na koniec roku	Wkład	Wartość na koniec roku
19	0		2000	2 200	43	2000	100 318	0	116 045
20	0		2000	4 620	44	2000	112 550	0	127 650
21	0		2000	7 282	45	2000	126 005	0	140 415
22	0		2000	10 210	46	2000	140 805	0	154 456
23	0		2000	13 431	47	2000	157 086	0	169 902
24	0		2000	16 974	48	2000	174 995	0	186 892
25	0		2000	20 872	49	2000	194 694	0	205 581
26	2000	2 200	0	22 959	50	2000	216 364	0	226 140
27	2000	4 620	0	25 255	51	2000	240 200	0	248 754
28	2000	7 282	0	27 780	52	2000	266 420	0	273 629
29	2000	10 210	0	30 558	53	2000	295 262	0	300 992
30	2000	13 431	0	33 614	54	2000	326 988	0	331 091
31	2000	16 974	0	36 976	55	2000	361 887	0	364 200
32	2000	20 872	0	40 673	56	2000	400 276	0	400 620
33	2000	25 159	0	44 741	57	2000	442 503	0	440 682
34	2000	29 875	0	49 215	58	2000	488 953	0	484 750
35	2000	35 062	0	54 136	59	2000	540 049	0	533 225
36	2000	40 769	0	59 550	60	2000	596 254	0	586 548
37	2000	47 045	0	65 505	61	2000	658 079	0	645 203
38	2000	53 950	0	72 055	62	2000	726 087	0	709 723
39	2000	61 545	0	79 261	63	2000	800 896	0	780 695
40	2000	69 899	0	87 187	64	2000	883 185	0	858 765
41	2000	79 089	0	95 905	65	2000	973 704	0	944 641
42	2000	89 198	0	105 496					
					Łączny wkład		- 80 000		- 14 000
					Zysk netto		893 704		930 641
					Przyrost		11-krotny		66-krotny

Złoto jako lokata inwestycyjna

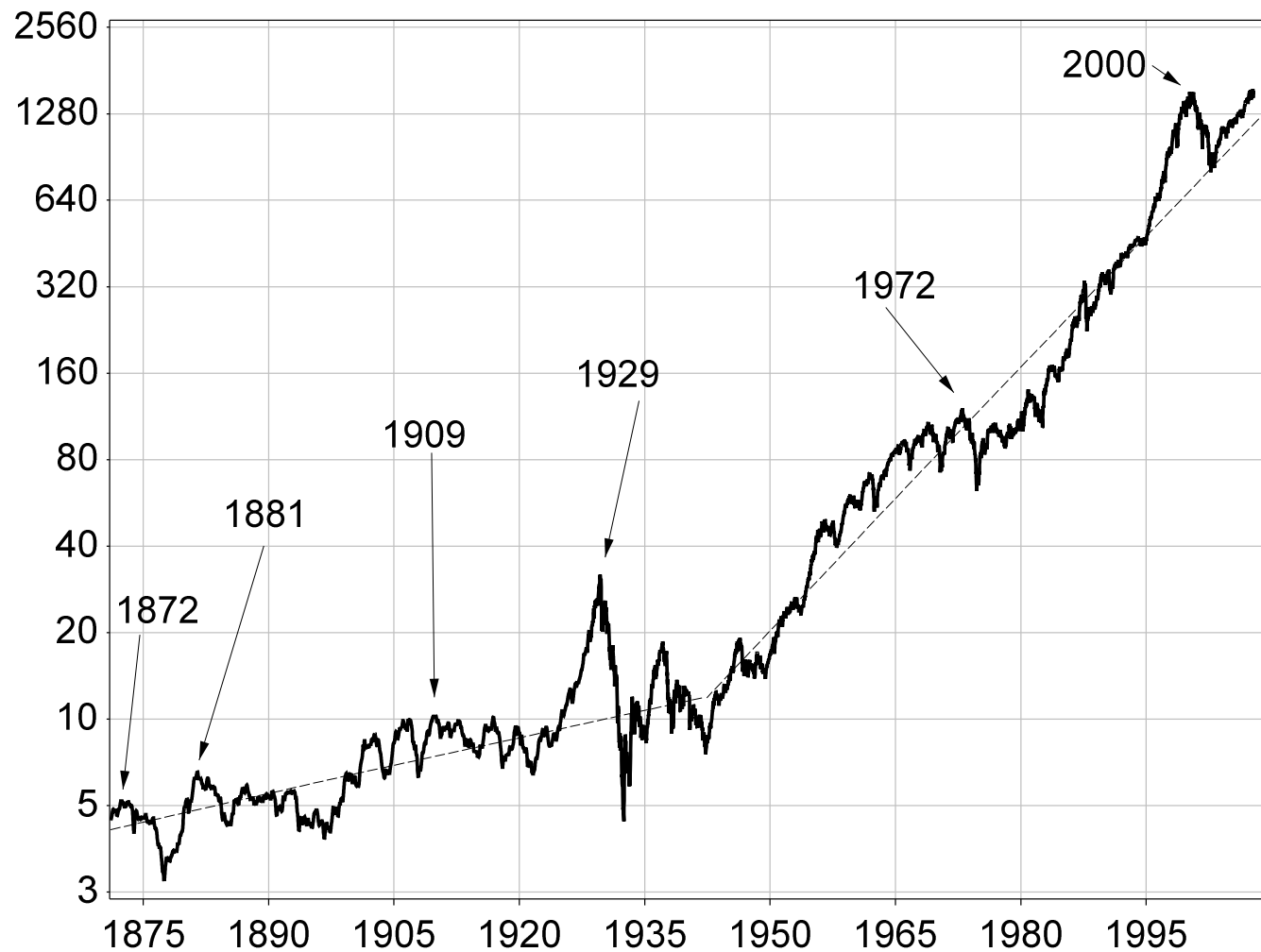
•Realne – po uwzględnieniu zmian cen detalicznych mierzonych CPI – ceny złota oscylowały w okresie 171 lat pomiędzy 1835 a 2006 roku wokół całkowicie płaskiej linii trendu, co oznacza średnie tempo wzrostu równe średniemu tempu wzrostu cen detalicznych.



Source: Reuters EcoWin

Akcje jako lokata inwestycyjna

- Średnioroczna stopa zwrotu w okresie 1871-2006 wyniosła nominalnie 4,3 proc. (bez dywidend).
- Od 1942 roku widać przyspieszenie tempa wzrostu cen akcji w USA. W ciągu minionych 64 lat średnioroczna stopa zwrotu z indeksu S&P 500 wynosiła nominalnie już 8,3 proc. (bez dywidend).



Źródło: Reuters EcoWin, SEB TFI

Realne tempo wzrostu cen akcji

- Przyspieszenie nominalnego tempa wzrostu cen akcji po 1942 roku było jednak w dużej mierze wynikiem wzrostu tempa inflacji, który w tym okresie nastąpił.
- Po uwzględnieniu inflacji okazuje się, że średnie REALNE roczne tempo wzrostu cen akcji w USA wynosiło 2,2 proc. w okresie minionych 135 lat. (bez dywidend)
- „Timing” czyli wybór momentu zakupu akcji jest bardzo istotny. Kupując akcje na szczycie wieloletniej hossy ryzykujemy konieczność czekania na odzyskanie realnej wartości zainwestowanych pieniędzy:
 - kupując w 1881 roku - 17 lat
 - kupując w 1909 roku - 19 lat
 - kupując w 1929 roku - 29 lat
 - kupując w 1968 roku - 24 lata(nie uwzględniono dywidend)

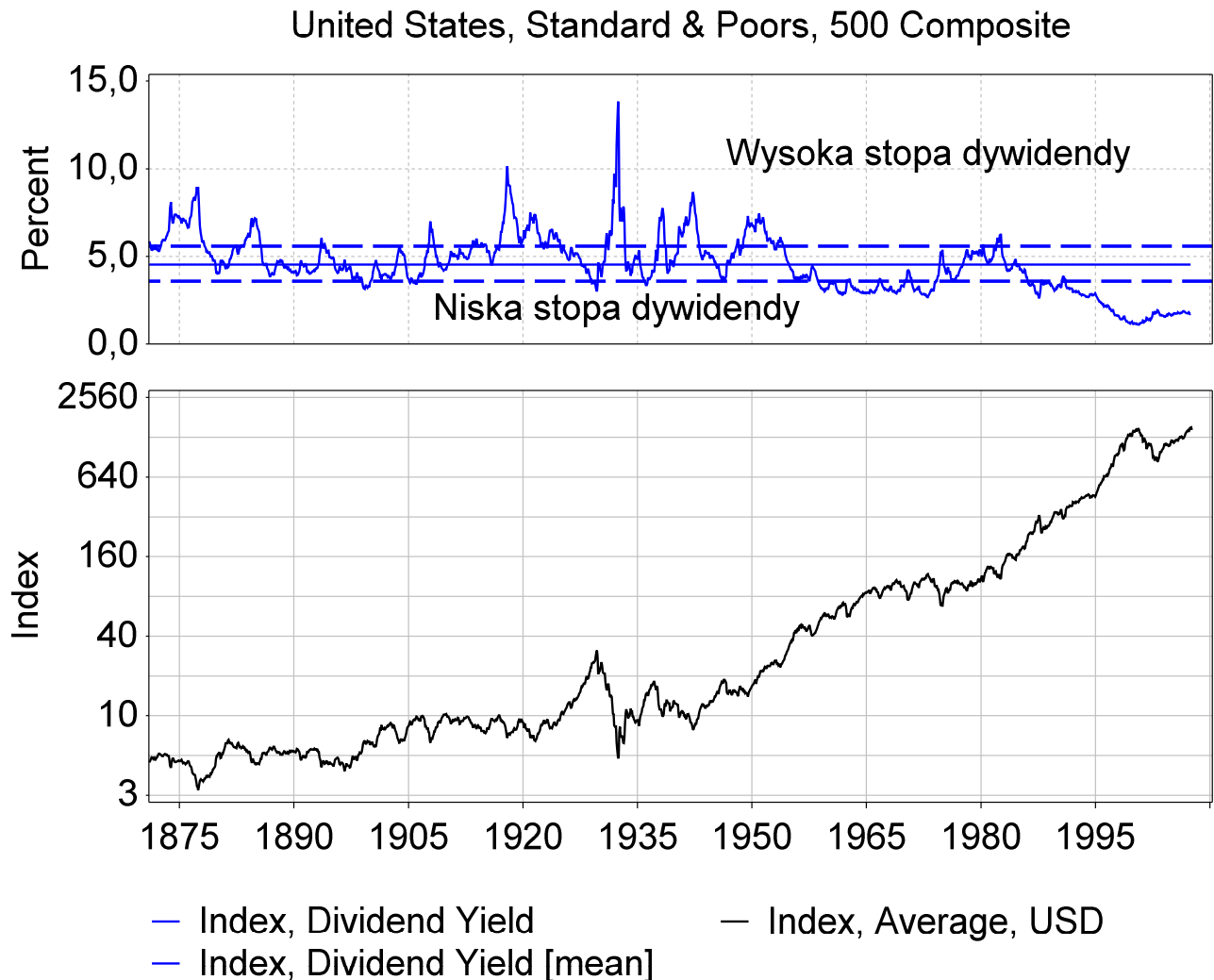


— S&P 500 po uwzględnieniu tempa inflacji (CPI)

Źródło: Reuters EcoWin, SEB TFI

Dywidendy z akcji

- Znaczenie dywidend:
- Średnio poziom stopy dywidendy (dividend yield) dla rynku amerykańskiego wynosił
 - po 1870 roku 4,5%.
 - po 1928 roku 4%
 - po 1957 roku 3,2%
 - po 1980 roku 2,7%
 - po 2000 roku 1,6%

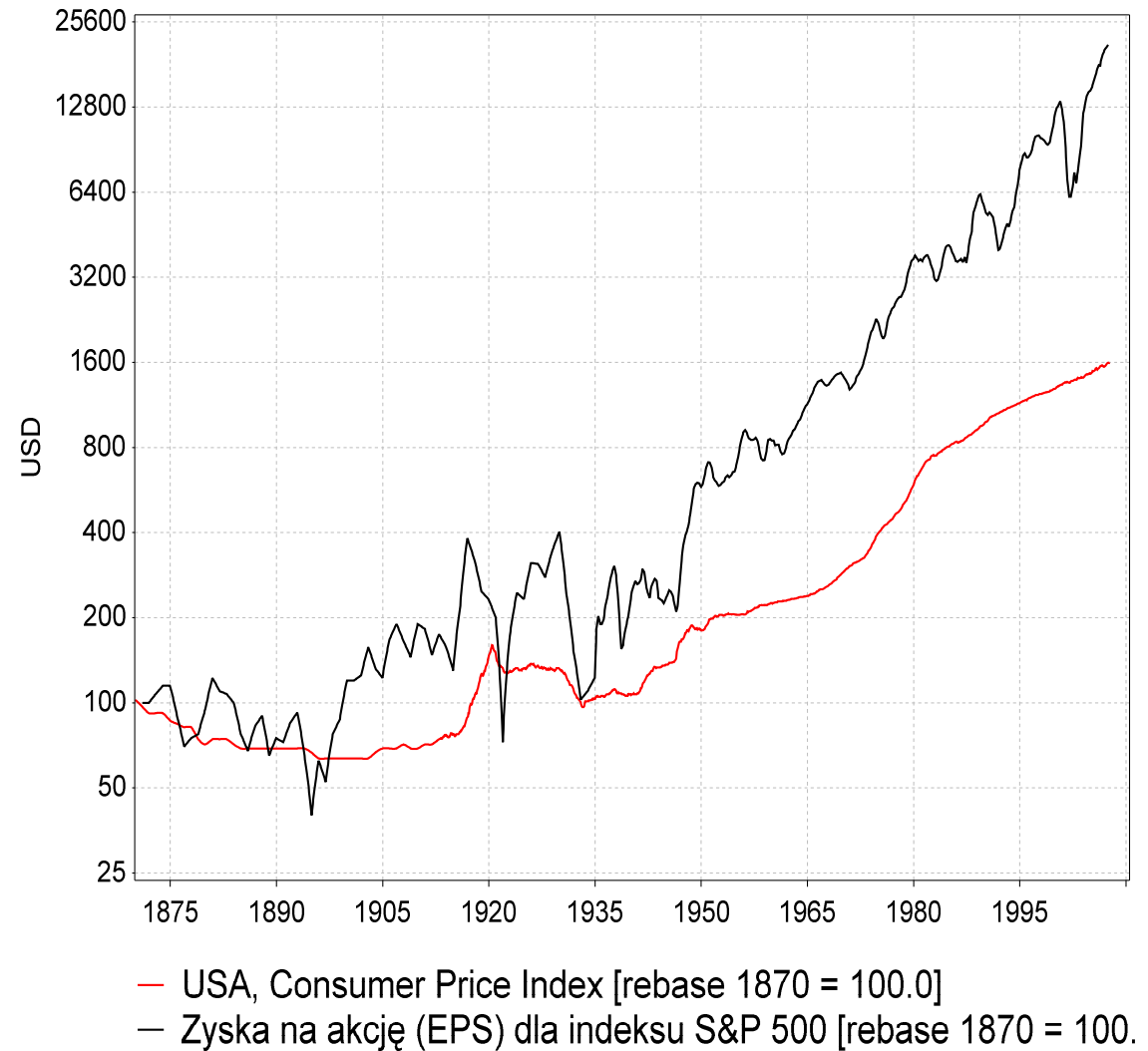


Source: Reuters EcoWin

Akcje jako dobre zabezpieczenie przed skutkami inflacji.

- W okresie minionych 135 lat zyski spółek wchodzących w skład indeksu S&P 500 rosły (w przeliczeniu na 1 akcję) w średniorocznym tempie 4 proc.
- Z tego wzrostu – 2,1 proc. – przypadało na inflację – ogólny wzrost cen.
- Realny wzrostu zysków wynosił 1,8 proc.

•Wniosek: akcje stanowią dobre – w długim terminie – zabezpieczenie przed inflacją.



Source: Reuters EcoWin

Ceny akcji w Polsce od 1991 roku

- Historię współczesnych cen polskich akcji należy podzielić na 2 okresy: przed i po marcu 1994.

- Od 1995 roku WIG zwiększa się opierając się wokół linii trendu rosnącej w tempie 14 proc. rocznie.

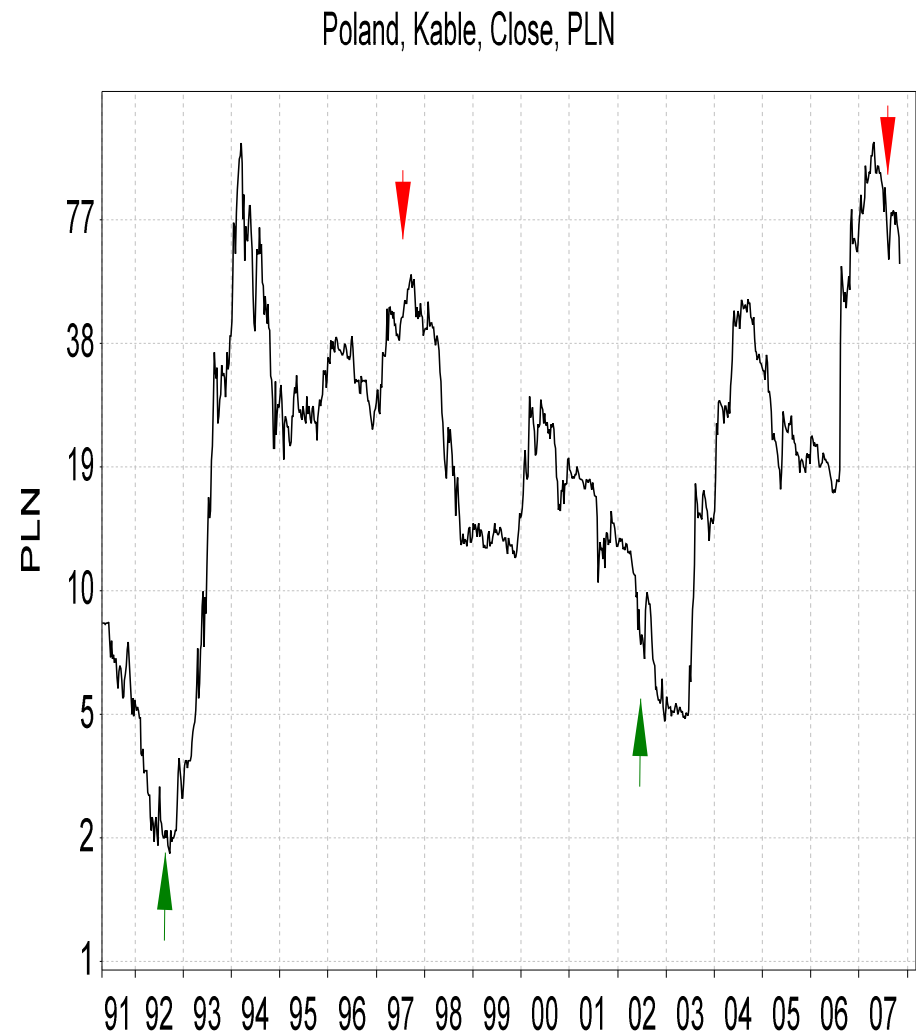


Source: Reuters EcoWin

Prosty sposób jak zostać
miliarderem.

Strategia inwestycyjna:

1. Kup akcje Kabli w 1992 roku.
2. Sprzedaj je 5 lat później w 1997 roku.
3. Przez 5 lat pieniądze trzymaj w bezpiecznych lokatach.
4. Kup akcje Kabli w 2002 roku.
5. Sprzedaj je 5 lat później w 2007 roku.
6. Przez 5 lat pieniądze trzymaj w bezpiecznych lokatach.
7. Kup akcje Kabli w 2012 roku
...itd... ...itd..
13. Kup akcje Kabli w 2032 roku.
14. Sprzedaj akcje Kabli w 2037 rok.



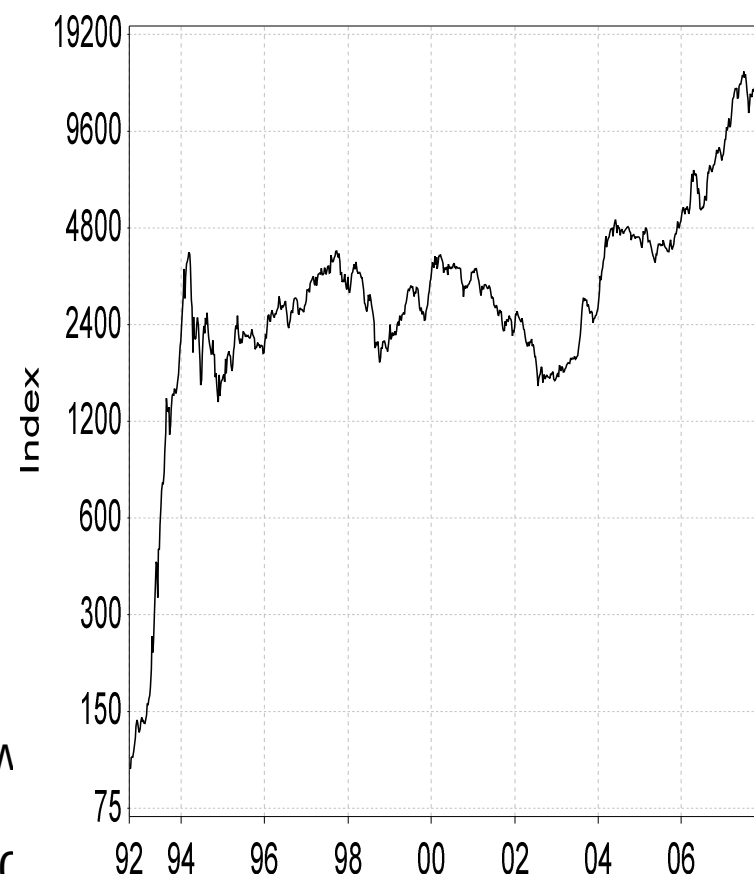
Source: Reuters EcoWin

Zastosowanie tego dekadowego rytmu inwestowania do spółek, które były notowane na GPW już w 1991 roku dało następujące rezultaty:

Próchnik:	$5,4 \times 11,4 = 61,2$ -krotny zysk
Krosno:	$20,1 \times 1,8 = 36,3$ -krotny zysk
Kable:	$14,1 \times 9,5 = 134,5$ -krotny zysk
Żywiec:	$16,1 \times 1,6 = 25,7$ -krotny zysk
Swarzędz:	$3,1 \times 1,8 = 5,4$ -krotny zysk
Irena:	$31,4 \times 1,3 = 40,9$ -krotny zysk
średnio	15 4,6

Inwestując początkową sumę 10000 zł, po 45 latach stosowania naszej prostej strategii dysponować będziemy funduszem emerytalnym w wysokości 390 mln zł. Do tego przecież trzeba doliczyć dywidendy pobierane przez 25 lat oraz 20 lat lokat w bezpieczne instrumenty finansowe. Do daje grubo ponad 1 miliard złotych.

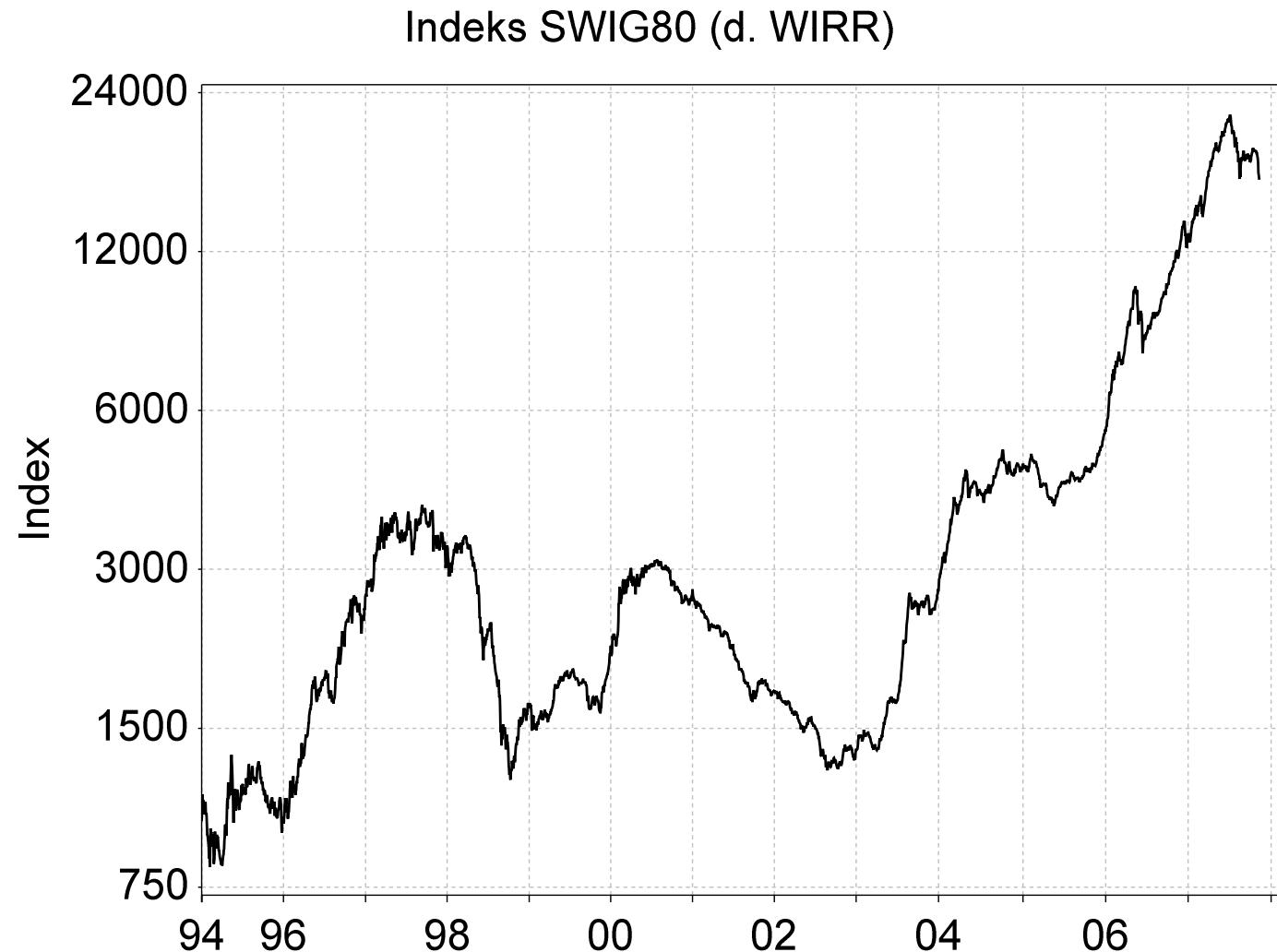
Indeks złożony z akcji Próchnika, Krosna, Kabli, Żywca, Swarzędza i Ireny



Source: Reuters EcoWin

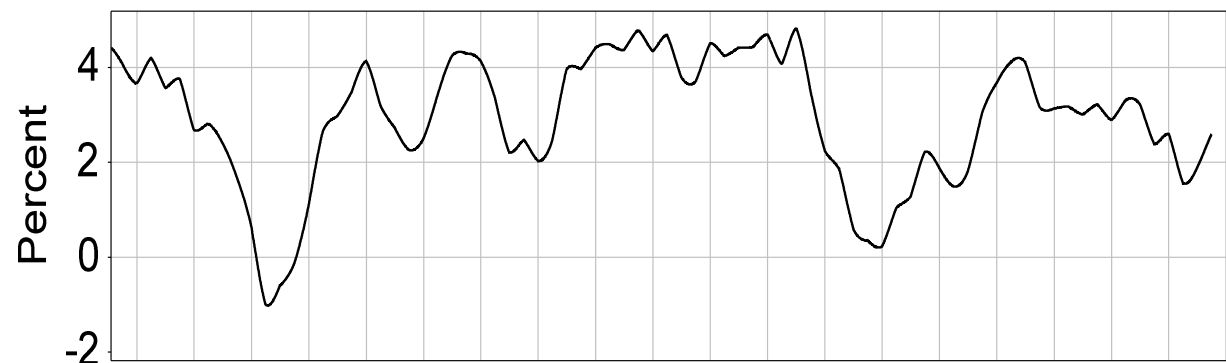
Akcje małych spółek

- Średni poziom wartości indeksu małych spółek sWIG-80 (dawnego WIRR-u) był w 2007 roku (do końca września) 12-krotnie wyższy niż średni poziom tego indeksu w 2002 roku.
- To daje średnioroczną stopę zwrotu w okolicach 64%!

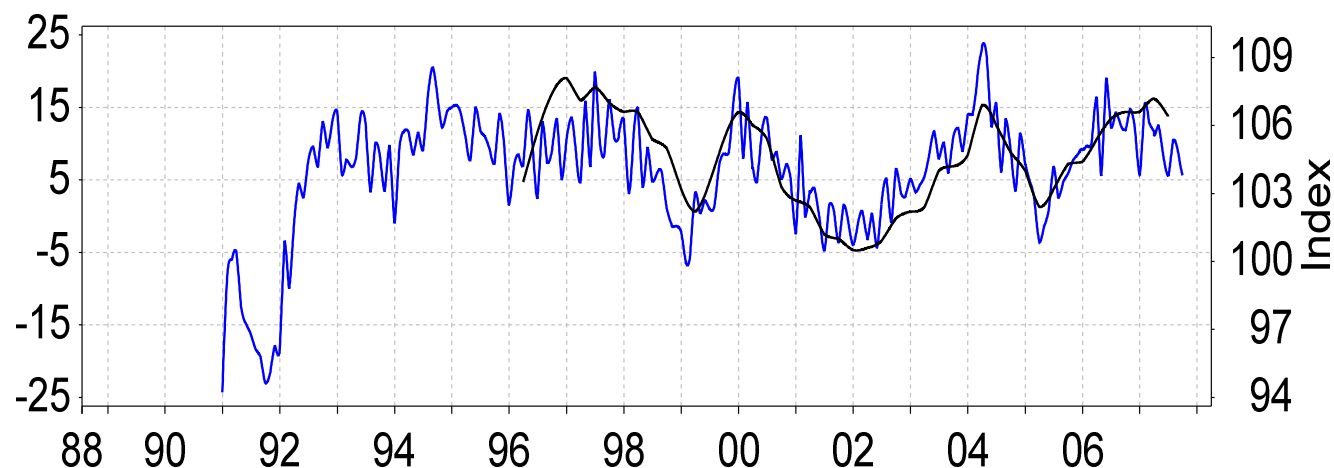


Source: Reuters EcoWin

•Dlaczego optymalnymi momentami do zakupu akcji były lata 1992 oraz 2002?



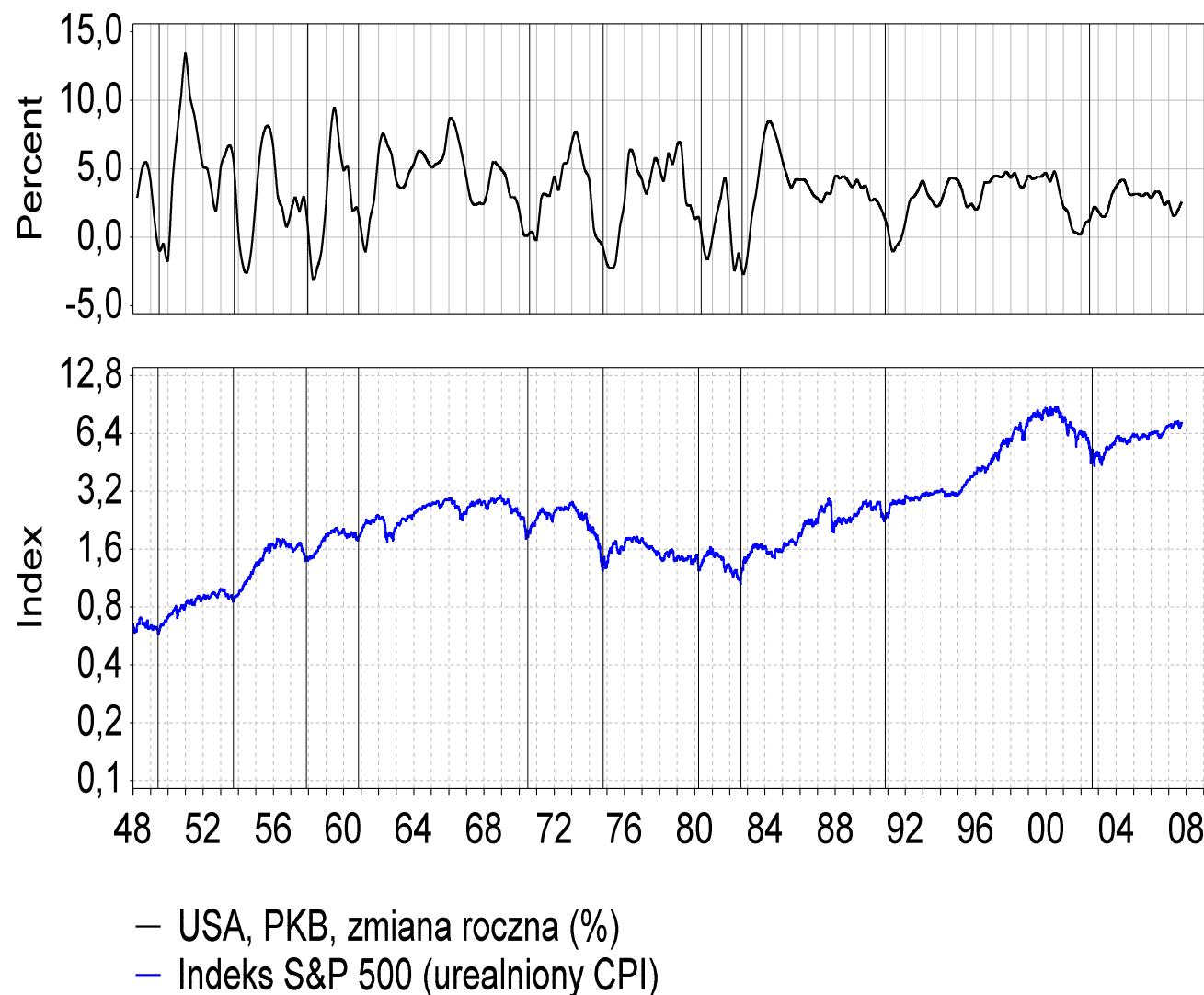
•Odpowiedź jest prosta: były to lata recesji w gospodarce Polskiej i/lub gospodarce światowej.



- USA, PKB, zmiana roczna (%)
- Polska, produkcja przemysłowa, zmiana roczna (%)
- Polska, PKB, zmiana roczna (%)

Source: Reuters EcoWin

Jakkolwiek ostatnio globalne recesje rozdzielał okres mniej więcej dekady czyniąc z lat 2002, 1992 i 1982 idealne daty zakupu akcji, ale niestety w przeszłości bywało inaczej i nie można mieć gwarancji, że również w przyszłości globalne recesje wypadać będą regularnie co 10 lat na początku kolejnej dekady.

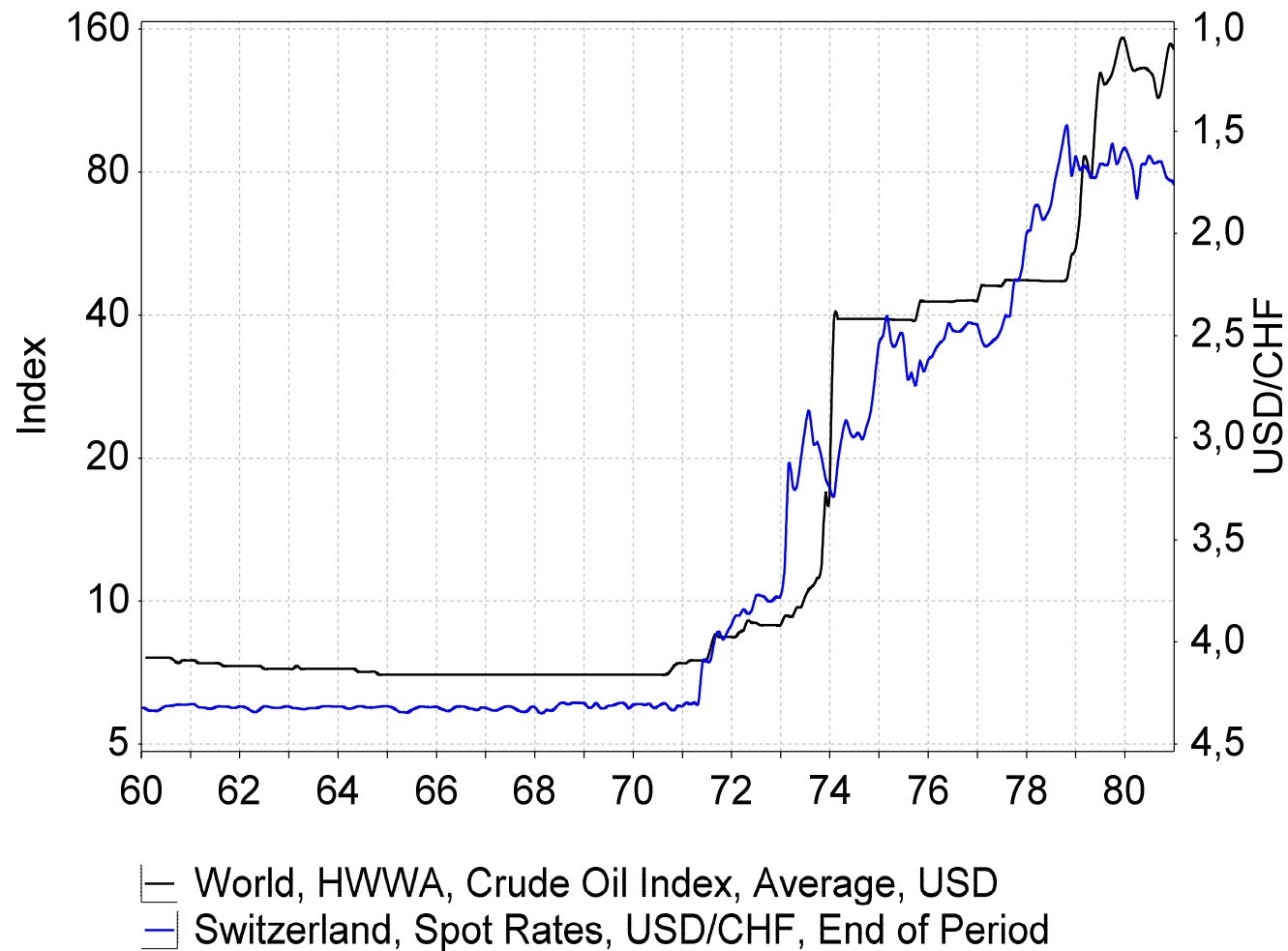


Source: Reuters EcoWin

Monetarne źródła wahań rynkowych

„Bańki inwestycyjne” w świecie papierowego pieniądza: surowce w latach 70-tych

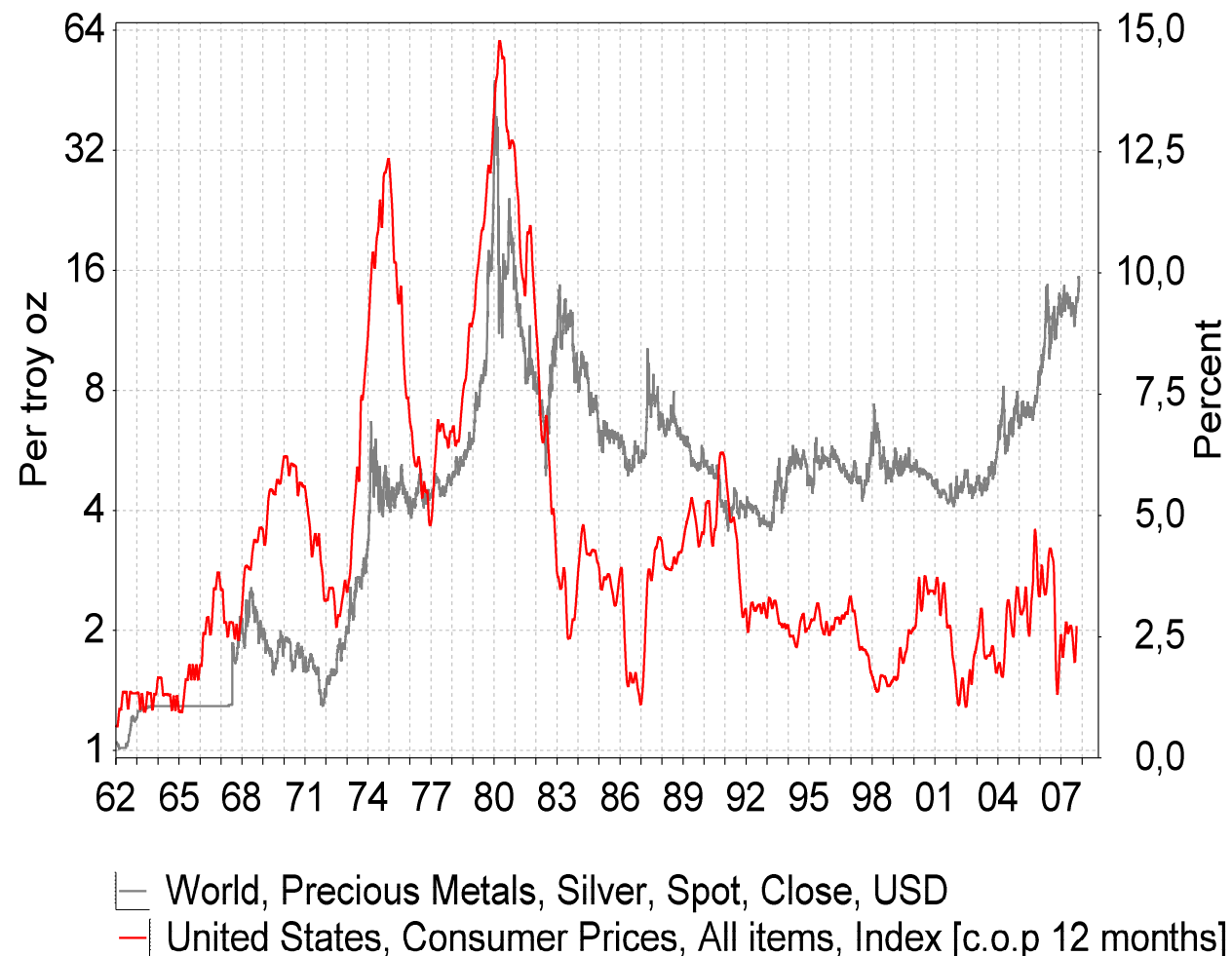
Lata 70-te:
„bańka” na rynku
surowców jako
konsekwencja
upadku systemu
z Bretton
Woods.



Source: Reuters EcoWin

„Bańki inwestycyjne” w świecie papierowego pieniądza: surowce w latach 80-tych i 90-tych

- Lata 70-te: skok cen surowców i wzrost dynamiki wskaźników inflacji jako konsekwencje inflacji i ucieczki od niewymienialnego na złoto dolara.
- Lata 80-te: załamanie „baniek” spekulacyjnych na rynkach surowców.

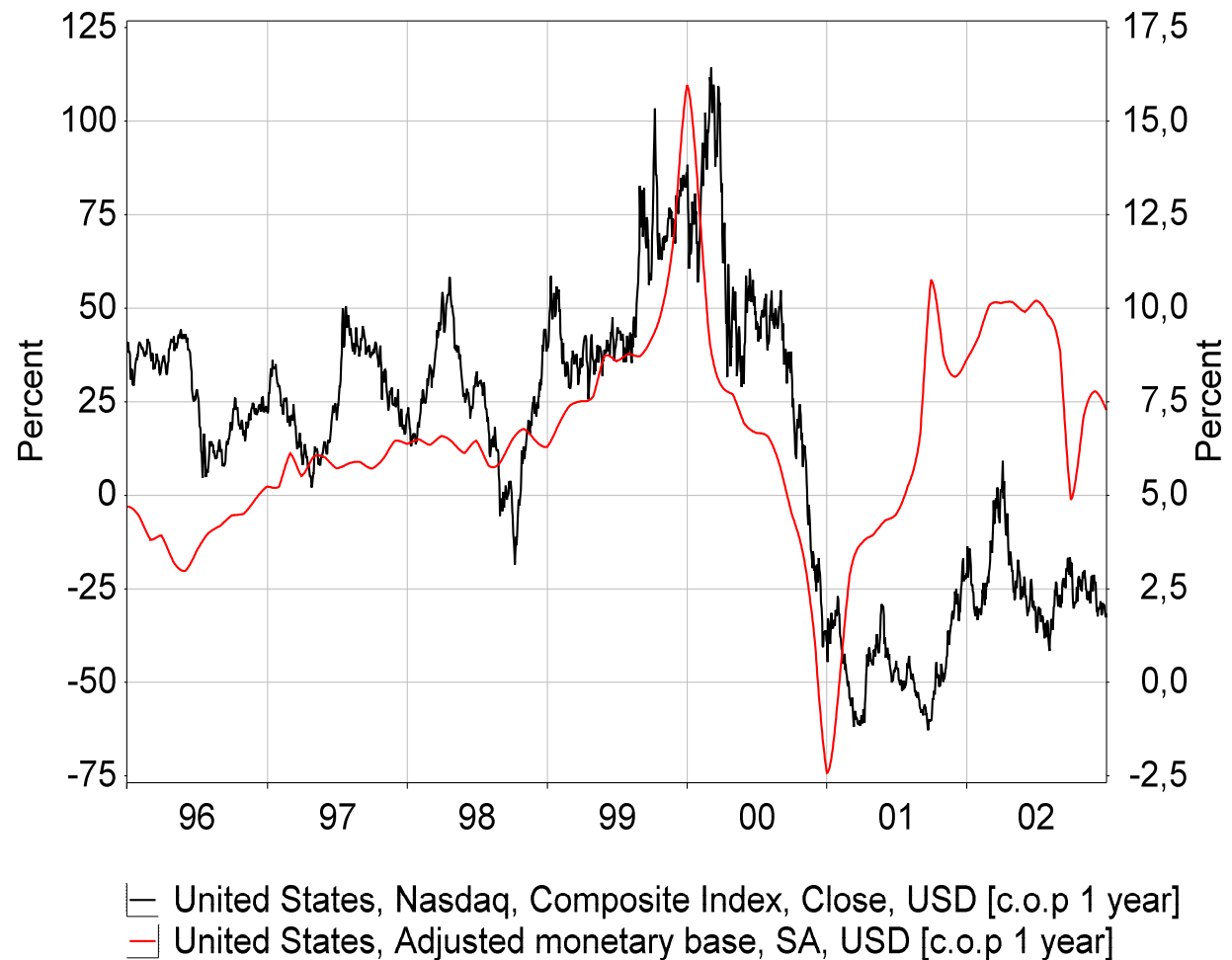


Source: Reuters EcoWin

„Bańki inwestycyjne” w świecie papierowego pieniądza:

Nasdaq

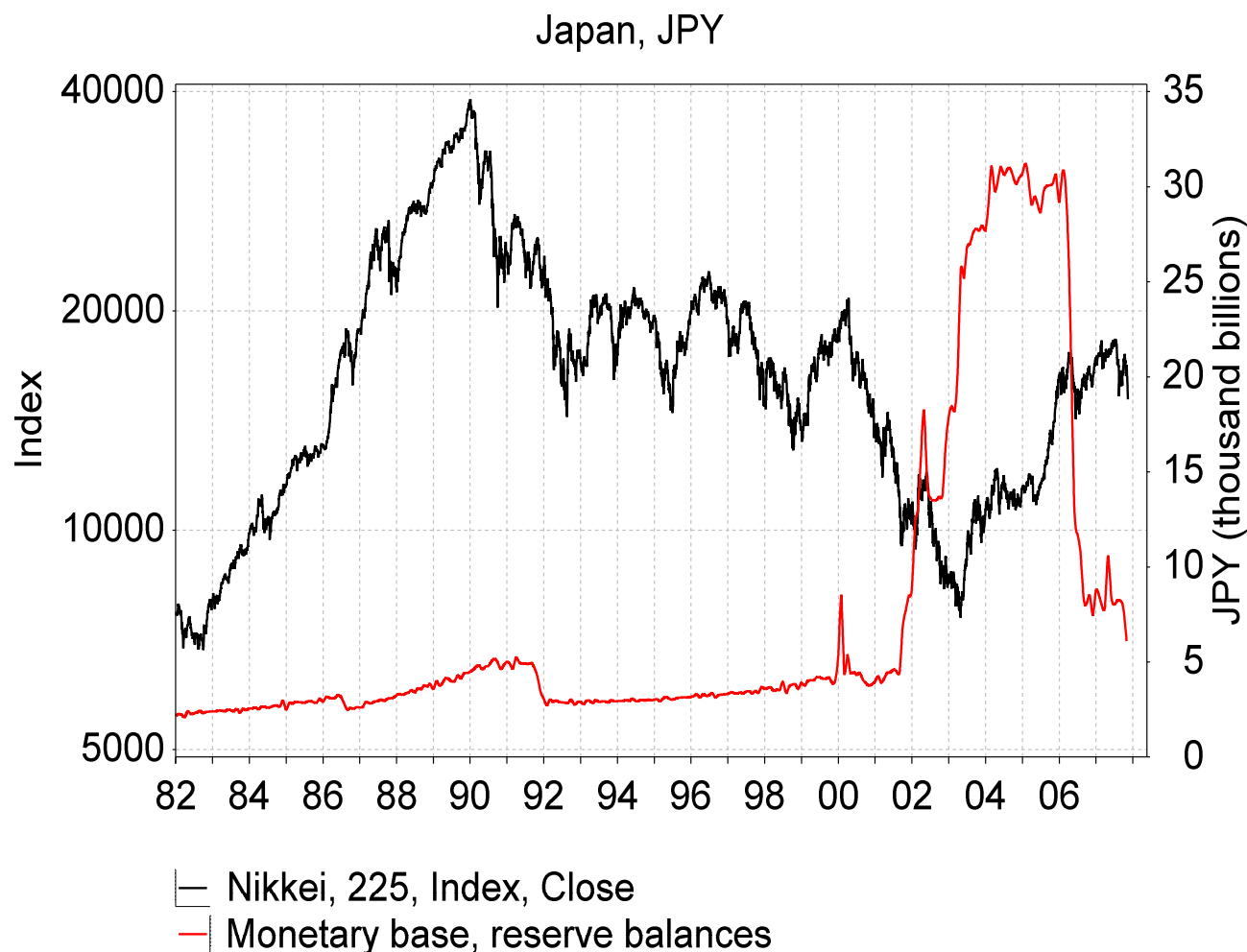
- Konsekwencje obaw przed „ukąszeniem milenijnej pluskwy”: „bańka spekulacyjna” na rynku Nasdaq i jej późniejsze pęknięcie.



Source: Reuters EcoWin

„Bańki inwestycyjne” w świecie papierowego pieniądza: japoński rynek akcji

•Dalszy ciąg tej historii: druk pieniądza przez Bank of Japan od 2001 roku oraz wycofanie dodatkowych rezerw z japońskiego systemu bankowego wiosną 2006.



Source: Reuters EcoWin

„Stabilizacja jest destabilizująca” -

Wprowadzony przez amerykańskiego ekonomistę Hymana Minsky'ego podział podmiotów gospodarczych na 3 typy pod kątem ich pozycji finansowej:

- 1) Typ „hedge” – obsługa długu – zarówno odsetek jak i kapitału - z przepływów generowanych przez aktywa;
- 2) Typ „spekulacyjny” – odsetki obsługiwane z dochodów z aktywów, ale obsługa kapitału dzięki rolowaniu długu w nadziei na wzrost dochodów w przyszłości;
- 3) Typ „piramidki finansowej” („Ponzi scheme”) – ani odsetki od długu ani kapitał nie mogą być obsługiwane przez bieżące dochody z aktywów w efekcie czego dług cały czas rośnie.

„Financial instability hypothesis” (FIH)

Trzy filary analizy rynku

- 1) Wycena
- 2) Scenariusze makroekonomiczne
- 3) Analiza techniczna/sentyment/"positioning"

Przykład skrajnej wyceny

Przykład
wyceny
największych
spółek z
rynku Nasdaq
w 2000 roku.

STOCK	% OF NASDAQ	P/E
INTEL	9.42 %	42.8
CISCO	8.70	89.7
MICROSOFT	7.03	37.1
ORACLE	4.60	97.3
SUN MICRO	4.23	96.2
DELL	1.98	42.6
WORLDCOM	1.98	19.4
JDS UNIPHASE	1.16	169.1
YAHOO	1.30	260.6
AMGEN	1.40	67.3
APPLIED MATERIALS	1.25	35.3
QUALCOMM	.812	56.8
BROADCOM	.510	262.6
JUNIPER	1.16	675.08
NEXTEL	.650	NM
TOTAL WEIGHTING OF NASDAQ	46.1 %	
AVERAGE P/E		139.4 x's

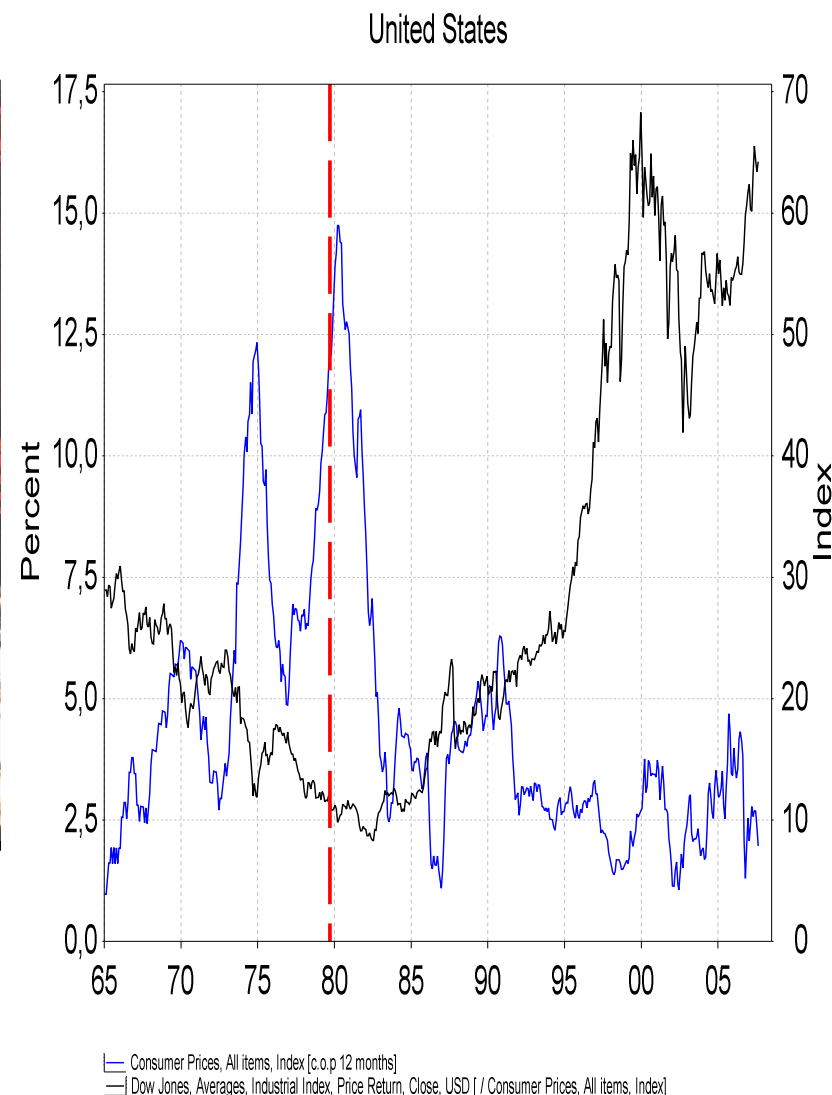
Źródło: www.contraryinvestor.com

Przykład skrajnego sentymentu

Przykład:
Okładka
Business
Weeka z
sierpnia
1979
głosząca
„Śmierć
akcji. Jak
inflacja
niszczy
rynek
akcji”



ukazała się w 14-tym roku od rozpoczęcia trendu wzrostowego tempa inflacji w USA i spadkowego realnej wartości Dow Jonesa. Tempo inflacji w USA zaczęło spadać 6 miesięcy później, a historyczna hossa na rynku akcji 34 miesiące później.



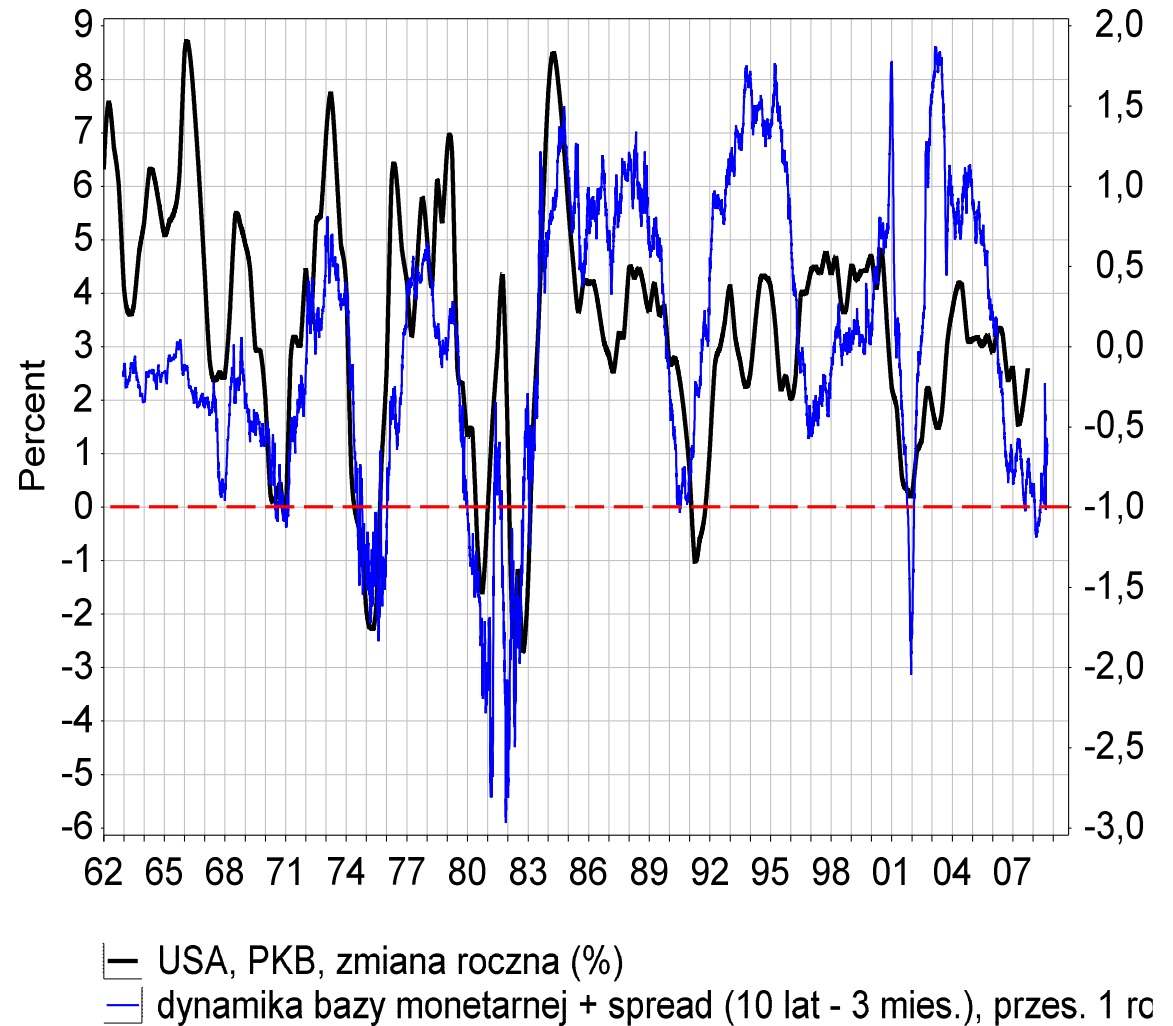
Source: Reuters EcoWin

Rzut oka na obecną sytuację na rynkach finansowych

Sytuacja monetarna w USA przemawia za recesją

- Na wykresie obok przedstawiono – na tle dynamiki rocznej PKB w USA - wskaźnik obrazujący sytuację monetarną w USA oparty na dynamice bazy monetarnej i kształcie krzywej rentowności.

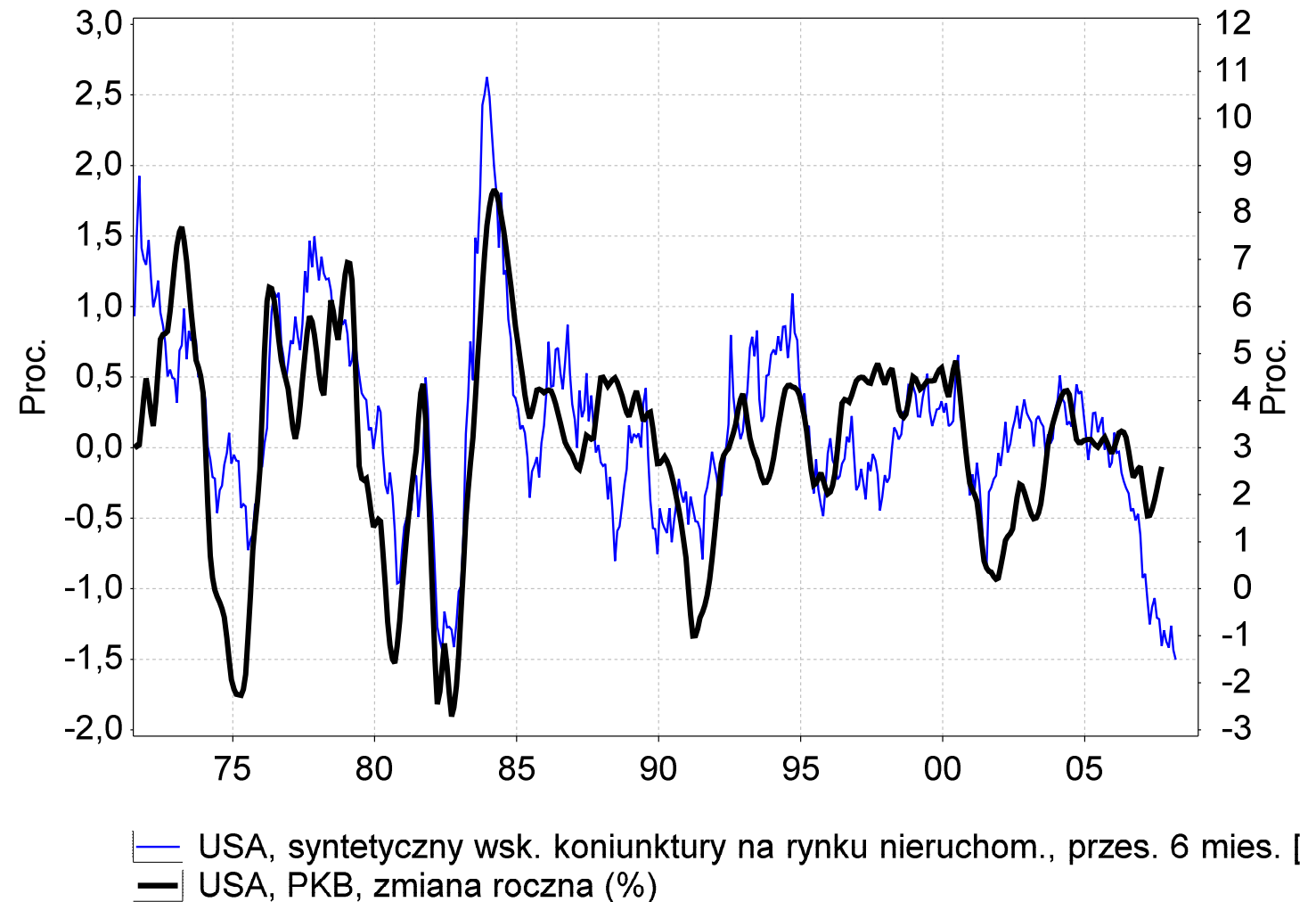
- W ciągu minionych 40 lat obecne wartości tego wskaźnika zawsze zapowiadały recesje w gospodarce USA. Równocześnie nie były recesji, która nie byłaby poprzedzona tak niskimi wartościami wskaźnika.



Source: Reuters EcoWin

Załamanie koniunktury na rynku nieruchomości w USA

•Wskaźnik oparty na dynamice liczby sprzedaży nowych i używanych domów, rozpoczętych budów i pozwoleń na budowę w USA sugeruje koniunkturę na rynku nieruchomości najgorszą od 1982 roku.

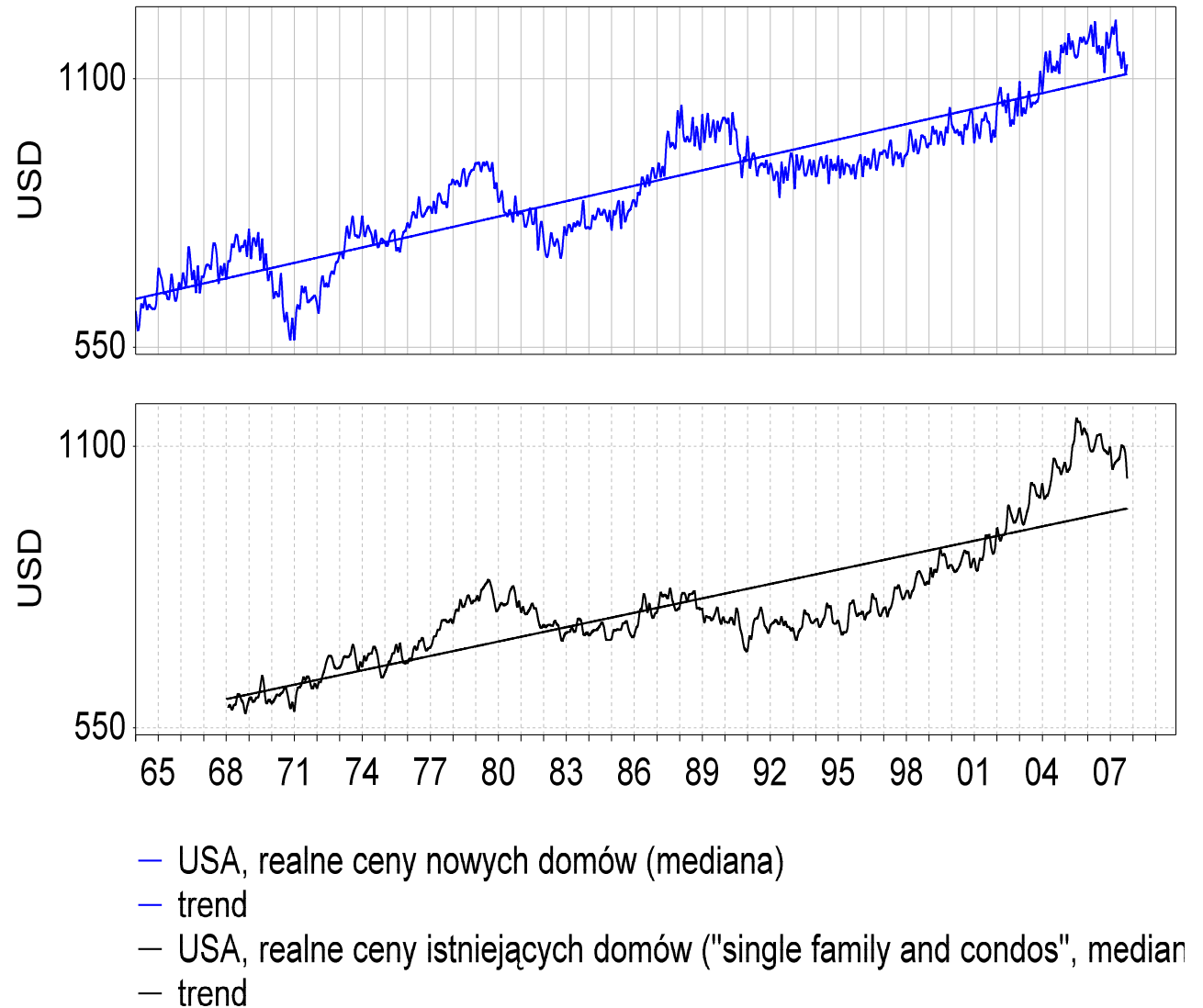


Źródło: SEB TFI, Reuters EcoWin

Ceny domów w USA

- W okresie minionych kilkudziesięciu lat średnioroczna realna – po uwzględnieniu tempa inflacji - dynamika cen domów wynosiła w USA +1,1 proc. dla domów istniejących (existing homes; dane od 1968 roku) oraz +1,3 proc. dla nowych domów (new homes; dane od 1963 roku) – bez uwzględnienia dochodów z wynajmu i kosztów utrzymania oraz amortyzacji.

- W przypadku cen nowych domów kilkuletnie korekty cen następujące co kilkanaście lat obniżały realne ceny o 21-23 proc.

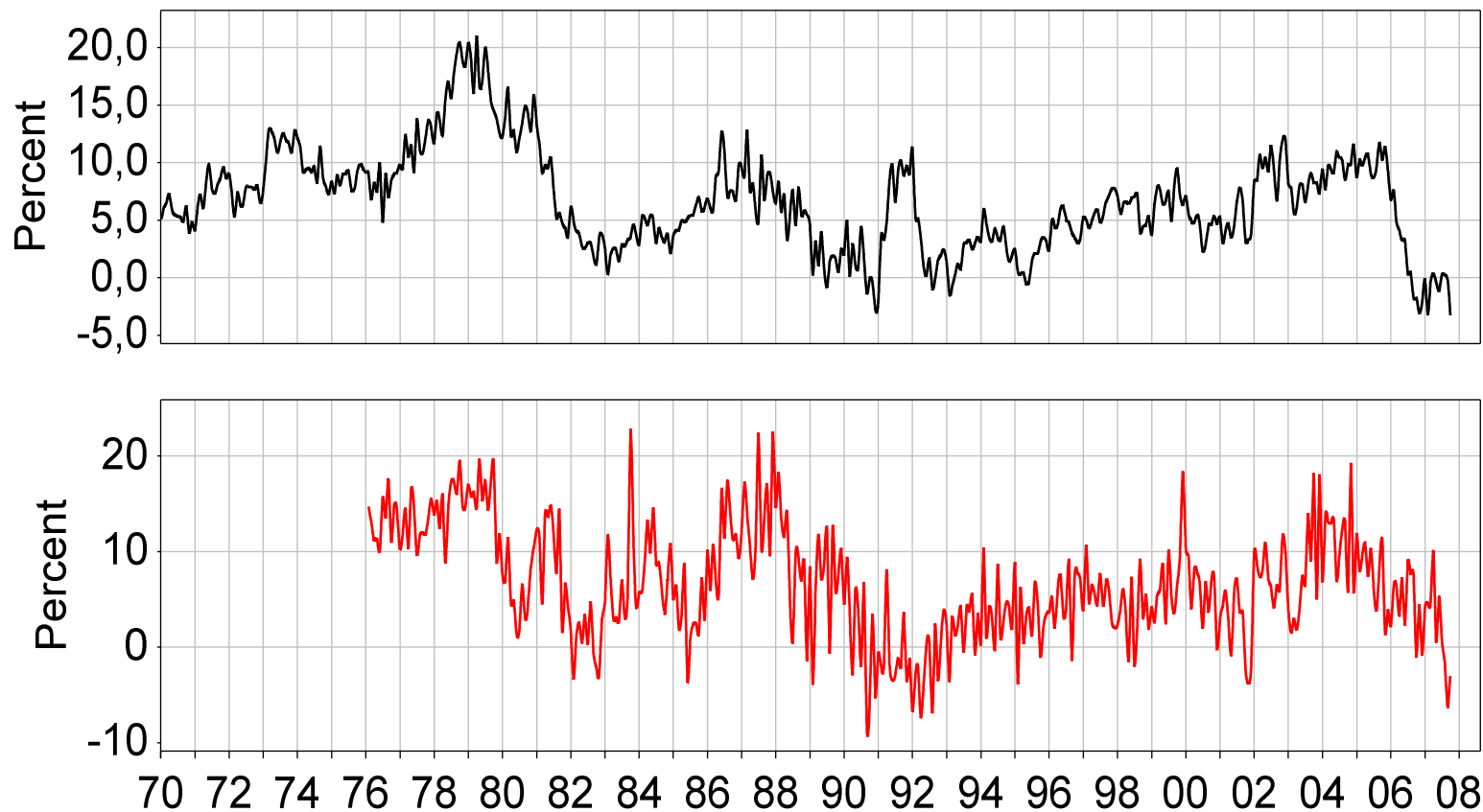


Source: Reuters EcoWin

Ceny domów w USA obecnie spadają

United States

- W ujęciu nominalnym ten spadek jest najgłębszy od początku lat 90-tych.

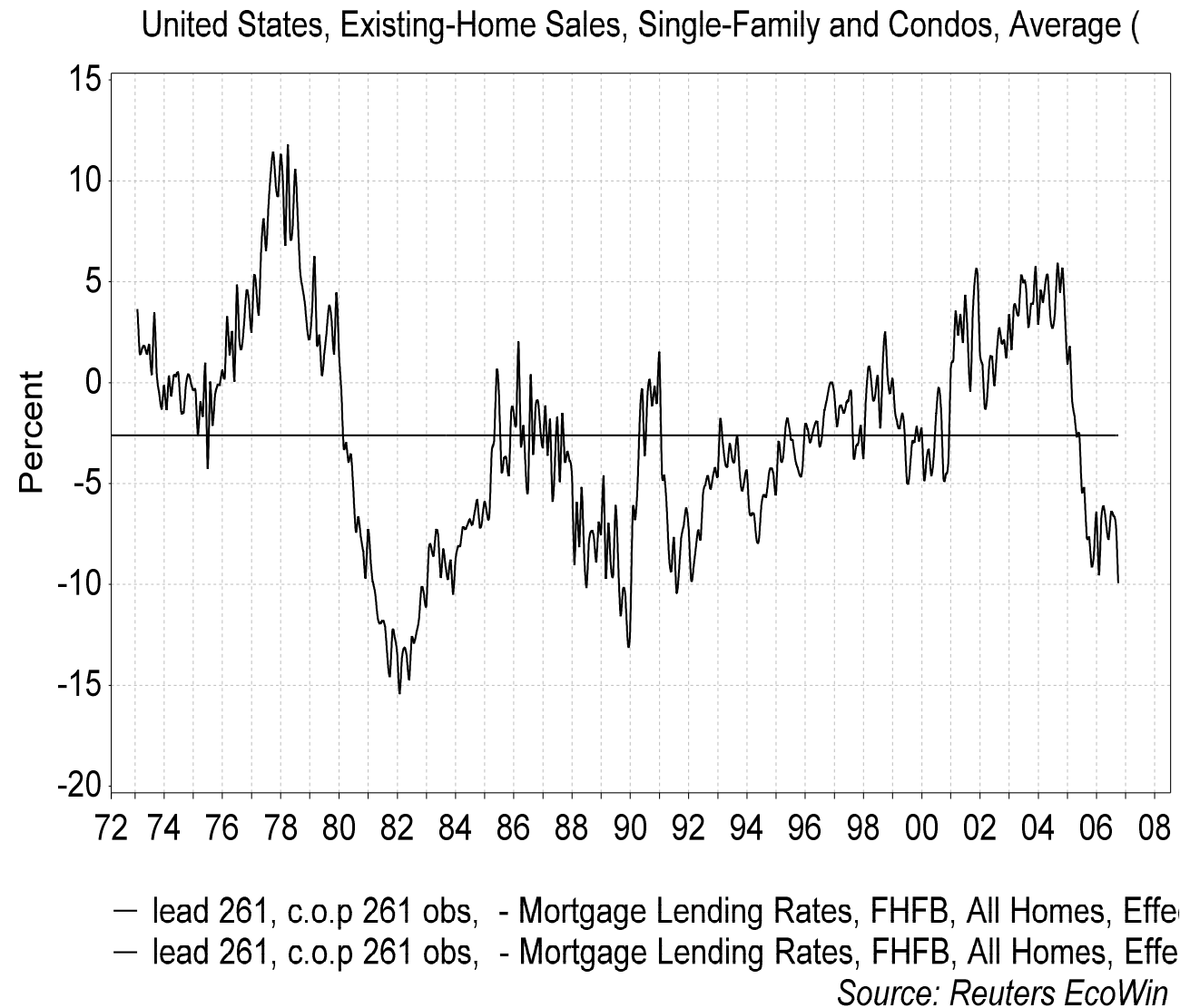


- Existing-Home Sales, Single-Family and Condos, Average (mean) pri
- New Home Sales, Sales price, average [c.o.p 261 obs]

Source: Reuters EcoWin

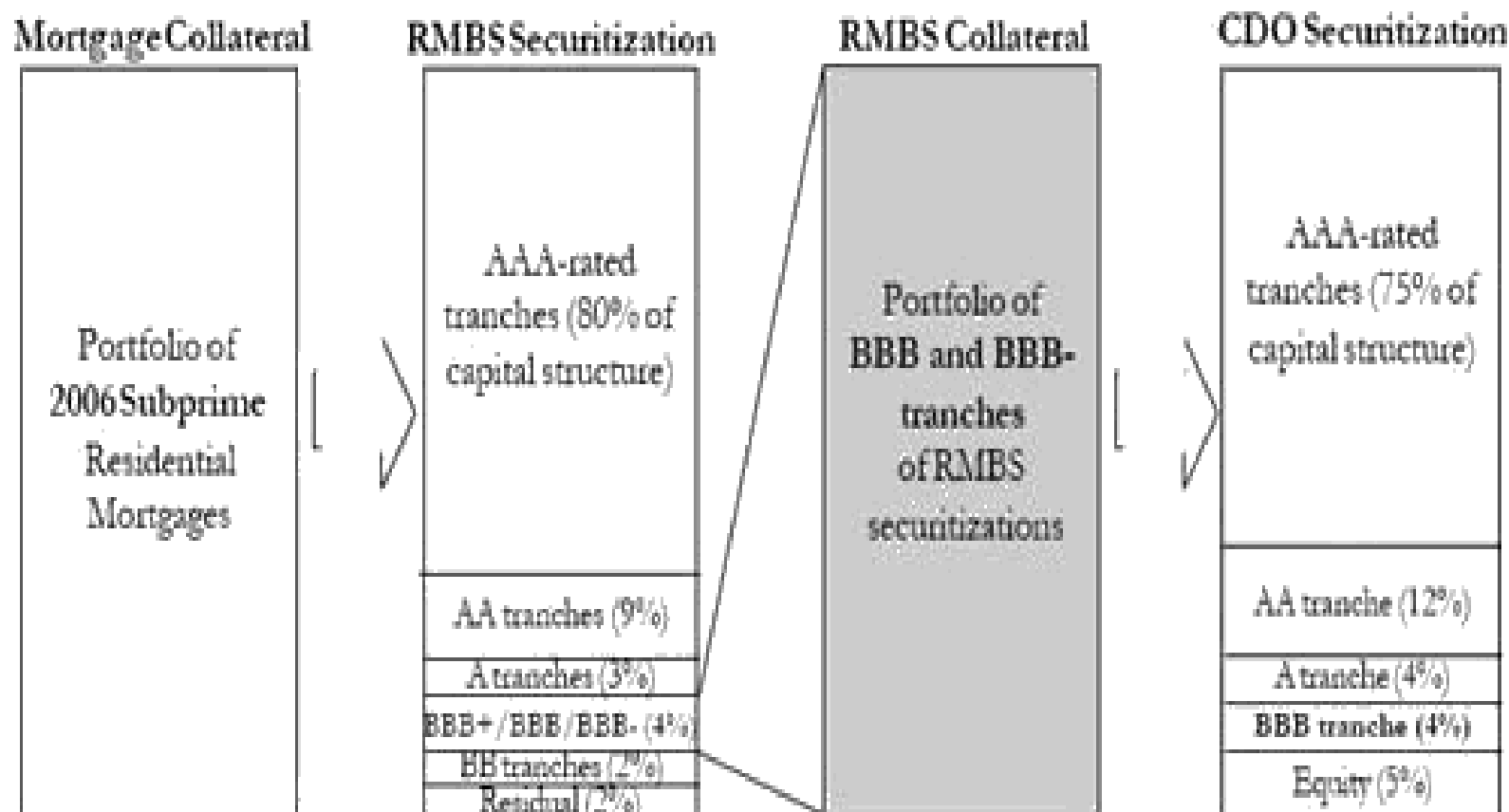
Zmiany cen domów w USA a koszt kredytu hipotecznego

•W ciągu minionych 33 lat średni koszt finansowania zakupu domu (stopa kredytu hipotecznego) przekraczał spekulacyjne zyski płynące z aprecjacji rynkowej ceny domu (mieszkania) o 2,5 proc! – bez uwzględnienia dochodów z wynajmu i kosztów utrzymania i amortyzacji.



Jedno ze źródeł ostatniego kryzysu - Collateralized Debt Obligations (CDO)

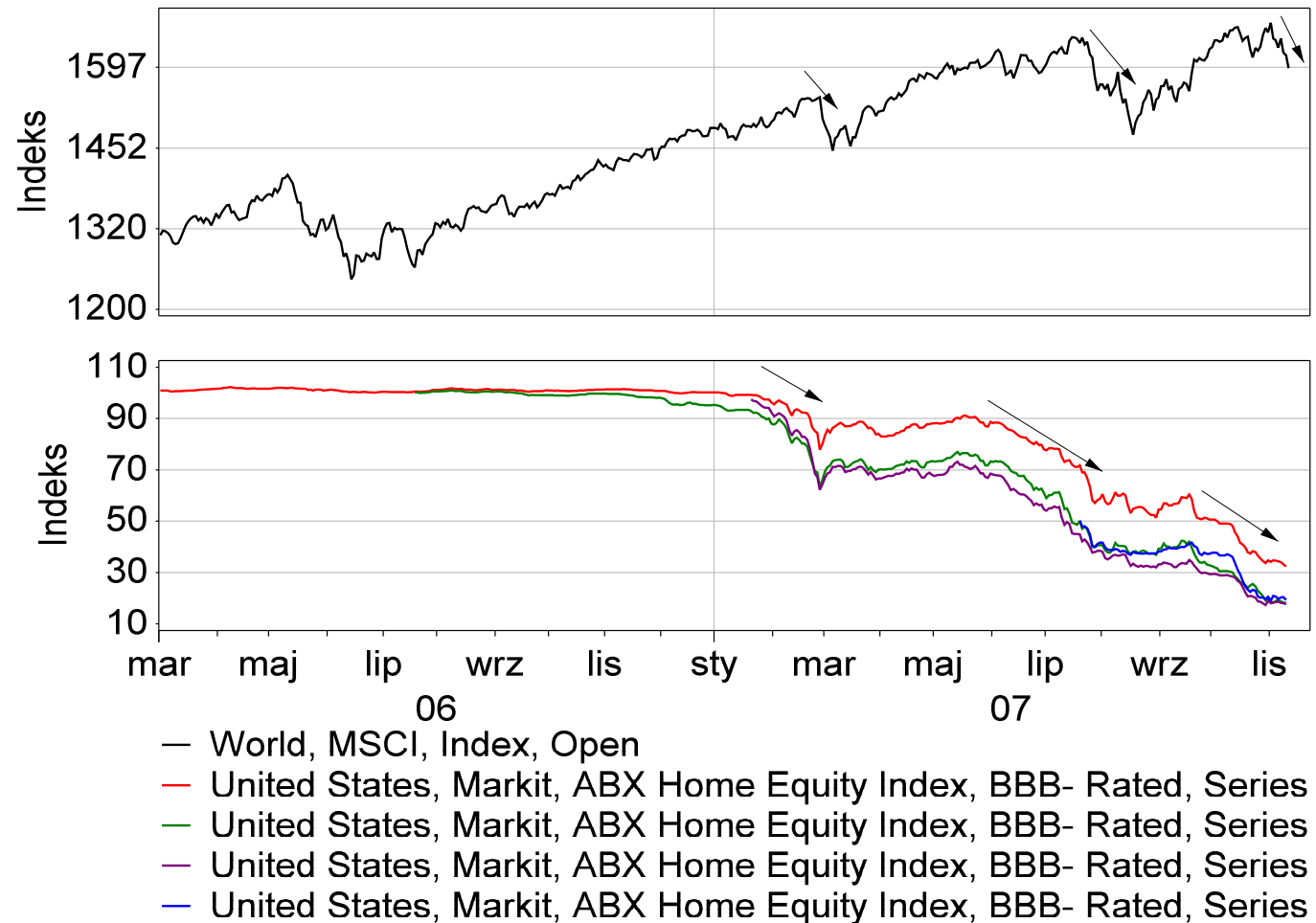
A Sow's Ear Becomes A Silk Purse



Źródło: Gary Shilling

„Parowanie wartości” z rynku kredytów hipotecznych typu „subprime”

•Zachowanie wprowadzonych niedawno przez firmę Markit różnych serii indeksów ABX mogą dawać dobre wyobrażenie o tym co dzieje się z wartością transz o najniższych ratingach struktur typu CDO opartych o amerykańskie kredytu typu „subprime”.

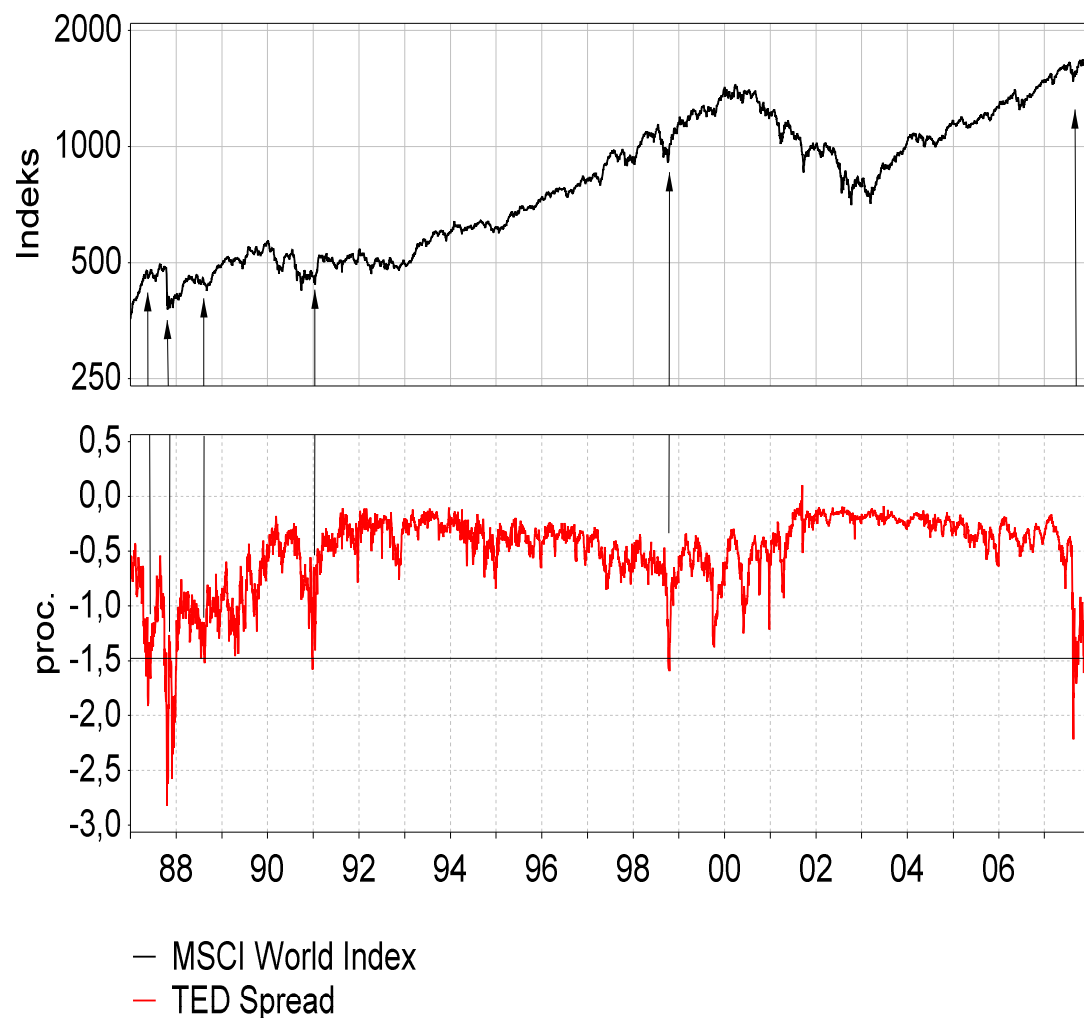


Źródło: SEB TFI, Reuters EcoWin

Największa panika na rynku pieniężnym od 20 lat

•**TED spread:** różnica pomiędzy rentownością 3-miesięcznych bonów skarbowych rządu USA a 3-miesięcznymi stawkami na rynku międzybankowym (tu LIBOR). Pozwala śledzić poziom wzajemnego zaufania instytucji finansowych.

•W przeszłości porównywalne do ostatniego rozszerzenia tego spreadu były dobrymi okazjami do zakupów akcji. Ostatnim wyjątkiem od tej reguły była wiosna 1987, kiedy to skok spreadu był pierwszym pomrukiem późniejszej o kilka miesięcy burzy.

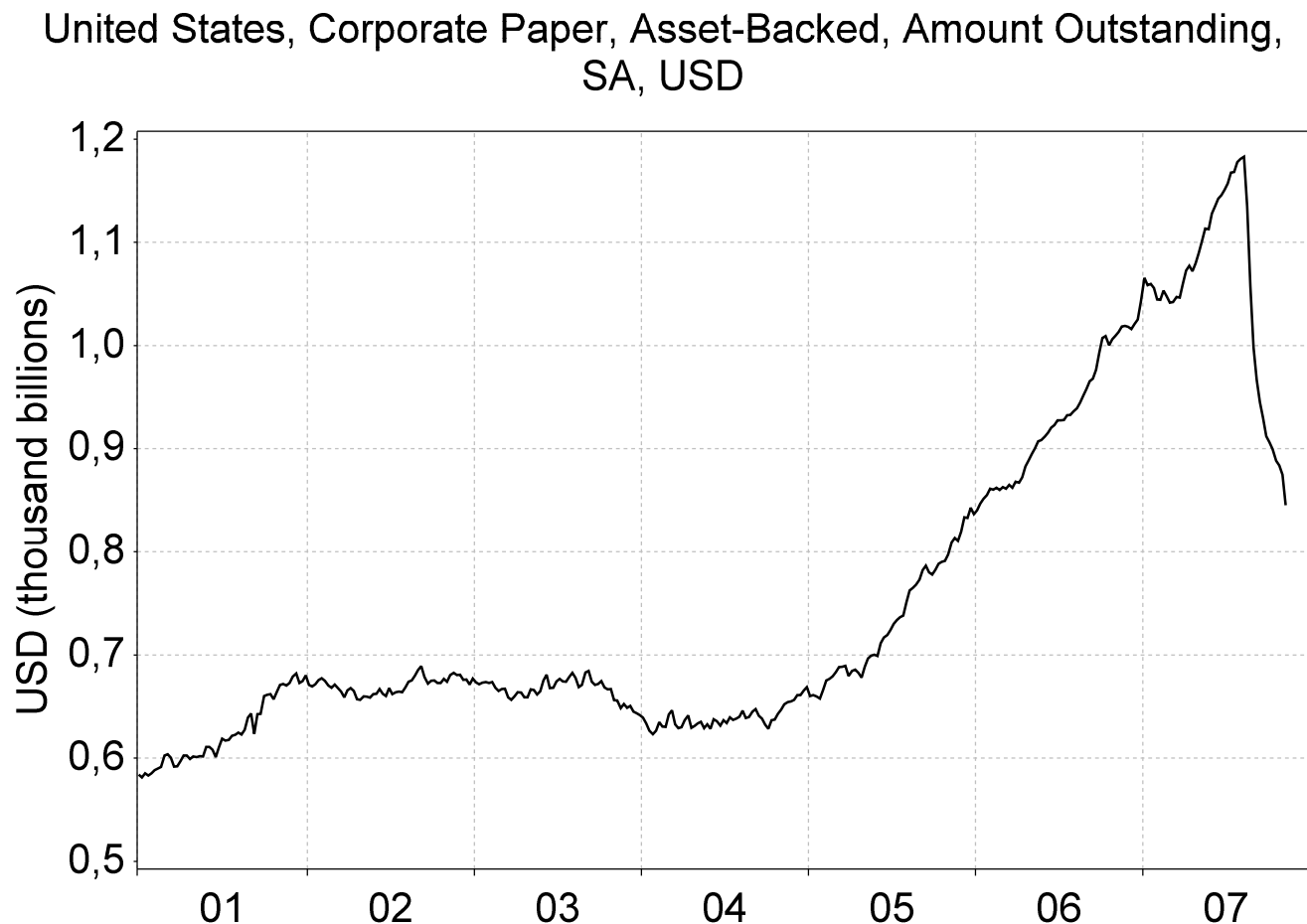


Źródło: SEB TFI, Reuters EcoWin

Sytuacja na rynku „asset-backed corporate papers”

- Skok spreadów na rynku pieniężnym oraz spadek zaufania inwestorów spowodowały praktyczne zamknięcie rynku „asset-backed corporate papers”).

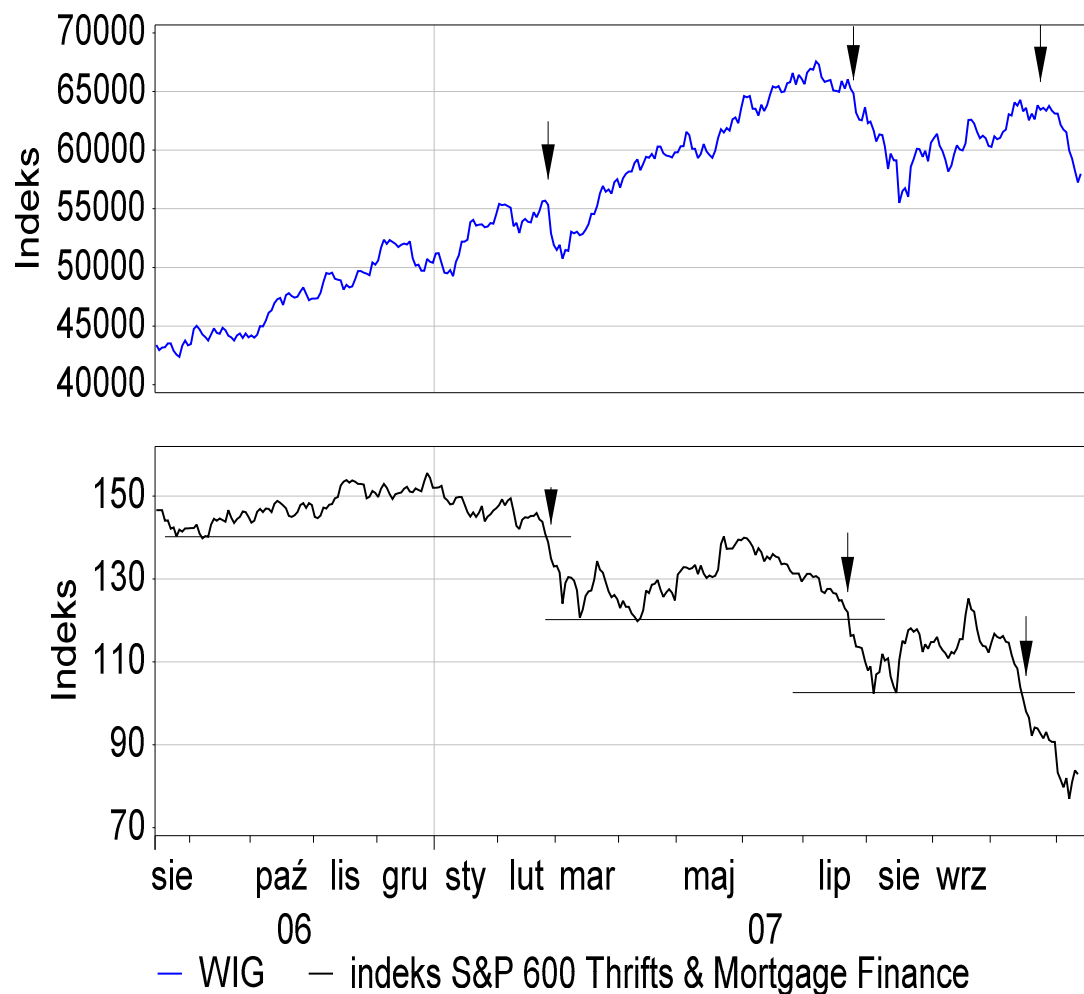
- W praktyce może to oznaczać zniknięcie z rynku finansowania na sumę 500 mld USD.



Source: Reuters EcoWin

Nowa fala kryzysu już się rozpoczęła

- Amerykański indeks reprezentujący spółki finansowe związane z rynkiem kredytów hipotecznych poprzednio rozpoczął spadek 54-62 dni przed szczytem cen akcji na świecie.
- W lutym wybicie się tego indeksu w dół na nowe minima poprzedziło szczyt na świecie o 1 dzień, w lipcu szczyt cen akcji na świecie nastąpił 8 dni wcześniej.
- Obecnie ten indeks sektorowy rozpoczął spadek 19 września, a na nowy dołek wybił się 16 października...



Źródło: SEB TFI SA, Reuters EcoWin

Względna siła akcji z sektora finansowego na świecie

- Wskutek kryzysu na rynku kredytowym względna siła sektora finansowego gwałtownie spada w tym roku.

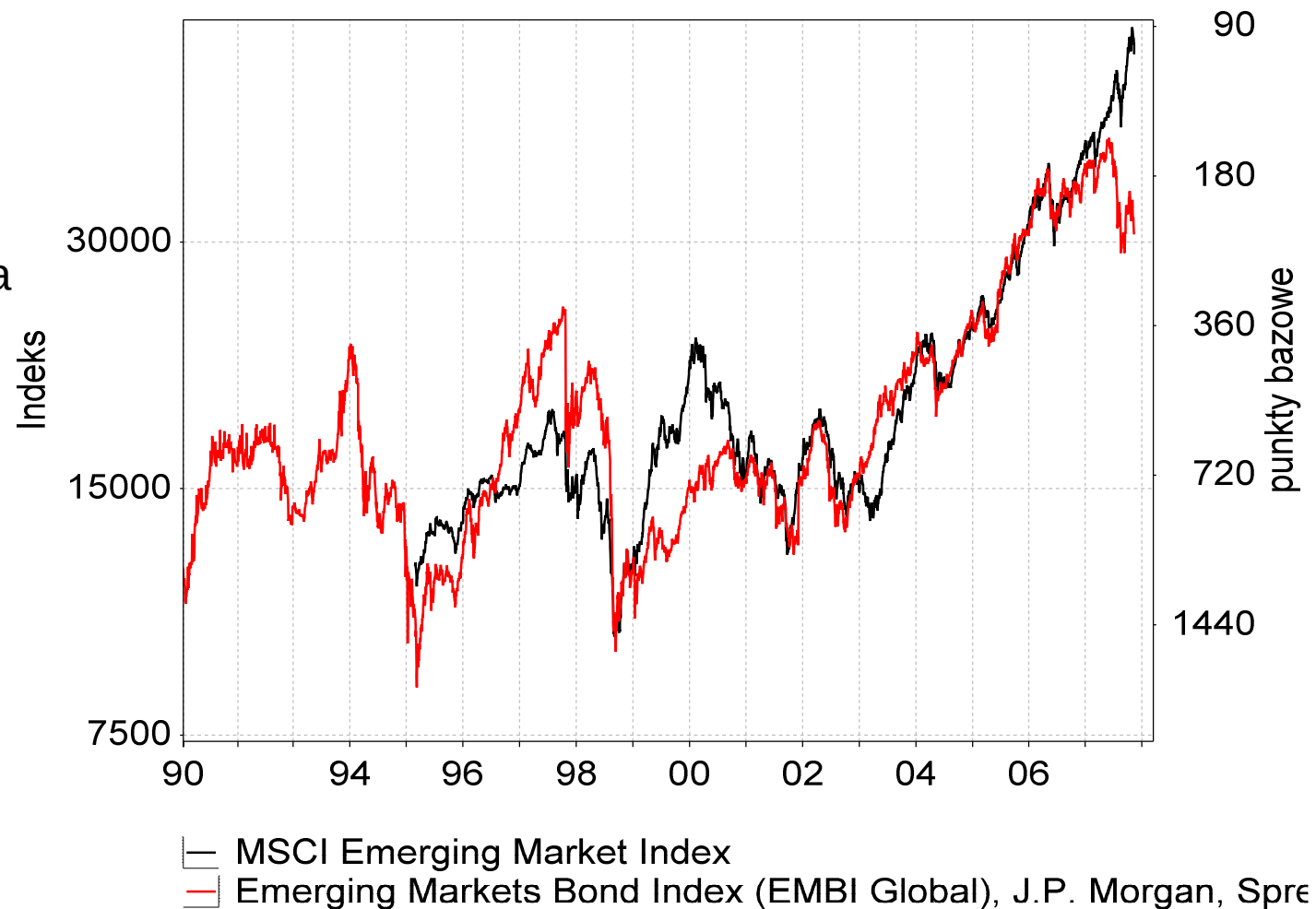


— S&P 700 Internat. Financials Index/S&P 700 Internat. Index (zdetrend)

Źródło: SEB TFI, Reuters EcoWin

Spread obligacji rządów „emerging markets” a ceny akcji na rynkach „wschodzących”

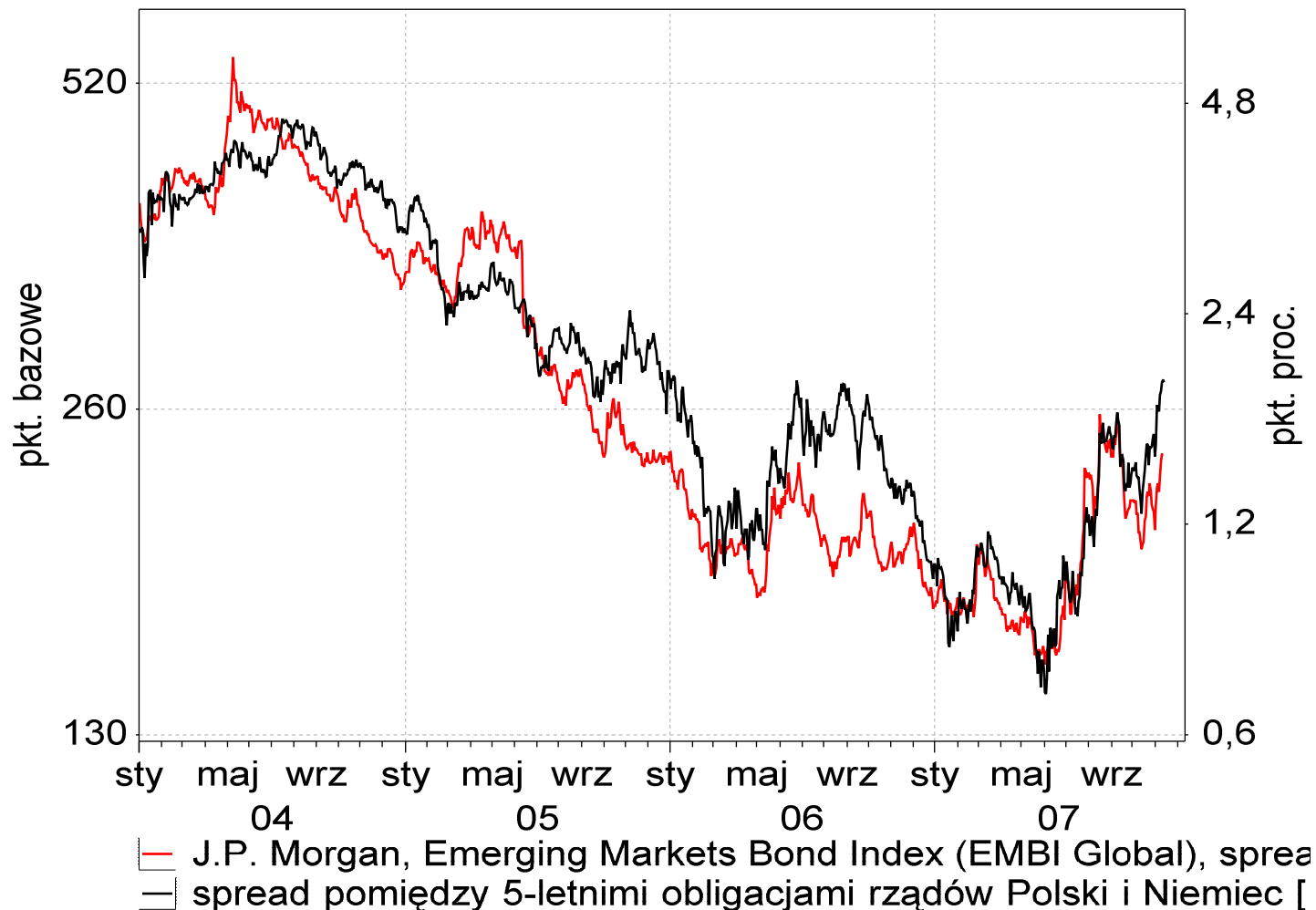
- Spread obligacji skarbowych EM rozszerzył się do najwyższego poziomu od końca 2005 roku. Ceny akcji na rynkach wschodzących były wtedy o 40 proc. niższe niż obecnie.



Źródło: SEB TFI, Reuters EcoWin

Wpływ globalnego wzrostu spreadów na polski rynek obligacji

- Skok spreadów obligacji rządów EM przełożył się na analogiczny wzrost spreadu rentowności polskich obligacji skarbowych względem rentowności obligacji w krajach strefy euro.



Źródło: SEB TFI, Reuters EcoWin

Kurs złotego a rynek akcji

- Zgodnie z zależnością bardzo wyraźną od półtora roku spadek cen akcji przełożył się na osłabienie złotego, podobnie jak wcześniej wzrosty cen akcji przekładały się na umacnianie złotego.

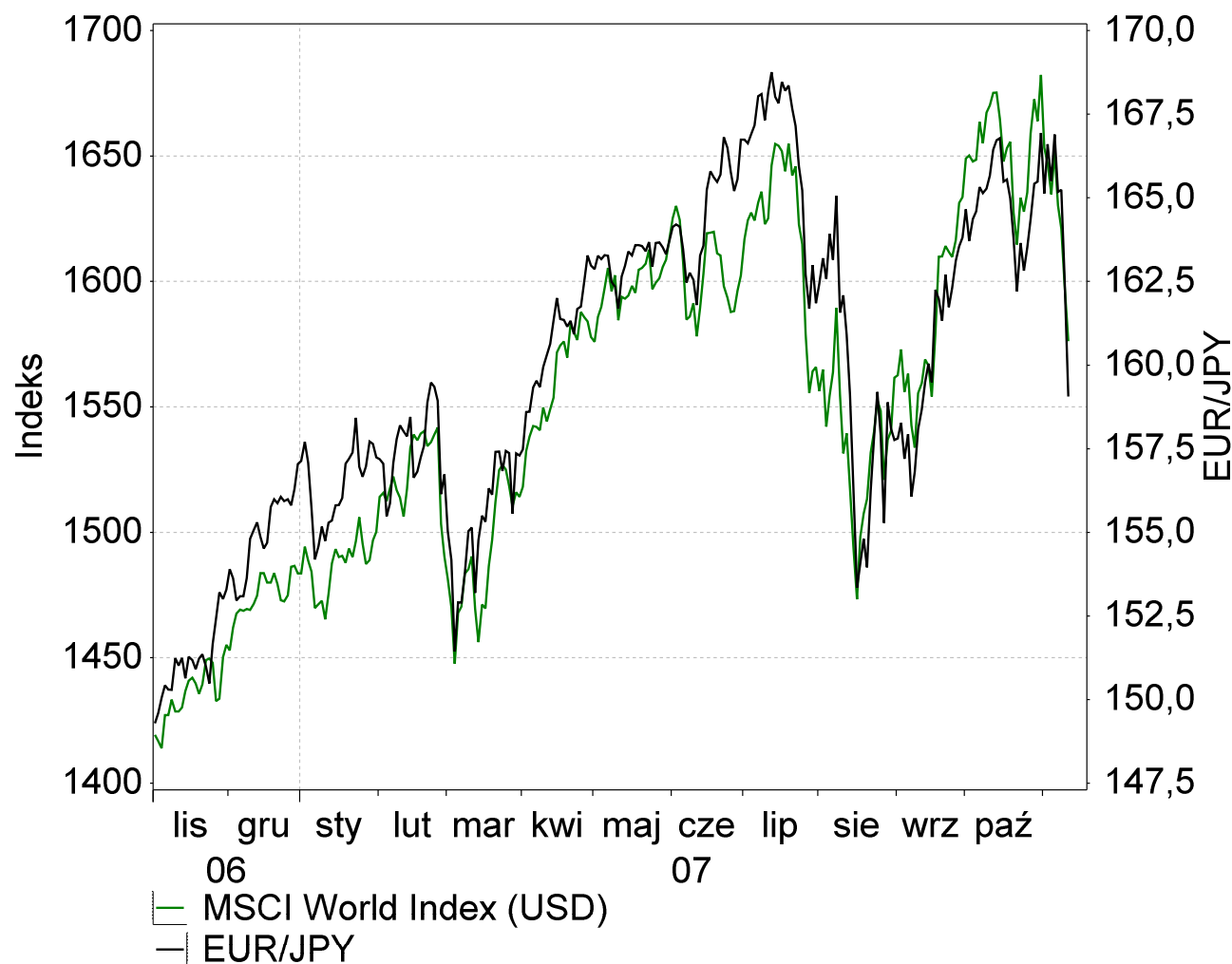
- Szczególnie silnie ta zależność jest widoczna dla kursu japońskiego jena w złotych.



Źródło: EcoWin, SEB TFI

Tzw. „yen carry trade” a ceny akcji na świecie

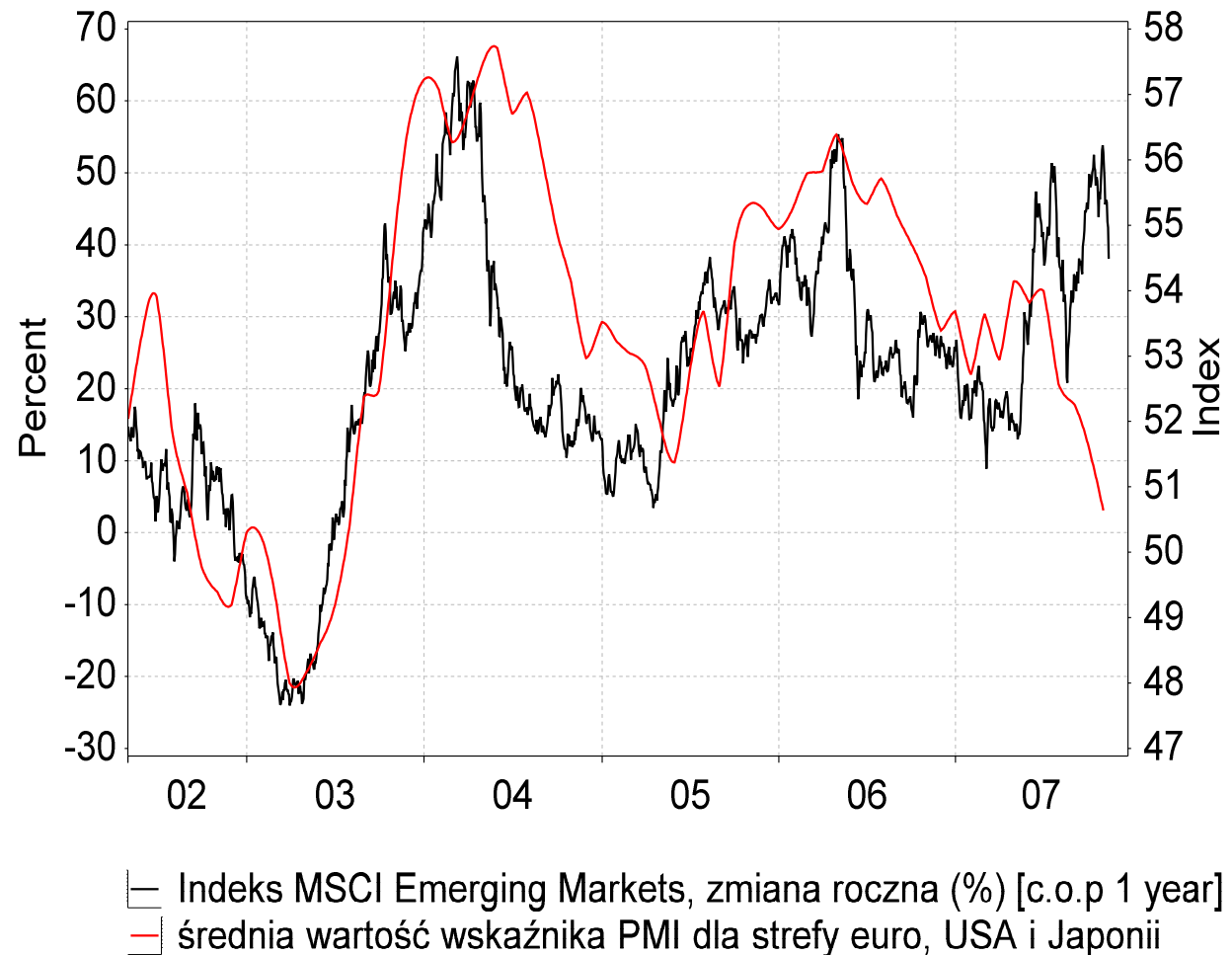
•W ciągu minionego roku jednym z głównych źródeł finansowania zakupów akcji na świecie, był tzw. „yen carry trade”, czyli praktyka kupowania wysokorentownych aktywów za środki uzyskane z nisko oprocentowanych pożyczek w jenach japońskich.



Źródło: SEB TFI, Reuters EcoWin

Koniunktura na „emerging markets” a sytuacja w przemyśle krajów G-3

- W okresie minionych kilkunastu lat dynamika roczna cen akcji na rynkach wschodzących była w dużej mierze prostą funkcją poziomu koniunktury w przemyśle krajów rozwiniętych.

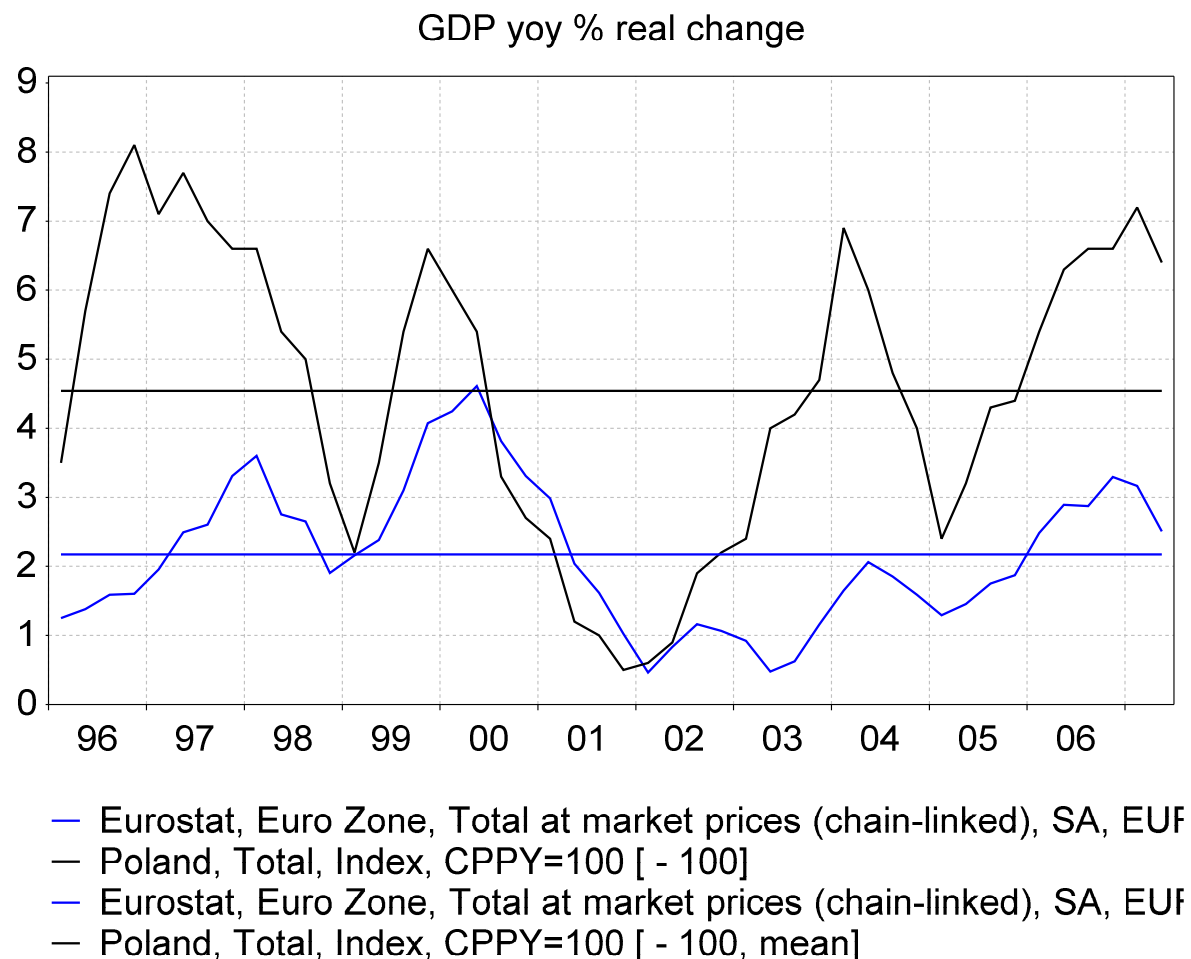


Source: Reuters EcoWin

Najważniejsze zjawiska w polskiej gospodarce

Wzrost PKB w I kw. najwyższy od lat 1997 roku

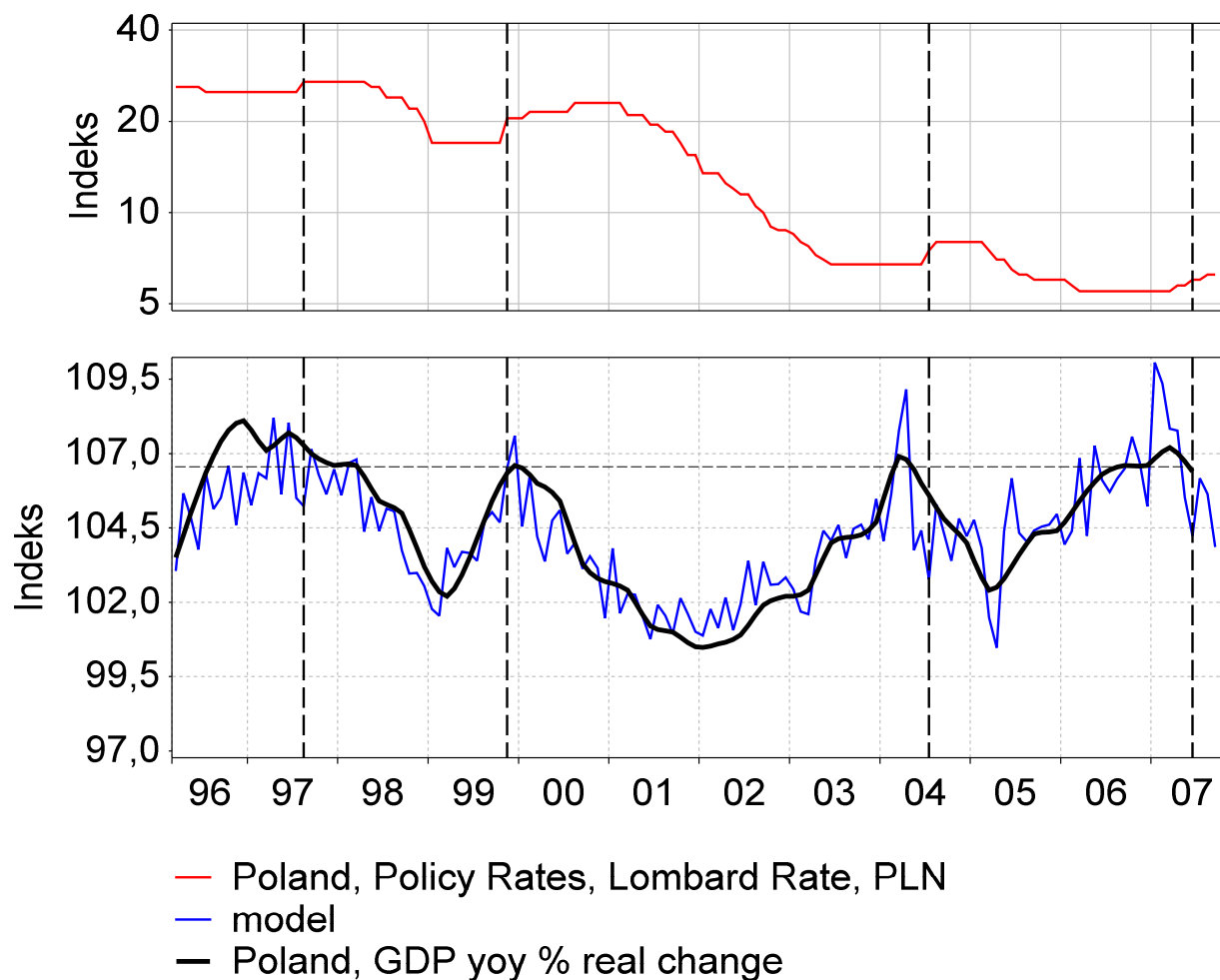
- Tempo wzrostu w I kw. częściowo sztucznie podwyższone wskutek wyjątkowo ciepłej pogody.
- Średnie tempo wzrostu PKB w Polsce o 2,3 pkt. proc. wyższe niż w strefie euro od 1996 roku.



Source: Reuters EcoWin

Przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego sprowokowało podwyżki stóp RPP

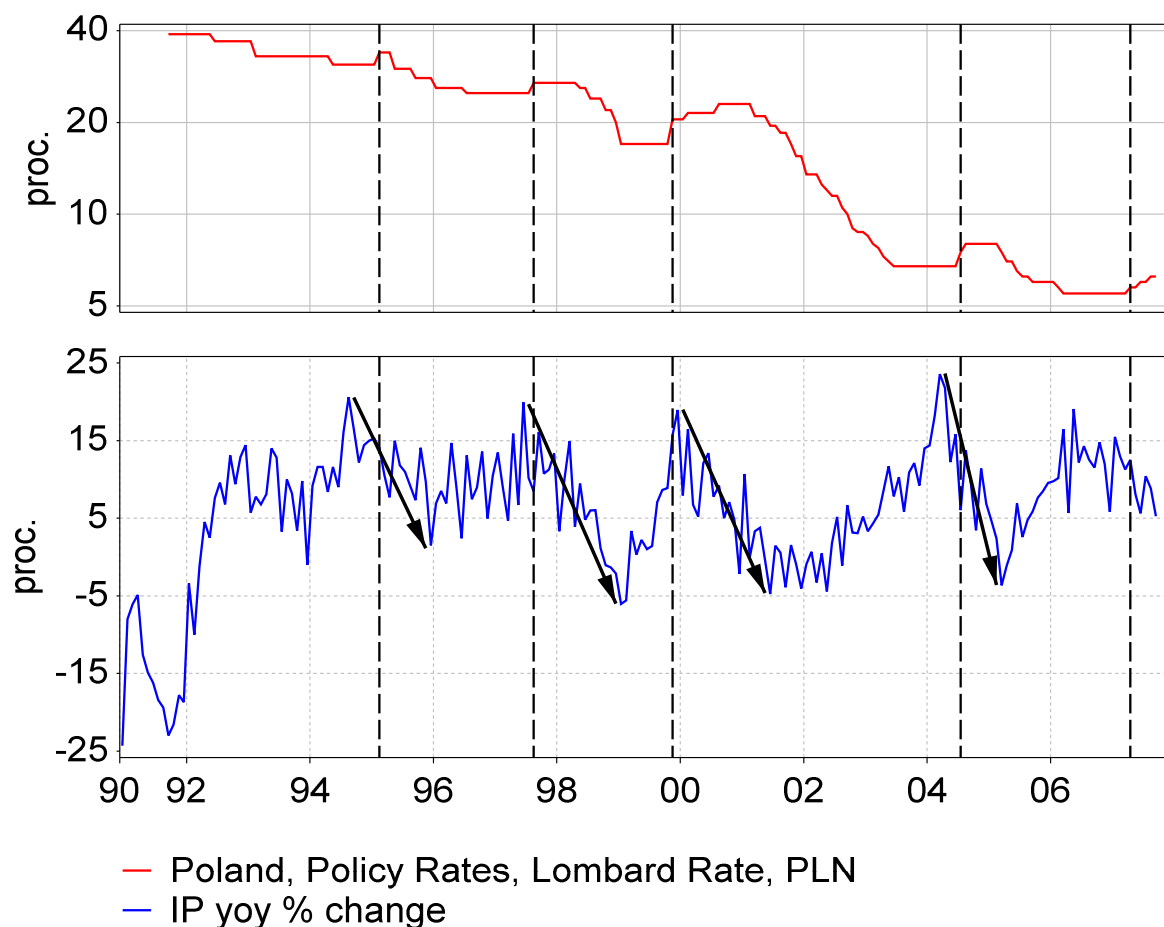
- Tempo wzrostu PKB powyżej 6,5 proc. w przeszłości skłaniało RPP/NBP do rozpoczynania zaostrzania polityki pieniężnej.
- Po 7,4 proc. dynamice PKB w I kw. tempo wzrostu nieco spadło w II kw. do 6,7 proc.
- We wrześniu tempo wzrostu PKB najniższe od ponad 2 lat.



Source: Reuters EcoWin

RPP/NBP zwykle zaostrza politykę pieniężną, dopiero gdy wzrost kosztów zaczyna hamować wzrost gospodarczy

- To jedna z interpretacji.
- Według innej RPP jest po prostu oportunistyczna i opiera swe decyzje na opóźnionych w stosunku do wzrostu gospodarczego wskaźnikach (np. wskaźnikach inflacji).
- Taka polityka powinna prowadzić do wzmocnienia skali cyklicznych wahań.

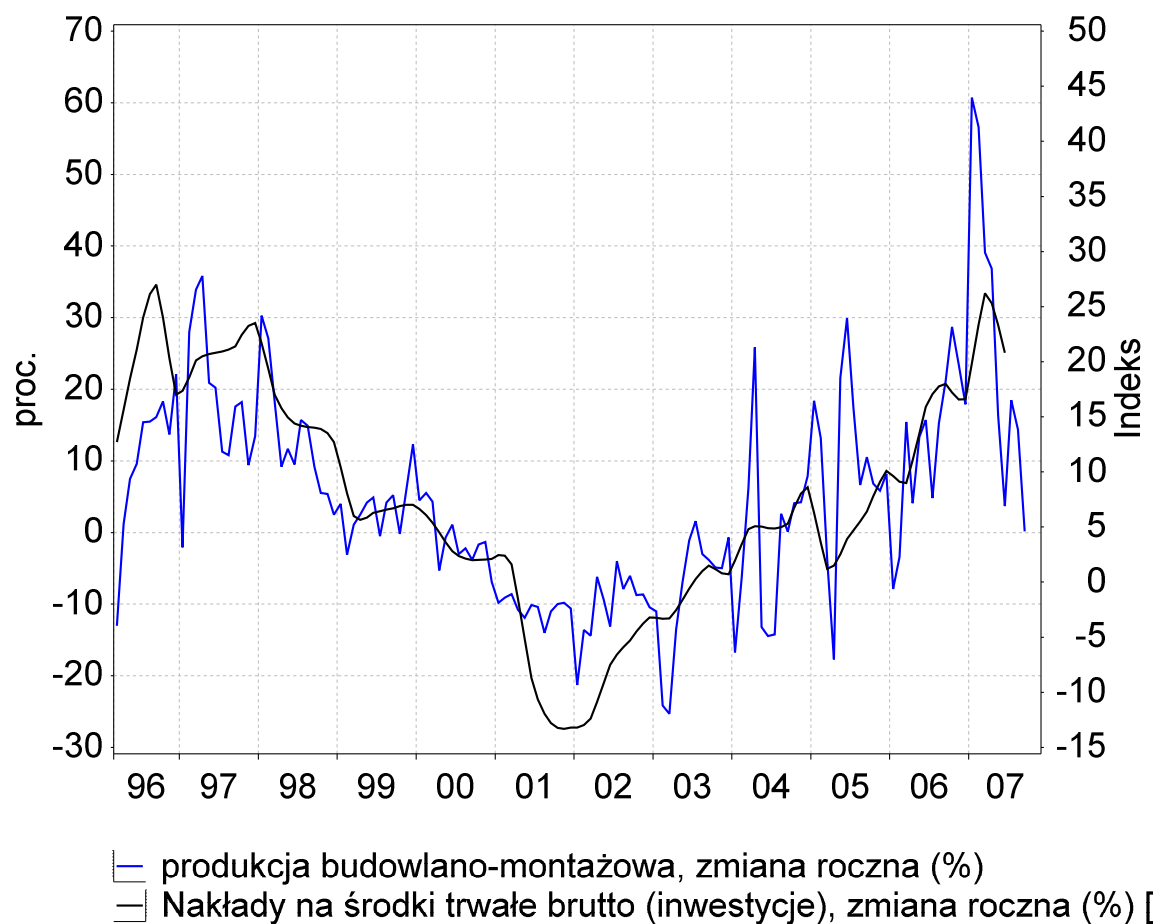


Source: Reuters EcoWin

Spadek dynamiki inwestycji i produkcji budowlano-montażowej.

- Inwestycje rosły w I kw. 2007 w rekordowo wysokim tempie (+30 proc.; po części było to spowodowane wyjątkowo łagodną zimą).

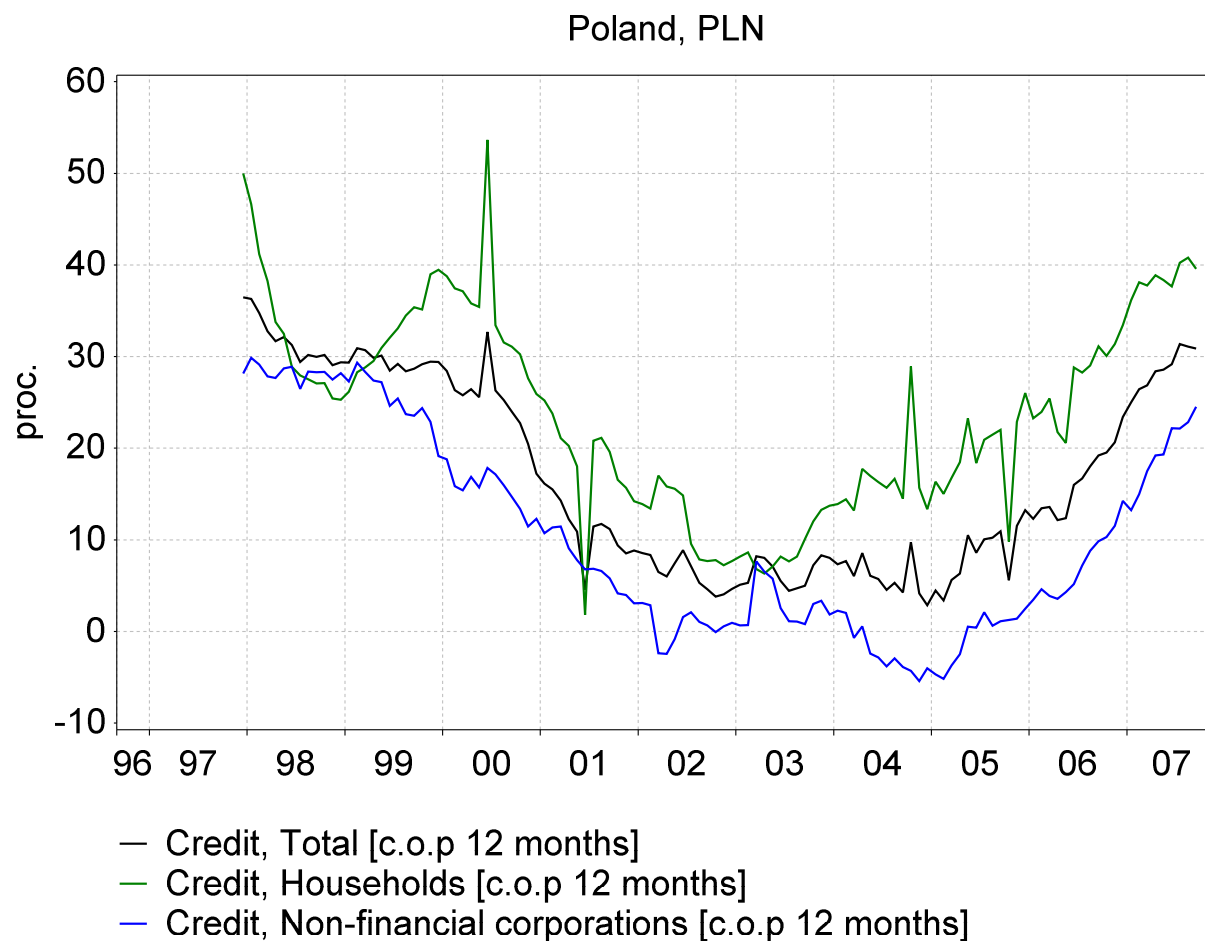
- W II i III kw. nastąpiło niespodziewane spowolnienie dynamiki produkcji w budownictwie.



Źródło: Reuters EcoWin, SEB TFI

Wysokie tempo przyrostu kredytów nadal przyspiesza

- ...zarówno w przypadku gospodarstw domowych jak i przedsiębiorstw.
- Dopiero wyraźne schłodzenie koniunktury na rynku nieruchomości i/lub wyraźny wzrost stóp procentowych mógłby ograniczyć „boom” kredytowy.

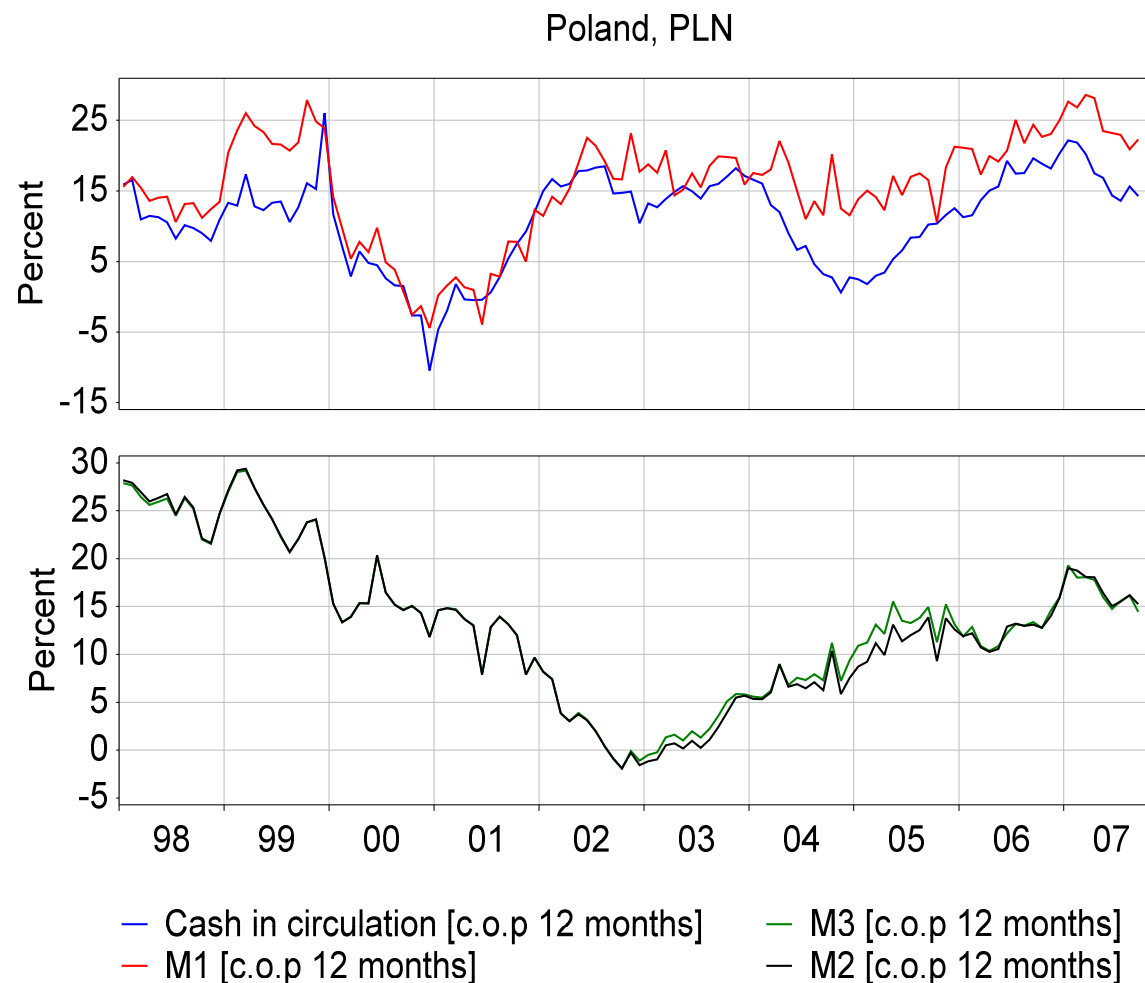


Source: Reuters EcoWin

Kreacja kredytu prowadzi do wysokiej dynamiki przyrostu podaży pieniądza.

- Realna dynamika podaży pieniądza rośnie znacznie powyżej realnego tempa wzrostu gospodarczego, co na dłuższą metę powinno mieć skutki inflacyjne.

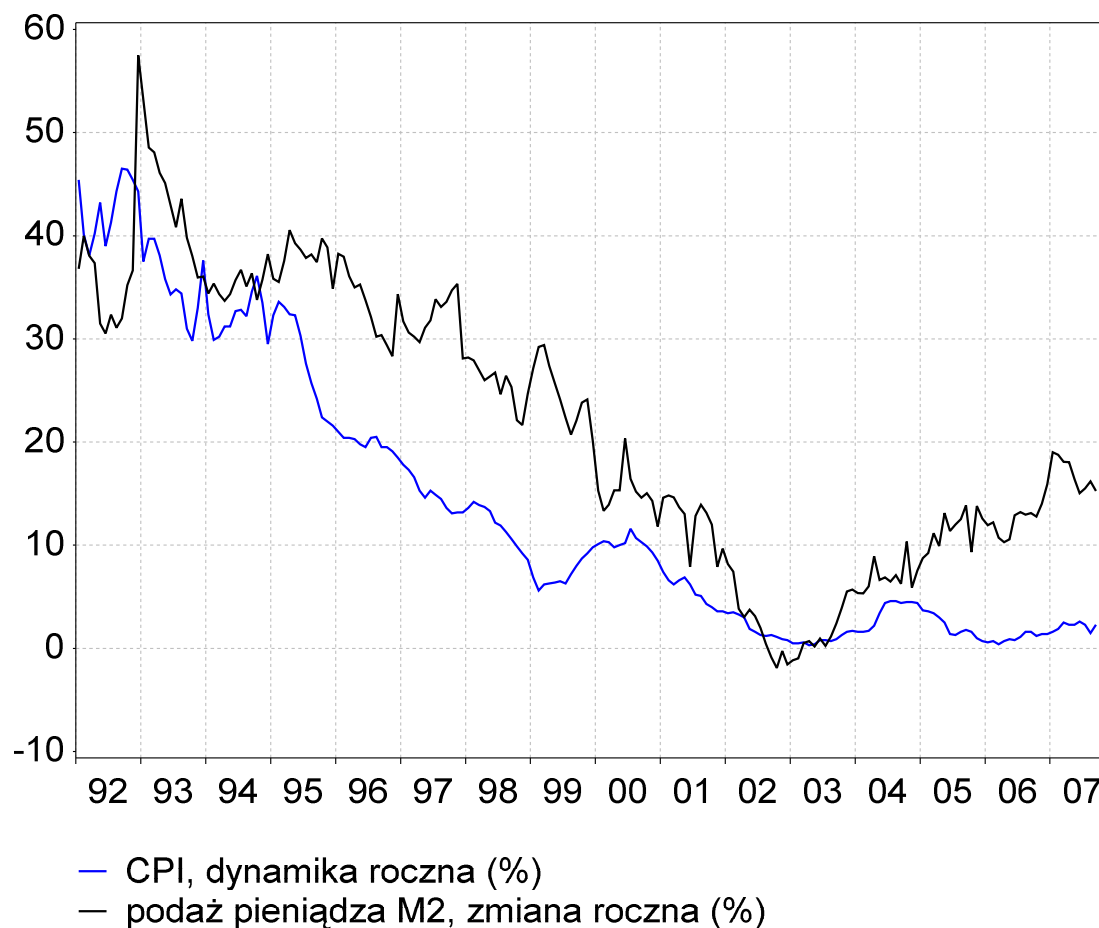
- W ostatnich miesiącach można zauważyć pewne osłabienie tempa wzrostu podaży pieniądza.



Source: Reuters EcoWin

Szybkie tempo przyrostu podaży pieniądza stwarza ryzyko przyspieszenia dynamiki cen w gospodarce...

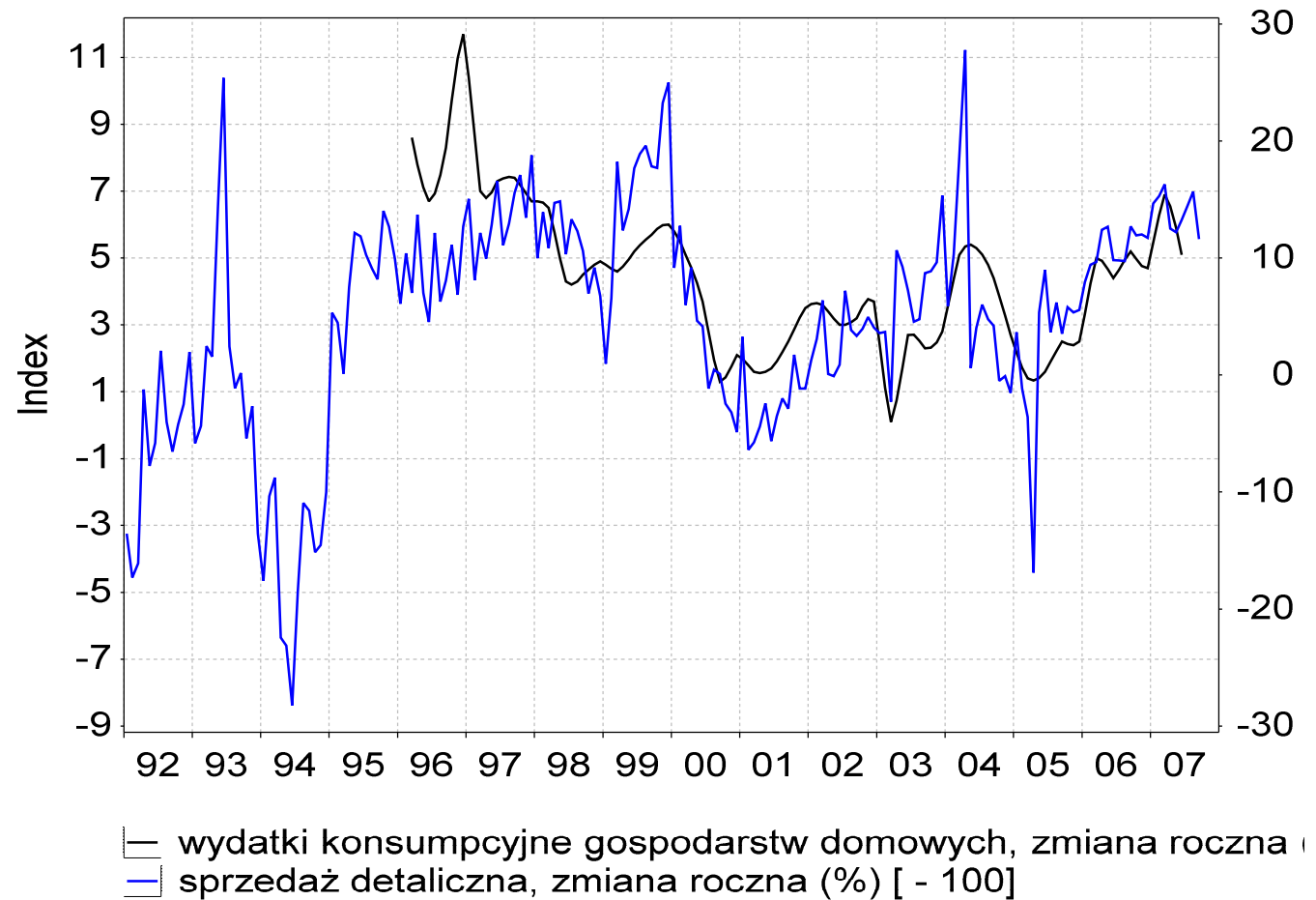
- ... jako że inflacja jest przecież przede wszystkim fenomenem monetarnym.



Źródło: SEB TFI, Reuters EcoWin

„Boom” kredytowy i hossa na rynku nieruchomości podtrzymuje wysokie tempo wydatków konsumpcyjnych

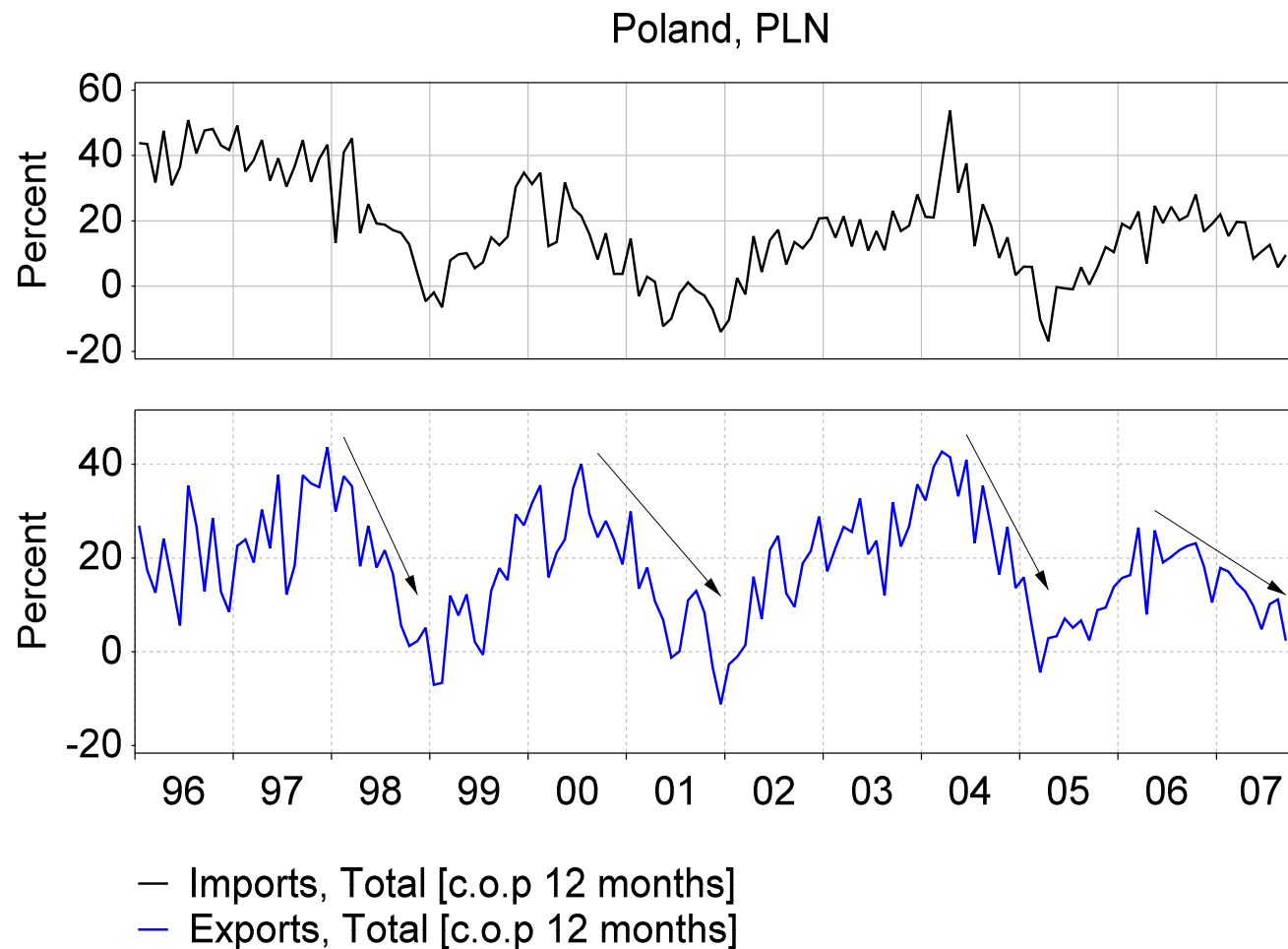
- Sprzedaż detaliczna rosła w II i III kw. w realnym tempie bliskim 15 proc r/r.



Źródło: SEB TFI, EcoWin

Spada dynamika obrotów handlu zagranicznego

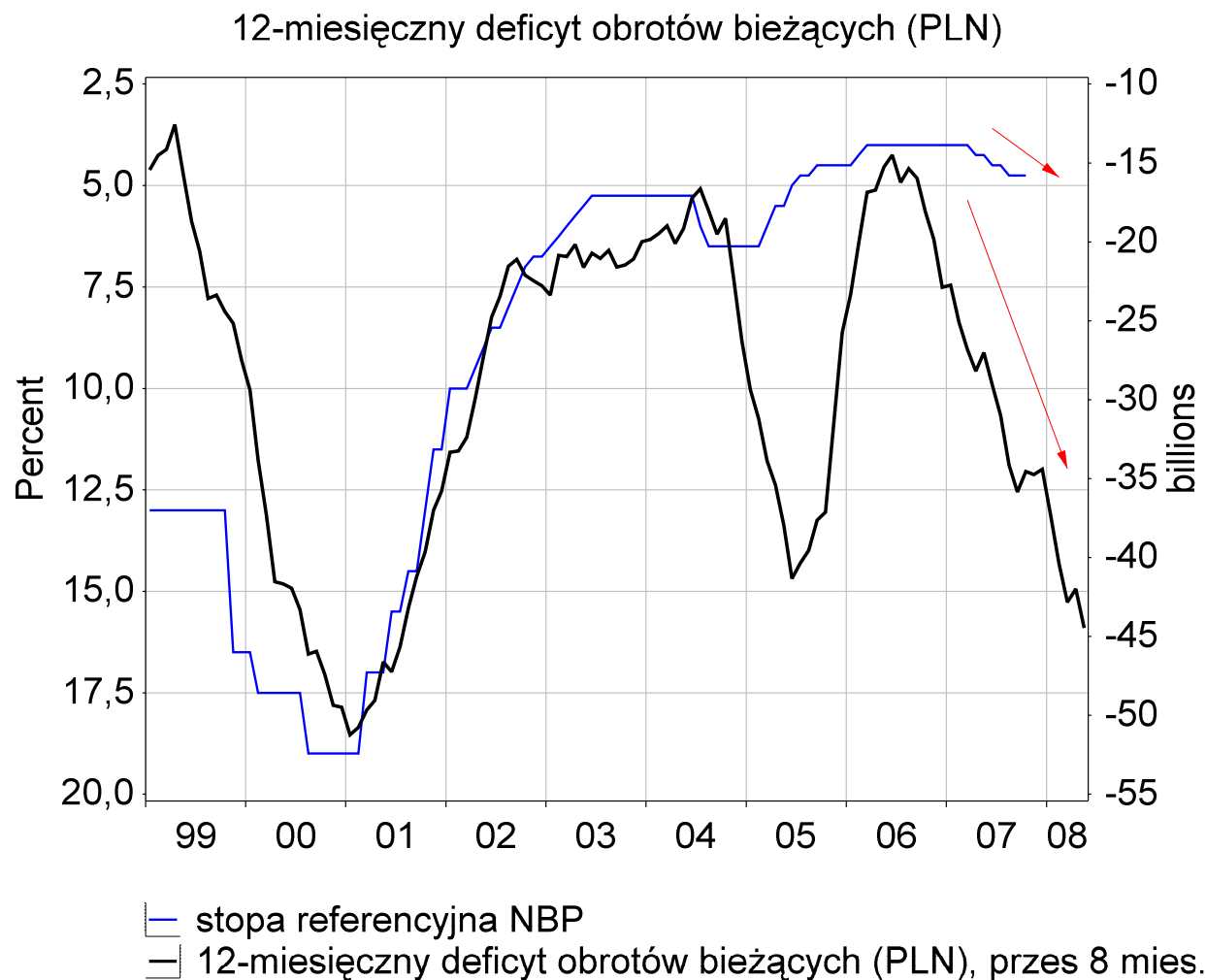
- Tu realna dynamika roczna wartości eksportu i importu wg GUS w ujęciu realnym.
- Cykliczny spadek trwa już od jakiegoś czasu.



Source: Reuters EcoWin

Deficyt obrotów bieżących już rośnie w szybkim tempie

- ... ale ujemne saldo na poziomie 4 proc. PKB może być postrzegane jako ciągle bardzo umiarkowane i może nadal rozszerzać w obecnym tempie 1-2 lata bez wystąpienia negatywnych konsekwencji (stosunek deficytu obrotów bieżących do PKB był powyżej 7 proc. w 2000 roku).

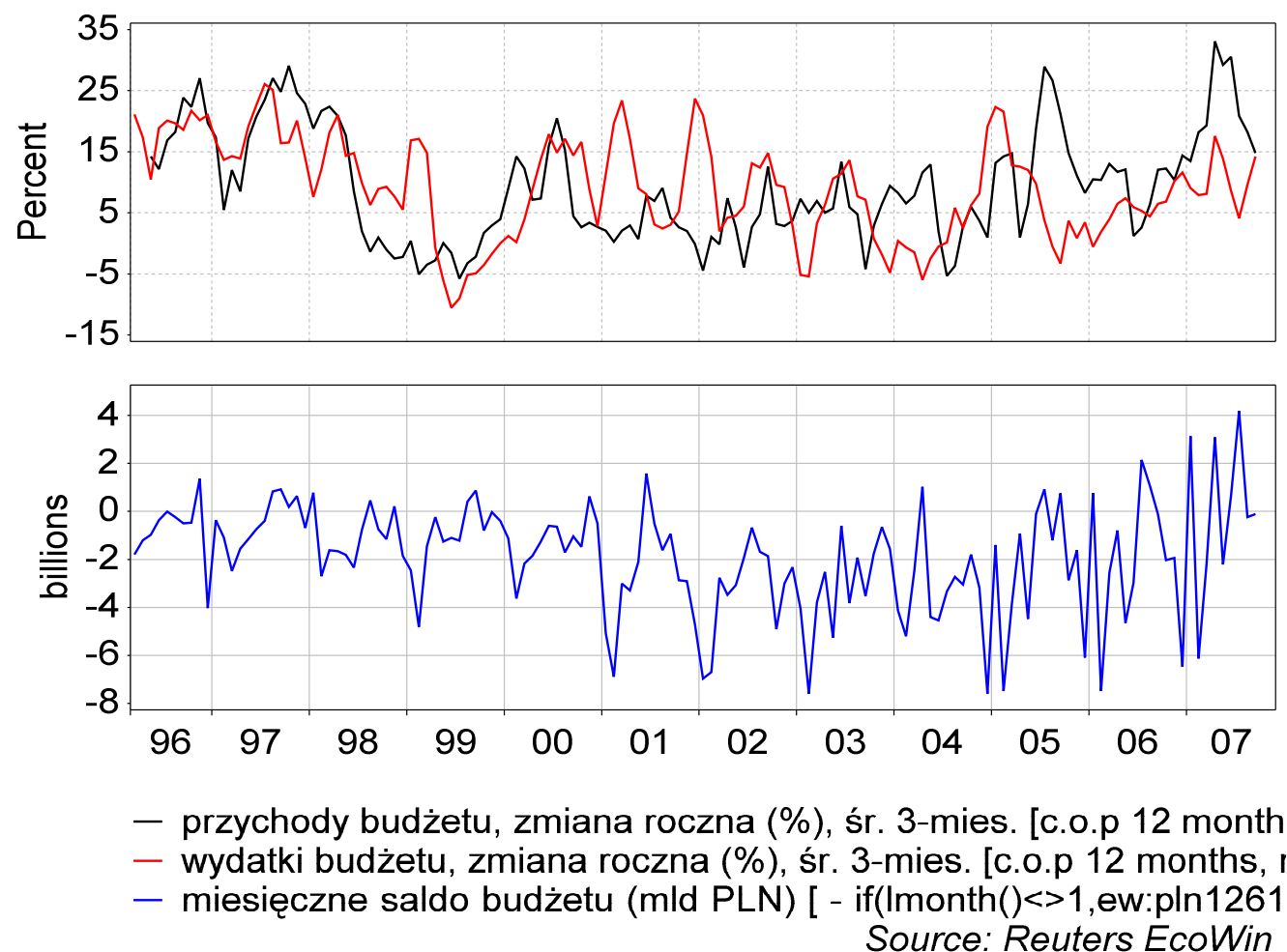


Źródło: SEB TFI, Reuters EcoWin

Szybkie tempo wzrostu gospodarczego przekłada się na dynamikę dochodów budżetu wyższą niż wydatków....

- W ostatnich miesiącach dochody budżetu rosły w rocznym tempie o kilkanaście procent przekraczającym tempo wzrostu dochodów budżetu.

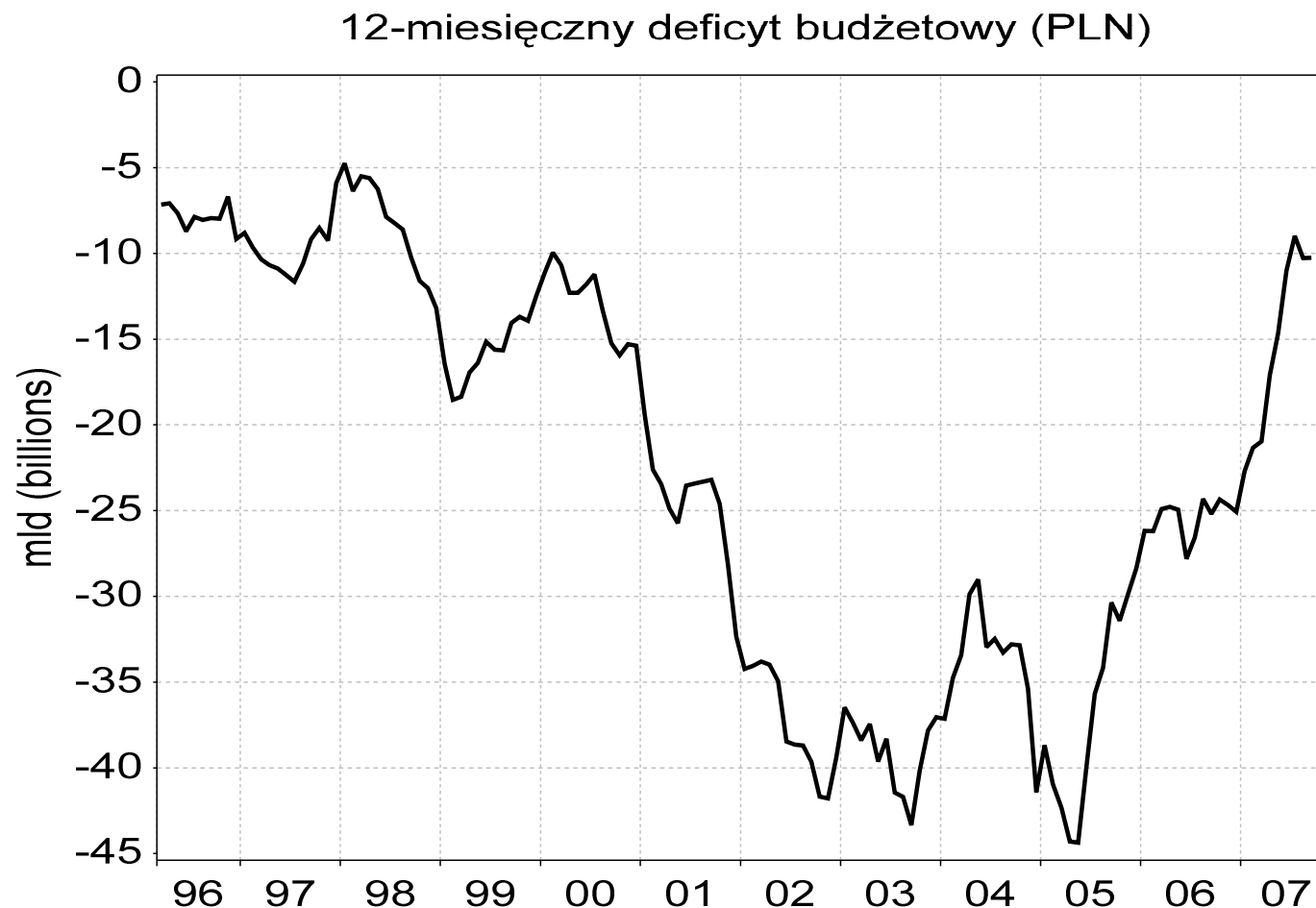
- Lipcowa nadwyżka budżetowa – 4,3 mld zł – była najwyższa w historii.



...co prowadzi do gwałtownego kurczenia się nierównowagi budżetowej.

- Ustawa budżetowa na 2007 rok zakładała 30 mld zł „planowego niedoboru”.

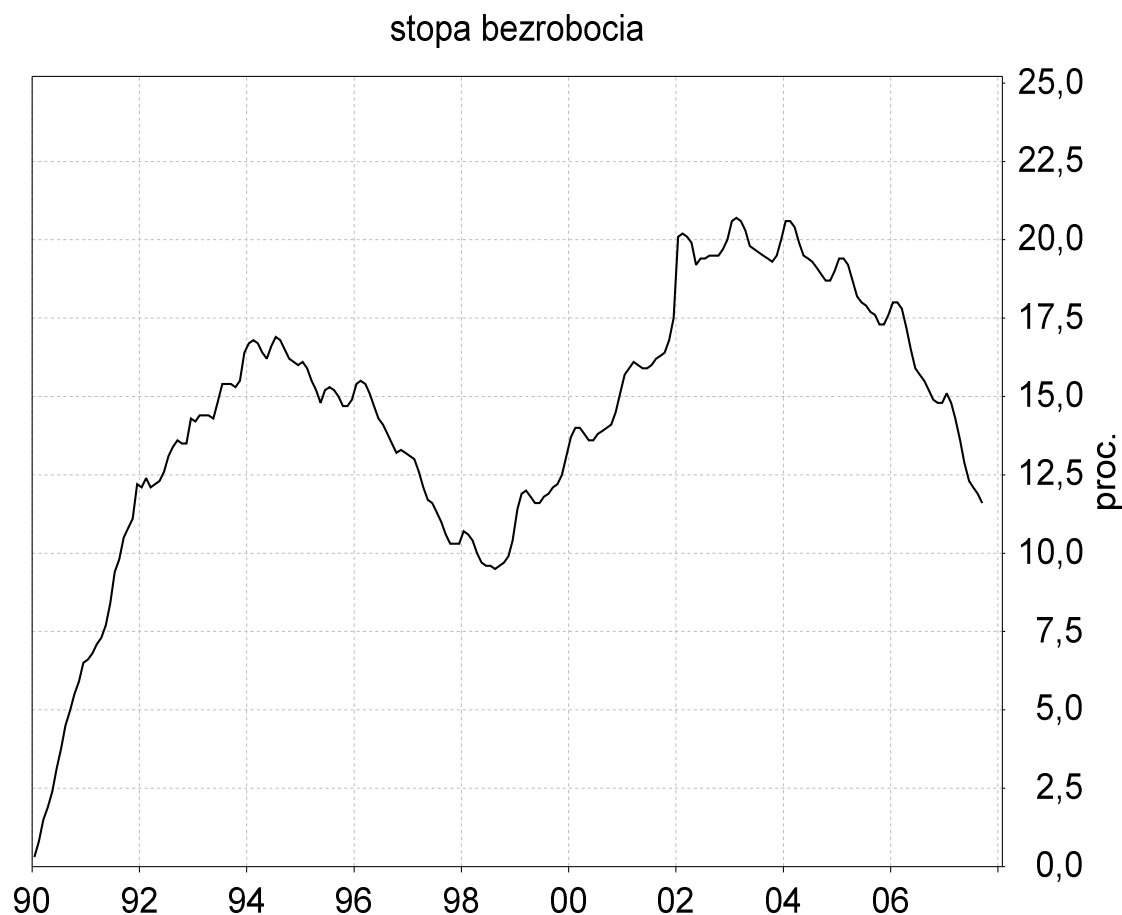
- Na koniec września 12-miesięczny deficyt wynosił już jedynie 10.3 mld zł.



Źródło: SEB TFI, Reuters EcoWin

„Boom” w gospodarce prowadzi do rekordowego tempa zatrudnienia i szybkiego spadku stopy bezrobocia.

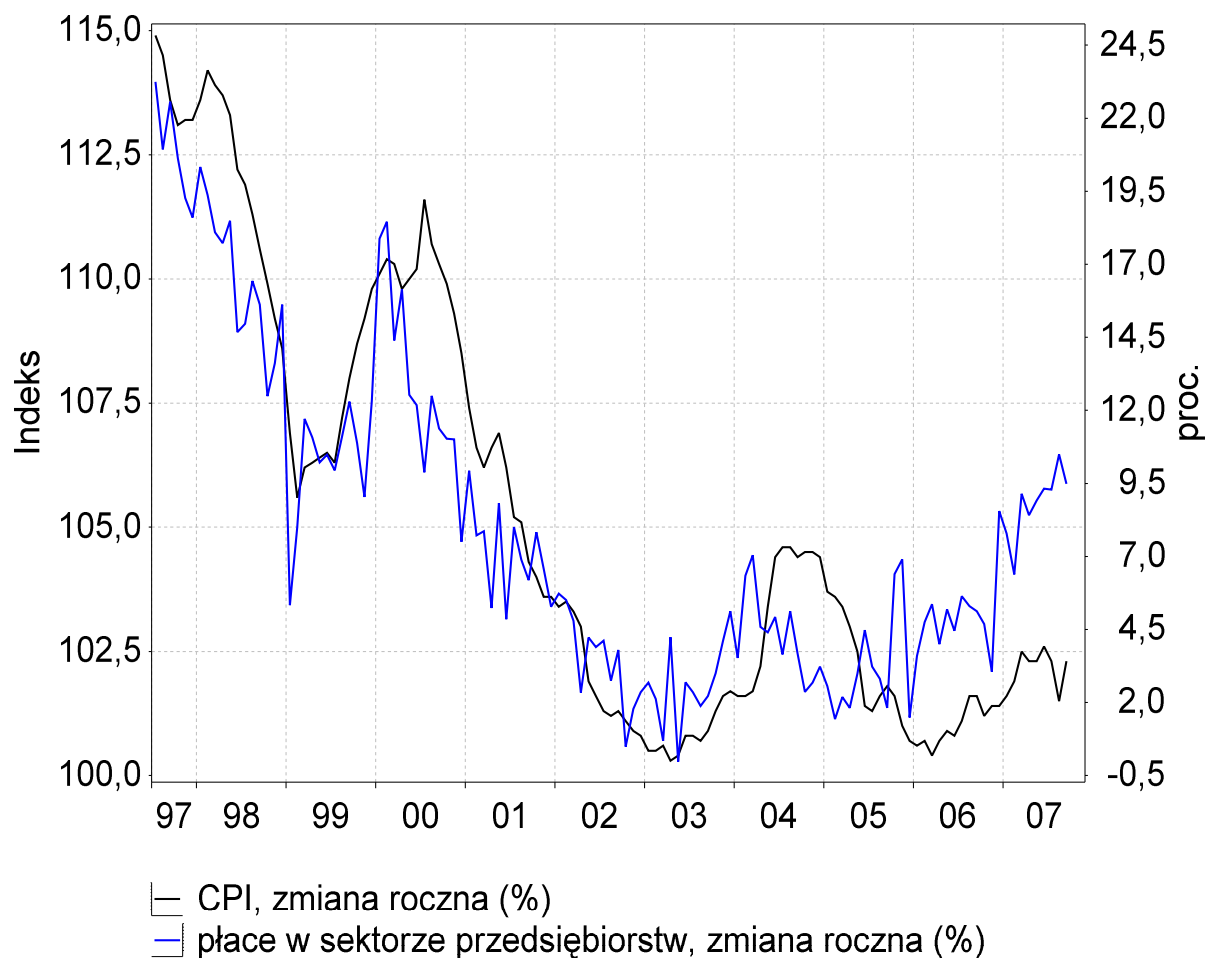
- Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw rosło w tym roku w rekordowym 4-4,4 proc. tempie.
- W połączeniu z masową emigracją zarobkową do krajów „starej UE” prowadzi do wyraźnego zacieśnienia sytuacji na rynku pracy w wielu obszarach.



Źródło: SEB TFI, Reuters EcoWin

„Zacieśnienie” na rynku pracy prowadzi do nasilenia się presji na wzrost płac...

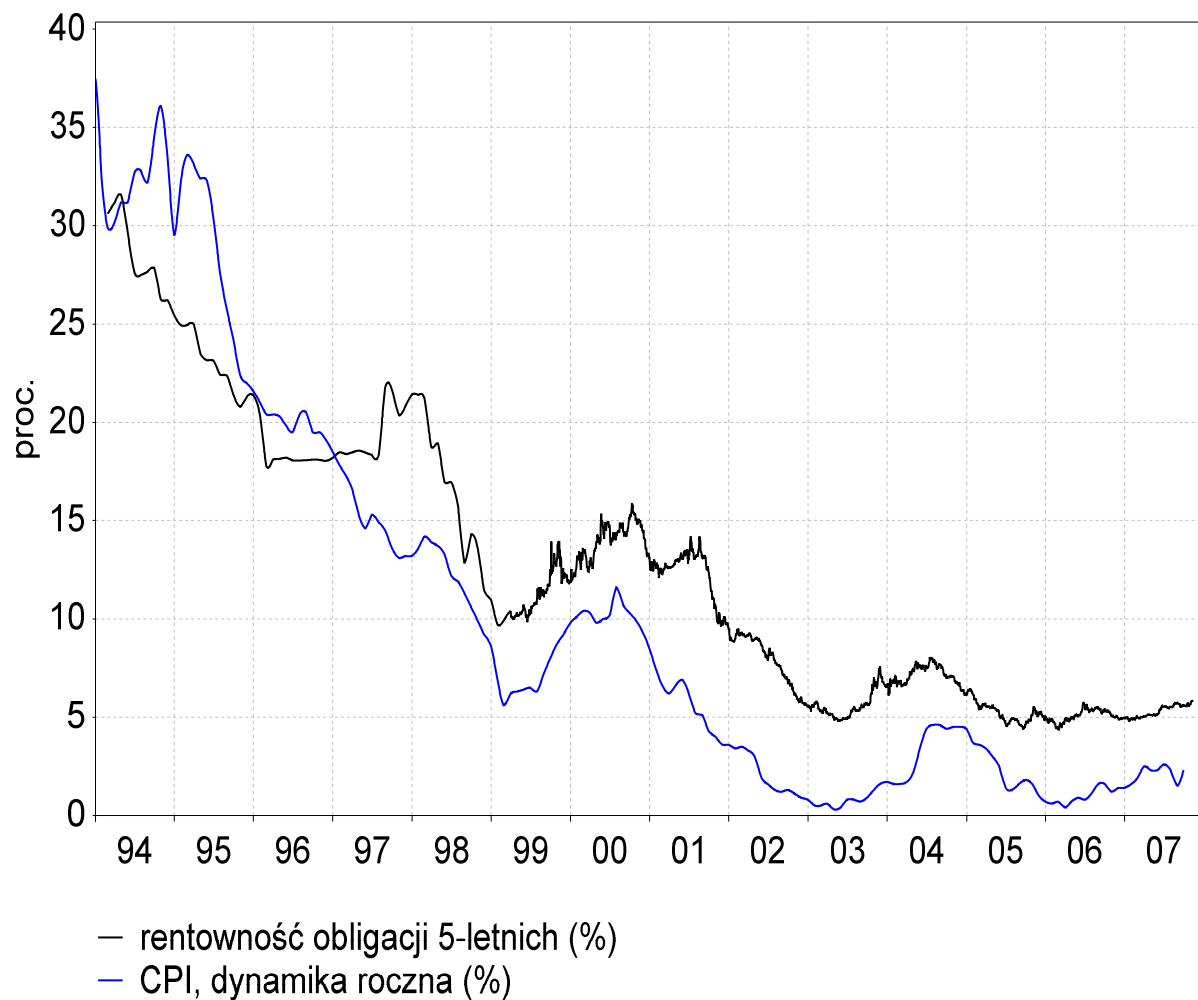
- ... co z czasem powinno przełożyć się na dynamikę wskaźników inflacji.



Źródło: SEB TFI, Reuters EcoWin

Rentowność obligacji a CPI

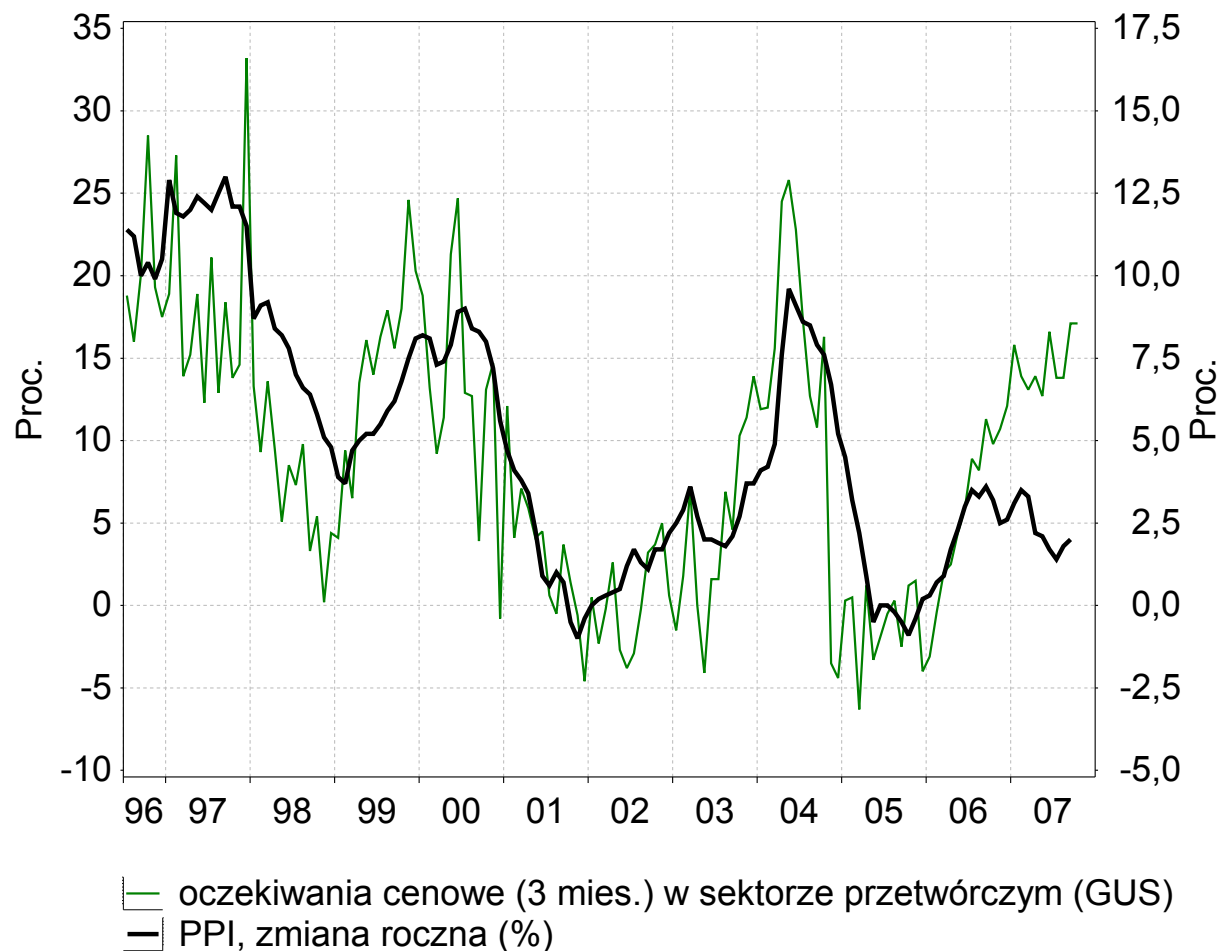
- Głównym czynnikiem determinującym poziom rentowności krajowych obligacji skarbowych jest dynamika indeksu cen detalicznych (CPI).



Źródło: SEB TFI, Reuters EcoWin

Rosną oczekiwania cenowe w sektorze przetwórczym

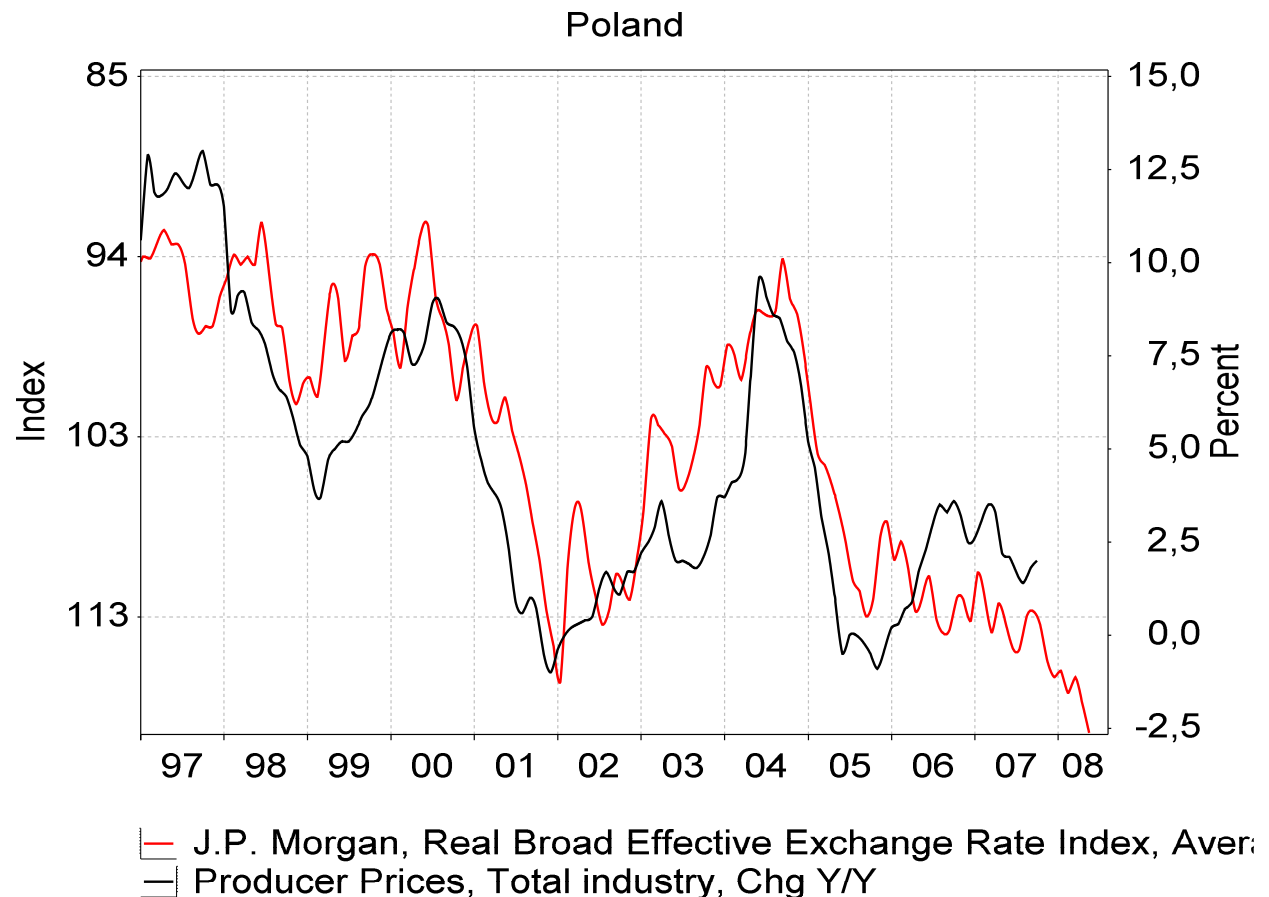
- Pomimo stabilizacji dynamiki cen produkcji przemysłowej oczekiwania cenowe przedsiębiorstw wzrosły do nowych cyklicznych szczytów. W przeszłości zmiany tych oczekiwań wyprzedzały zmianę dynamiki PPI o średnio 3 miesiące.



Źródło: SEB TFI, EcoWin

Rekordowo silny złoty jedynym czynnikiem hamującym presję cenową.

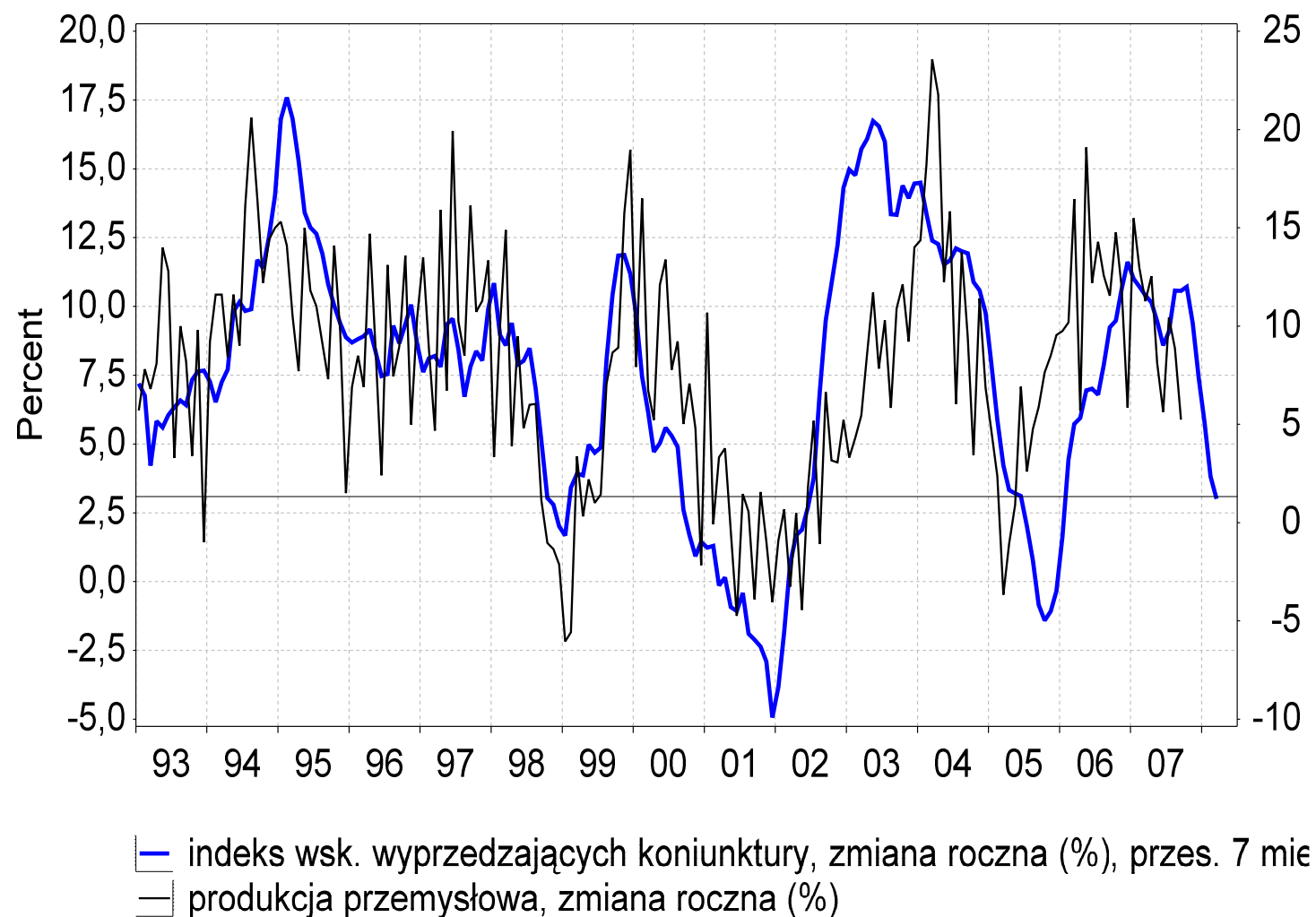
- Miara realnej siły złotego (indeks REER J.P. Morgana dla złotego) osiągnął nowe historyczne maksimum, co hamuje dynamikę wskaźników inflacji, ale równocześnie ogranicza konkurencyjność krajowego przemysłu.



Source: Reuters EcoWin

Indeks wskaźników wyprzedzających koniunktury dla Polski

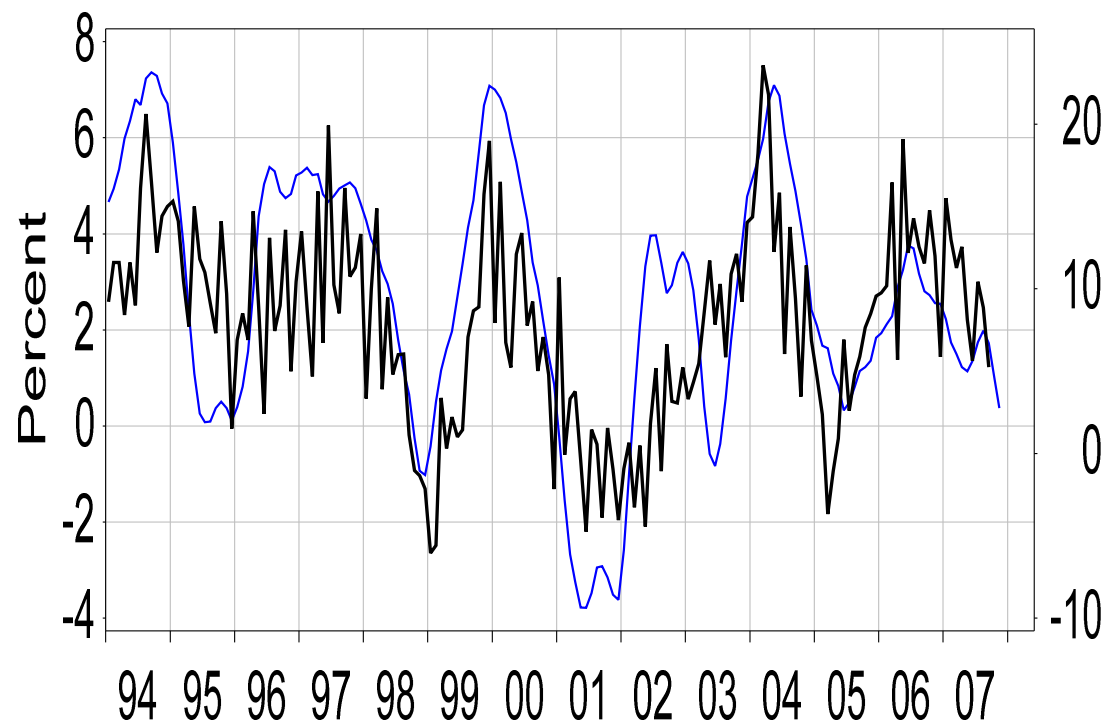
•Dynamika indeksu wskaźników wyprzedzających koniunktury dla Polski spada już od 5 miesięcy i osiągnęła poziom obserwowany wcześniej jedynie 3 razy: w 1998 roku, latach 2000-01 oraz latach 2004-05.



Źródło: SEB TFI, Reuters EcoWin

Krajowa a globalna koniunktura gospodarcza.

- Spadająca dynamika indeksu wskaźników wyprzedzających dla krajów OECD zapowiada spowolnienie również w polskiej gospodarce.

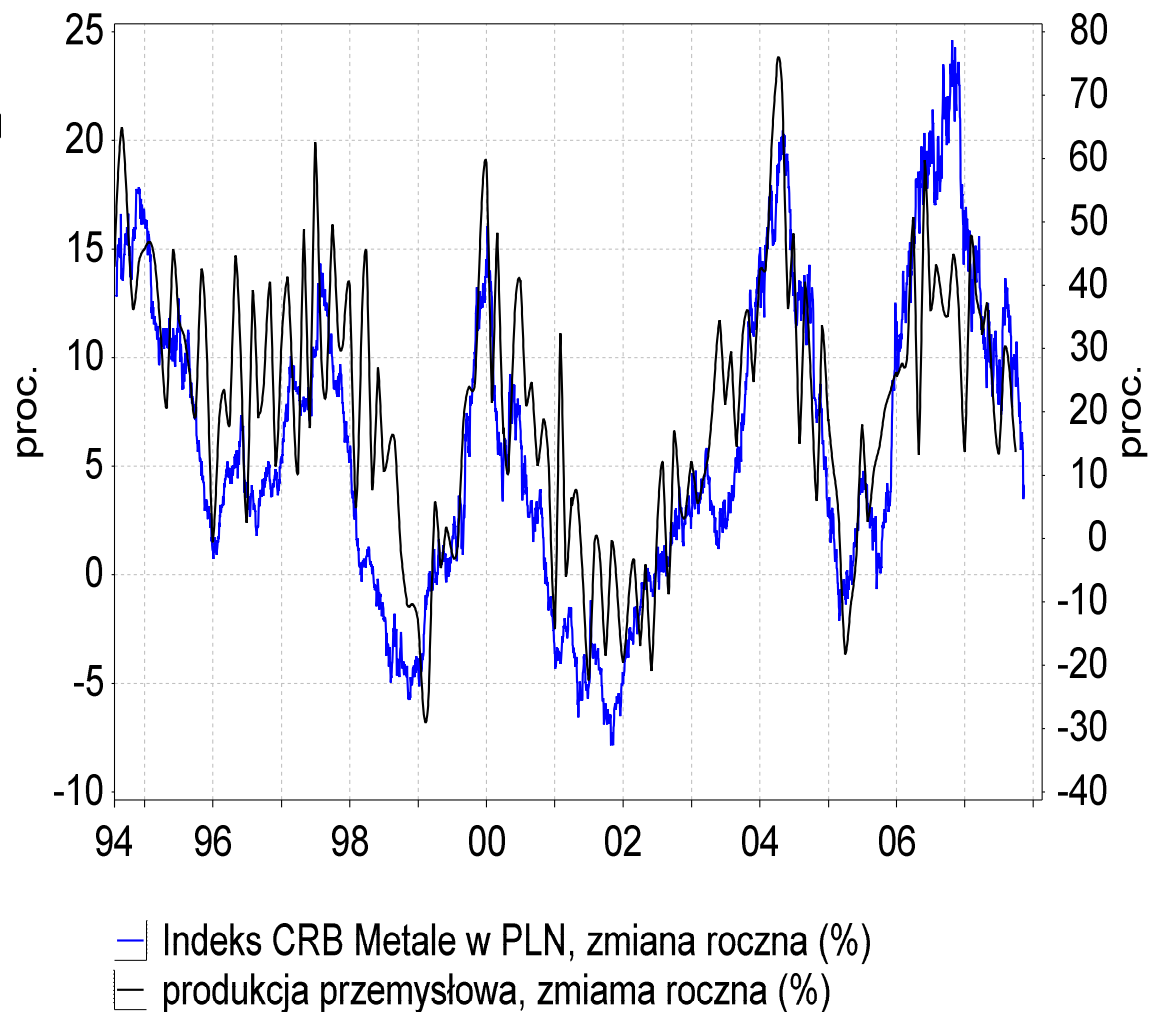


— OECD Total, Composite Leading indicators, Trend [lag 2, c.o]
— produkcja przemysłowa, zmiana roczna (%)

Source: EcoWin

Krajowa a globalna koniunktura gospodarcza.

- Spadająca dynamika indeksu wskaźników wypredzających dla krajów OECD zapowiada spowolnienie również w polskiej gospodarce.

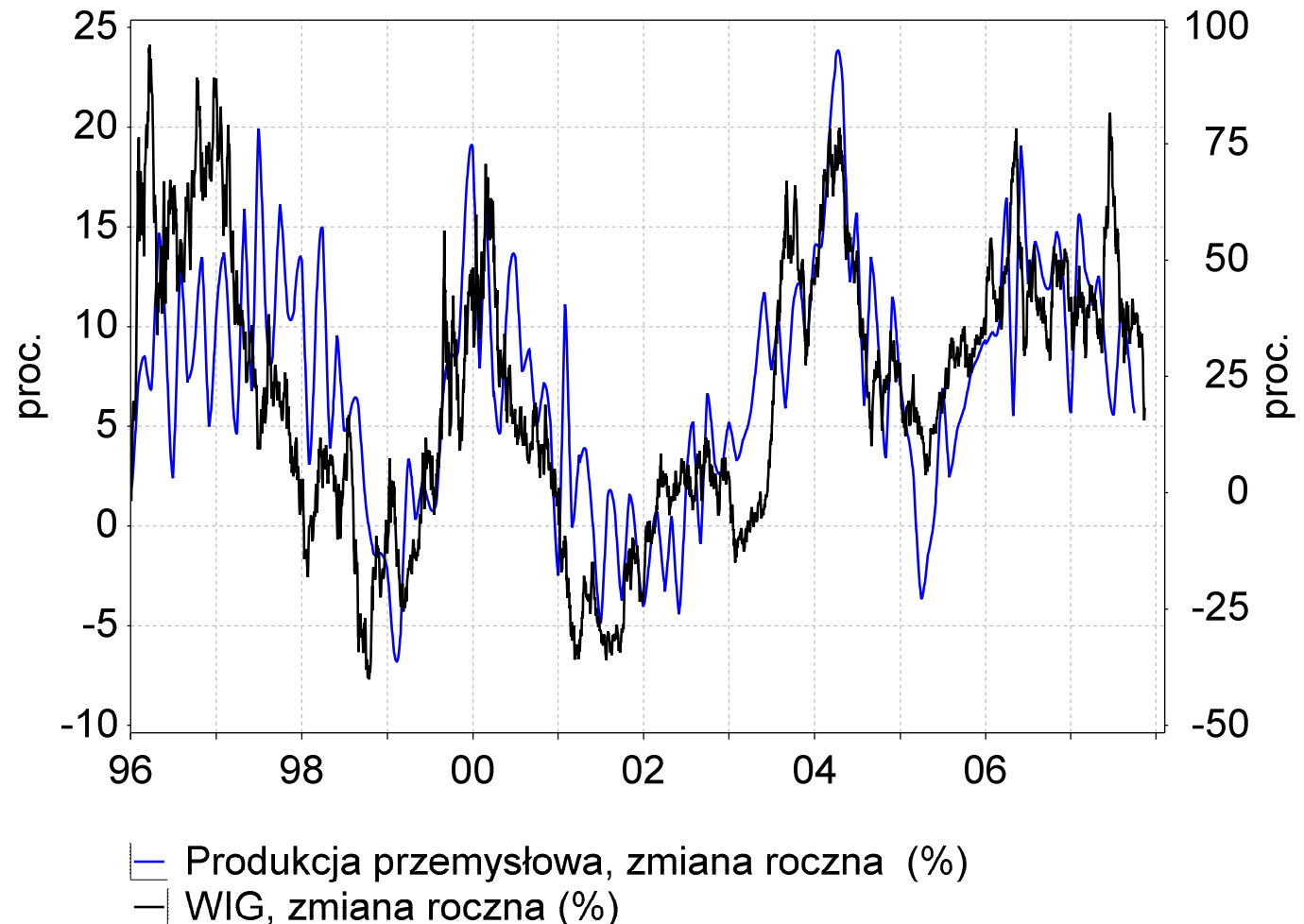


Źródło: Reuters EcoWin, SEB TFI

Rynek akcji a dynamika produkcji przemysłowej

- Krajowy rynek akcji był w minionej dekadzie bardzo wrażliwy na wahania dynamiki wzrostu gospodarczego, a w szczególności dynamiki produkcji przemysłowej.

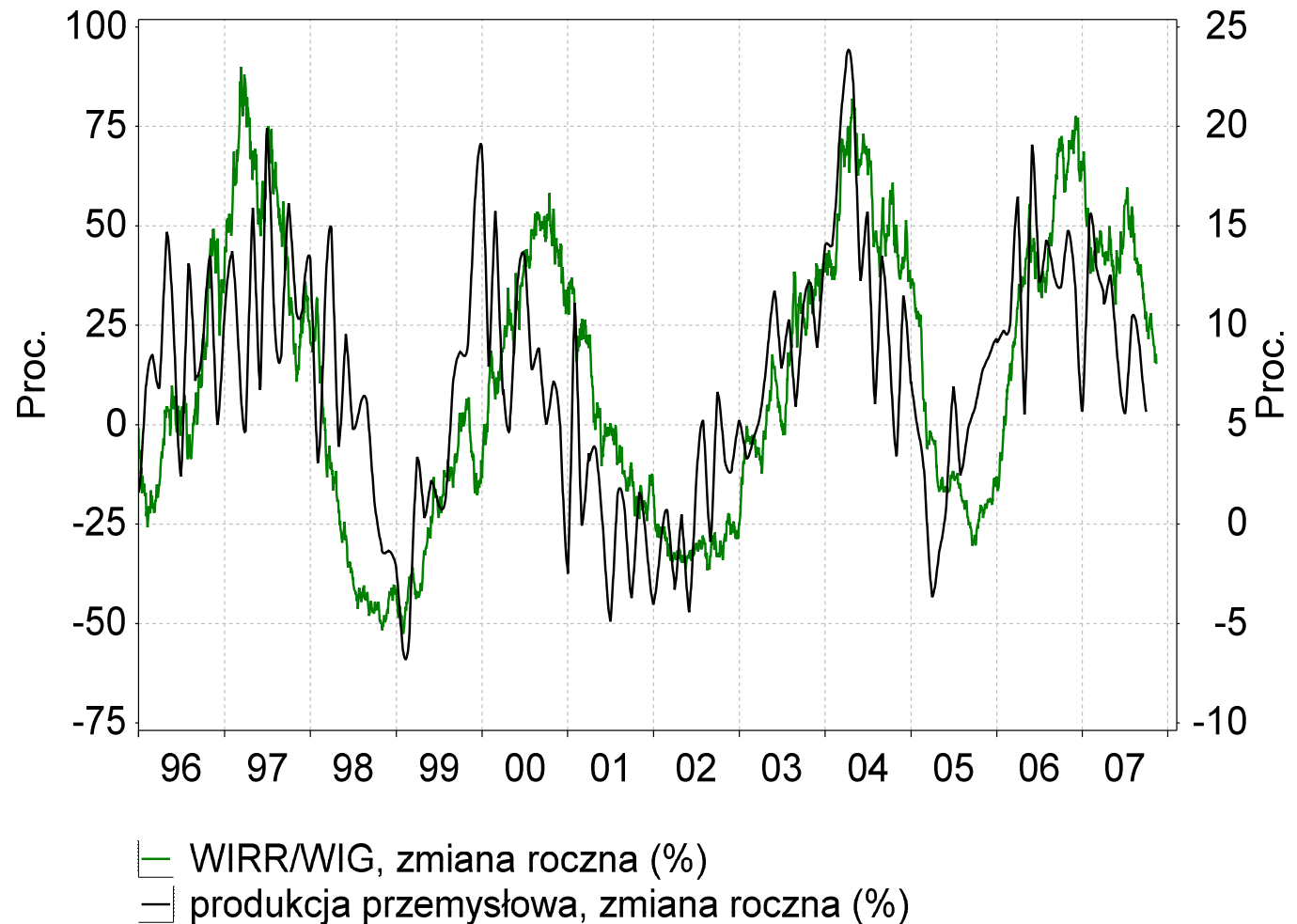
- Na rynku akcji panuje hossa, gdy produkcja przemysłowa rośnie w tempie przekraczającym 2 proc.



Źródło: Reuters EcoWin, SEB TFI

Zmiany względnej siły małych spółek a produkcja przemysłowa

- Małe spółki – sWIG-80 (WIRR) są lepsze od WIG-u, gdy produkcja przemysłowa rośnie w tempie przekraczającym 5 proc.

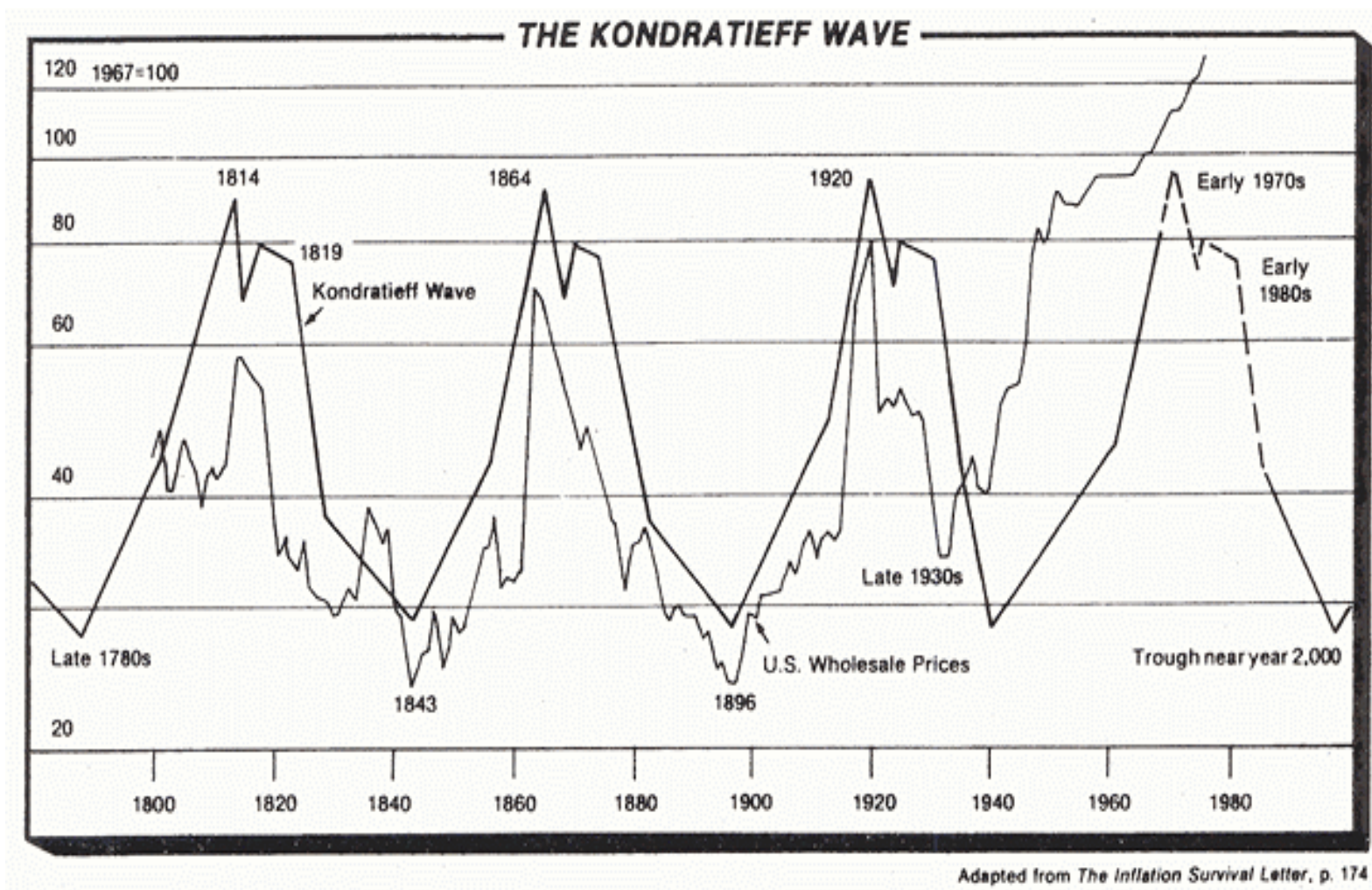


Źródło: SEB TFI, Reuters EcoWin

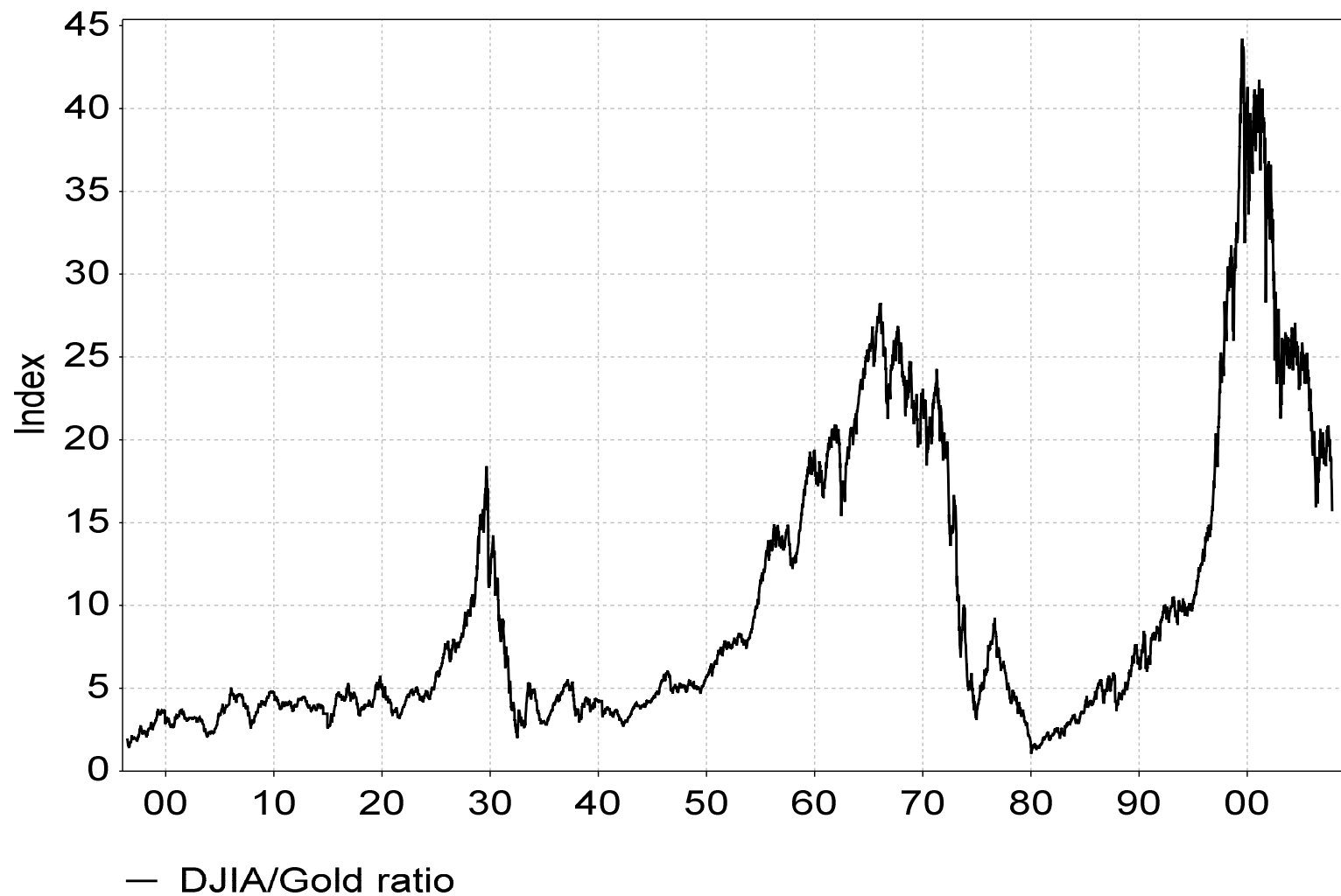
Cykle koniunkturalne i rynkowe

- „Podstawowy” cykl koniunkturalny: zwykle 3-5 lata (spowolnienie-ożywienie), „cykl zapasów”, cykl stóp procentowych, „cykl Kitchena”
- „Duży” cykl koniunkturalny: zwykle ok. 10 lat, cykl inwestycji w gospodarce, cykl „recesja-recesja”, „cykl Juglara”
- Ok. 35-40 letni cykl „aktywa finansowe-aktywa trwałe (cykl DJIA/złoto)
- Cykl Kondratiewa – cykl cen surowców
- Cykl prezydencki
- Cykl sezonowy
- Cykl 40-tygodniowy
- Cykl dekadowy - cykl dekadowy: tajemnicza skłonność rynków finansowych do formowania szczytów kluczowych „baniek inwestycyjnych” dokładnie na przełomie dekad (szczyt DJIA latem 1929, szczyt ceny złota w styczniu 1980 roku, szczyt Nikkei w grudniu 89, szczyt Nasdaq w marcu 2000).
- Anatomia pękającej „bańki inwestycyjnej”.

Cykl Kondratiewa

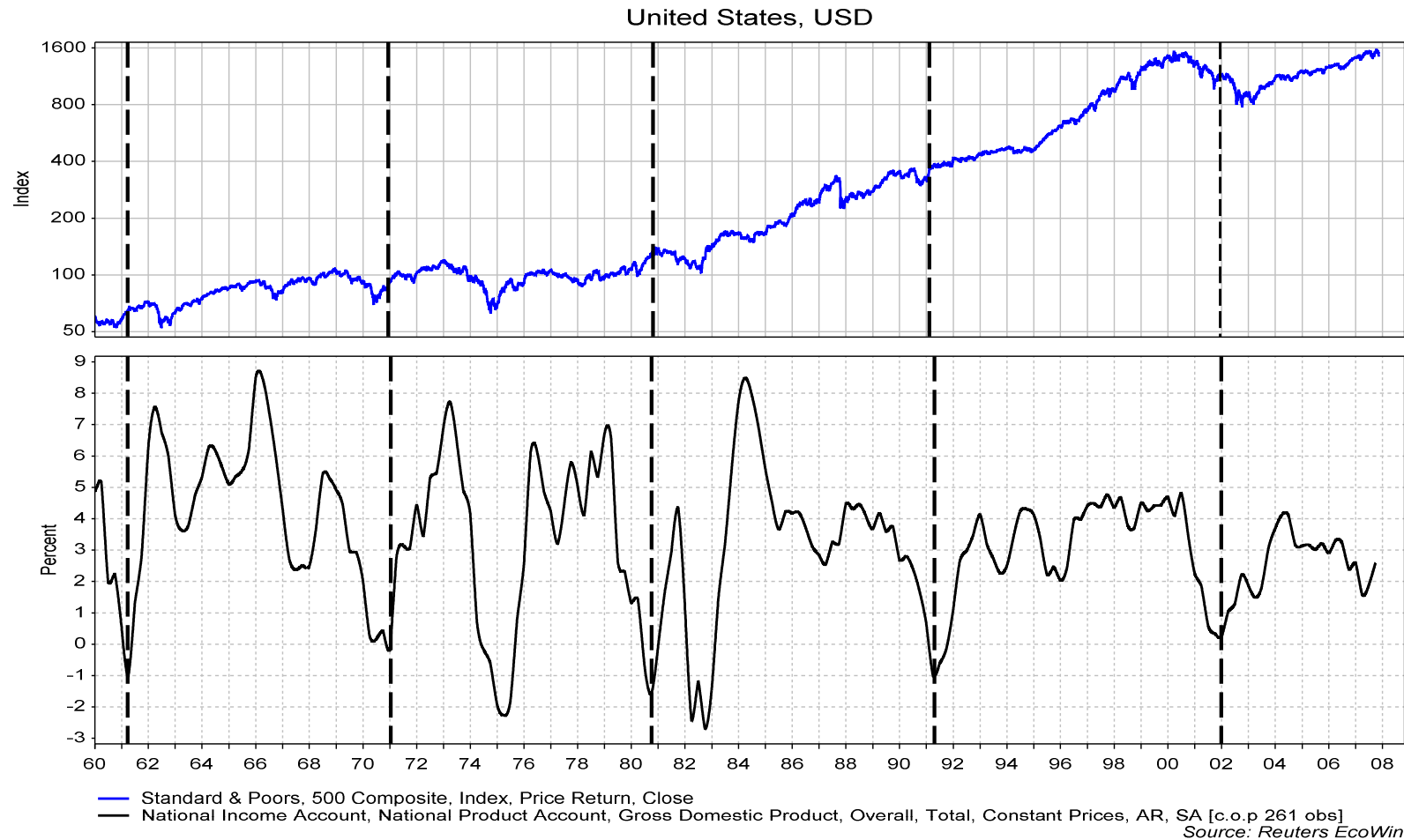


Cykl aktywa finansowe/ aktywa trwałe



Source: Reuters EcoWin

„Duży” cykl koniunkturalny (cykl inwestycji, cykl recesji w globalnej gospodarce)

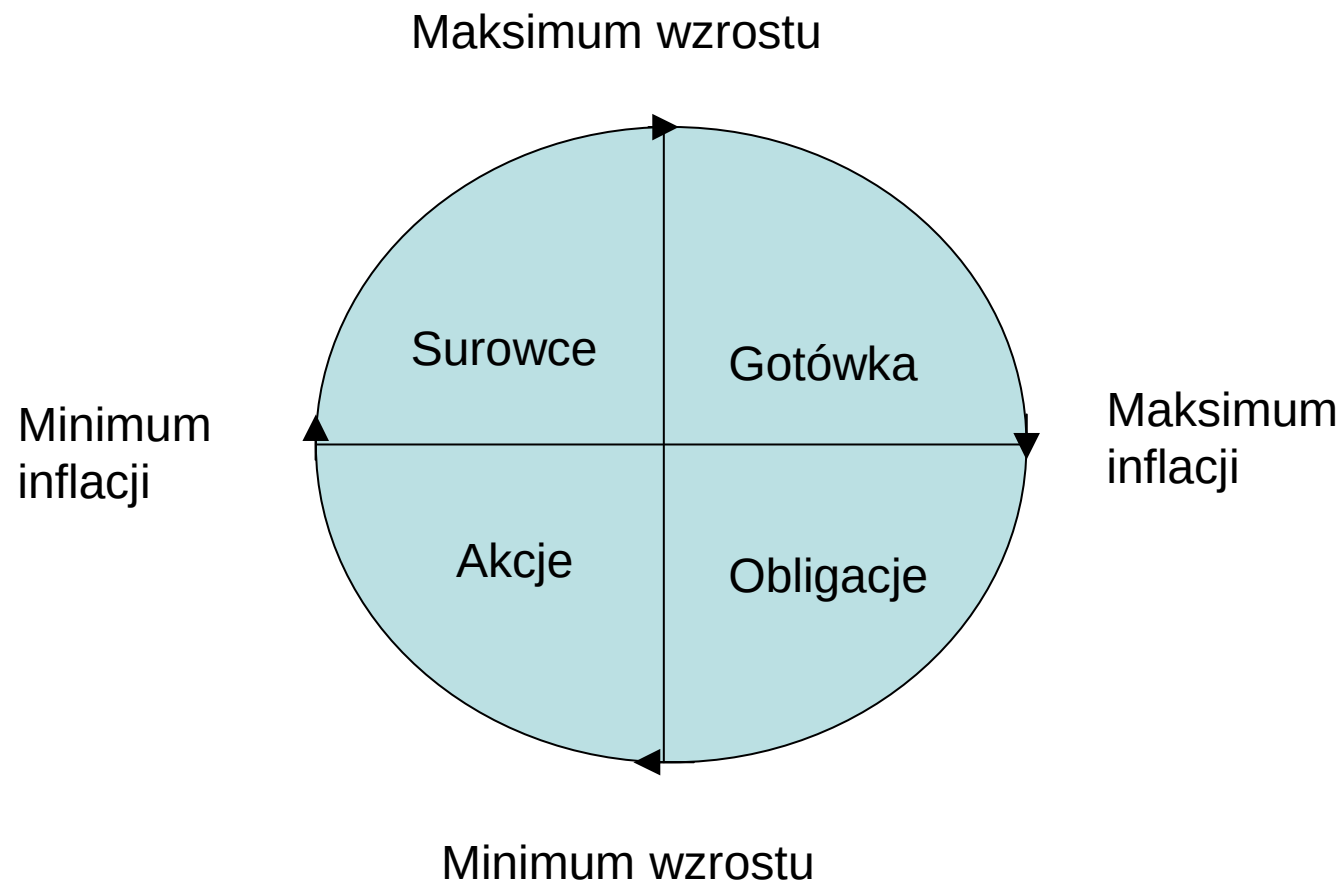


„Mały” cykl koniunkturalny (cykl zapasów, cykl stóp procentowych).



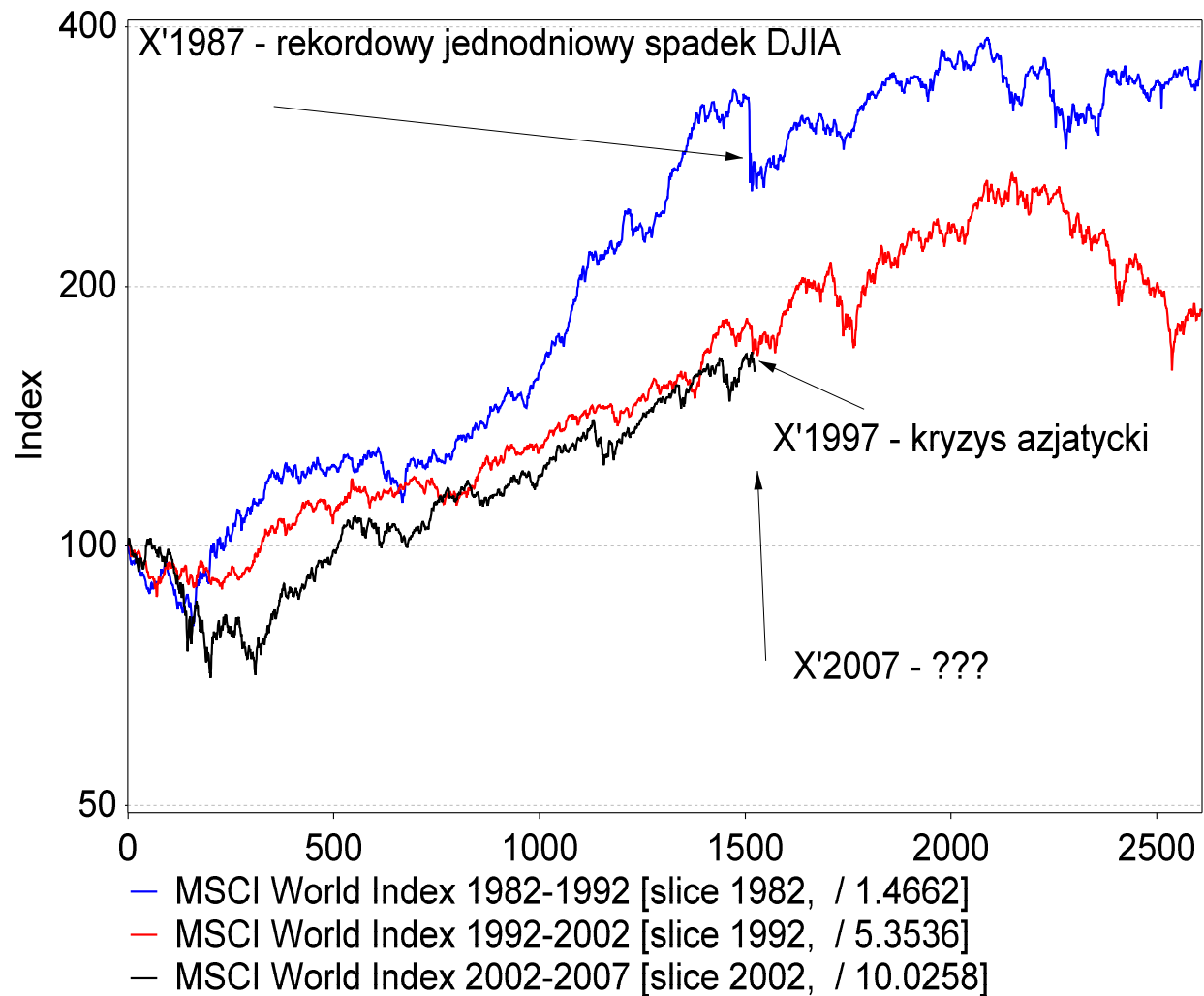
Source: Reuters EcoWin

Alokacja aktywów w ramach cyklu koniunkturalnego



Wzorzec dekadowy

- Uwaga na październiki 7-ego roku dekady!

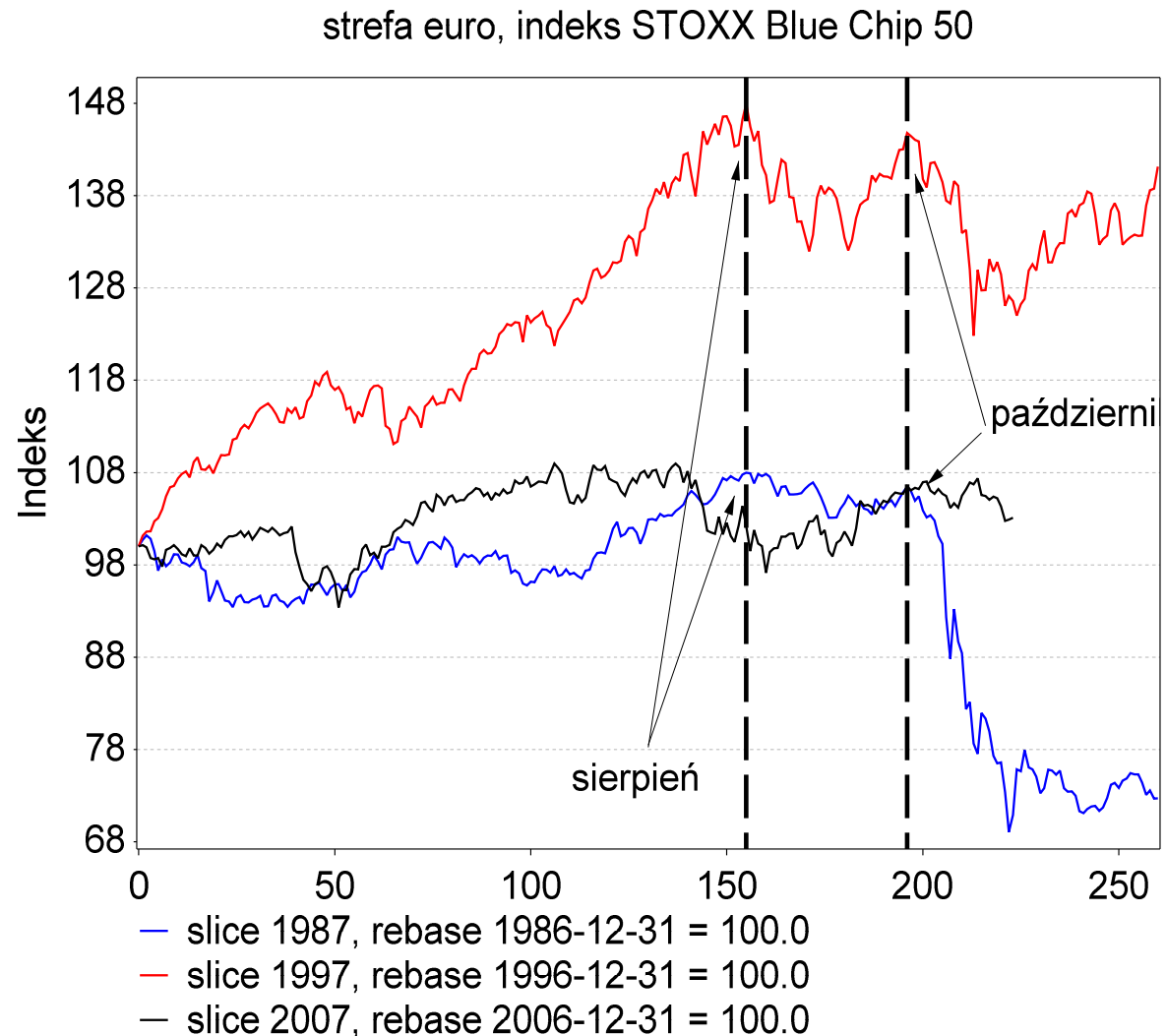


Source: Reuters EcoWin

Analogia pomiędzy rokiem 2007 a 1997 i 1987

- Sytuacja w gospodarce i na rynkach przypomina obecnie tą sprzed 10 i 20 lat. W oparciu o tą analogię można oczekiwać kontynuacji wzrostów cen akcji do sierpnia, następnie stabilizacji do początku października oraz silnej korekty cen na początku IV kw.

- W latach 2008-2008 można oczekiwać kontynuacji wzrostu cen akcji (choć już w łagodniejszym tempie).



Źródło: SEB TFI, Reuters EcoWin

4-letni cykl „prezydencki”

Strategia 1:

Kup akcje na ostatniej sesji października roku, który wypada 2 lata po wyborach prezydenckich w USA (1998, 1994, 1990, itd.)...

...trzymaj je 2 lata...

...a następnie sprzedaj je na ostatniej sesji października w roku wyborów prezydenckich w USA (2000, 1996, 1992, itd.)...

...i przez następne 2 lata trzymaj gotówkę...

... i w ten sam sposób postępuj co 4 lata.

Strategia 2:

Kup akcje na ostatniej sesji października w roku wyborów prezydenckich w USA (2000, 1996, 1992, itd.)

...trzymaj je 2 lata...

...a następnie sprzedaj je na ostatniej sesji października w roku, który wypada 2 lata po wyborach prezydenckich w USA (1998, 1994, 1990, itd.)...

...i przez następne 2 lata trzymaj gotówkę...

... i w ten sam sposób postępuj co 4 lata.

4-letni cykl „prezydencki”

Jaki wynik dały obie strategie na rynku w USA w okresie 1944-2002, który przyniósł 69-krotny wzrost wartości indeksu S&P 500 (z 12,8 do 885,8 pkt) ?

Strategia 1 dała łączny zysk w wysokości **3824 proc.** (nie licząc oprocentowania 14 2-letnich depozytów gotówkowych dokonanych w tym okresie).

Średni zysk z 2-letniej inwestycji w akcje wyniósł **30,7 proc.** (mediana **32 proc.**)

Strategia 2 dała łączny zysk w wysokości **77 proc.** (nie licząc oprocentowania 14 2-letnich depozytów gotówkowych dokonanych w tym okresie).

Średni zysk z 2-letniej inwestycji w akcje wyniósł **7 proc.** (mediana **9 proc.**)

Cykl sezonowy

Strategia 1:

Kup akcje na ostatniej sesji października...
...trzymaj je pół roku...
...a następnie sprzedaj je na ostatniej sesji kwietnia...
...i przez następne pół roku trzymaj gotówkę...
... i w ten sam sposób postępuj co roku.

Strategia 2:

Kup akcje na ostatniej sesji kwietnia...
...trzymaj je pół roku...
...a następnie sprzedaj je na ostatniej sesji października...
...i przez następne pół roku trzymaj gotówkę...
... i w ten sam sposób postępuj co roku.

Cykl sezonowy

Jaki wynik dały obie strategie na rynku w USA w okresie 1944-2002, który przyniósł prawie 62-krotny wzrost wartości średniej przemysłowej Dow Jonesa (ze 136 do 8400 pkt.) ?

Strategia 1 (kupno październik – sprzedaż kwiecień) przyniosła **61,7-krotny zysk** (nie licząc zysków płynących z oprocentowania 58 półrocznych depozytów gotówkowych dokonanych w tym czasie).

Strategia 2 (kupno kwiecień – sprzedaż październik) przyniosła łączny **zysk w wysokości 0,8 proc.** (słownie: osiem dziesiątych procenta w ciągu 58 lat, nie licząc zysków płynących z oprocentowania 58 półrocznych depozytów gotówkowych dokonanych w tym czasie).

6070 procent zysku wobec **0,8 procent zysku!**

Analogiczne wyliczenia dla S&P 500 to:

5150 procent zysku dla Strategii 1 oraz **76 proc. zysku** dla Strategii 2.

Cykl sezonowy

W omawianym okresie
dla DJIA

średni zysk w okresie koniec października-koniec kwietnia wynosił 7,8 proc.
(mediana 7,6 proc.).

średni zysk w okresie koniec kwietnia-koniec października wynosił 0,4 proc.
(mediana 3,1 proc.).

dla S&P 500

średni zysk w okresie koniec października-koniec kwietnia wynosił 7,2 proc.
(mediana 6,2 proc.).

średni zysk w okresie koniec kwietnia-koniec października wynosił 1,4 proc.
(mediana 2,3 proc.).

Cykl sezonowy

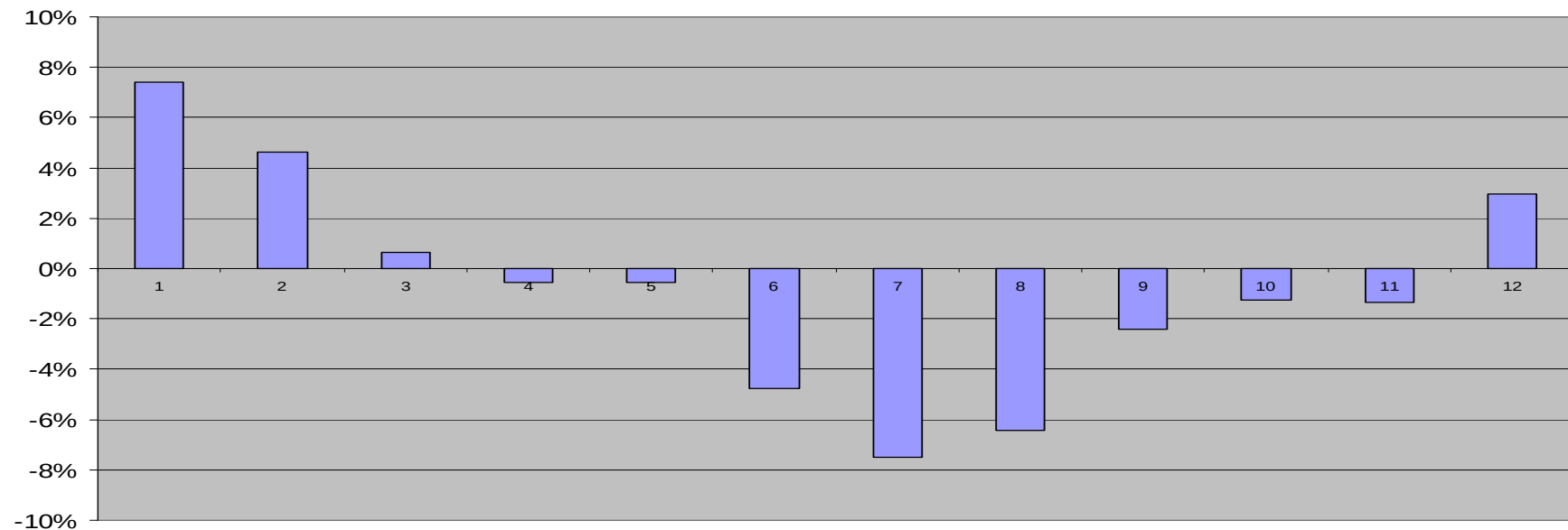
Porównanie 12 sezonowych strategii dla DJIA

(1-kup koniec października-sprzedaj koniec kwietnia,

2-kup koniec listopada-sprzedaj koniec maja, ...,

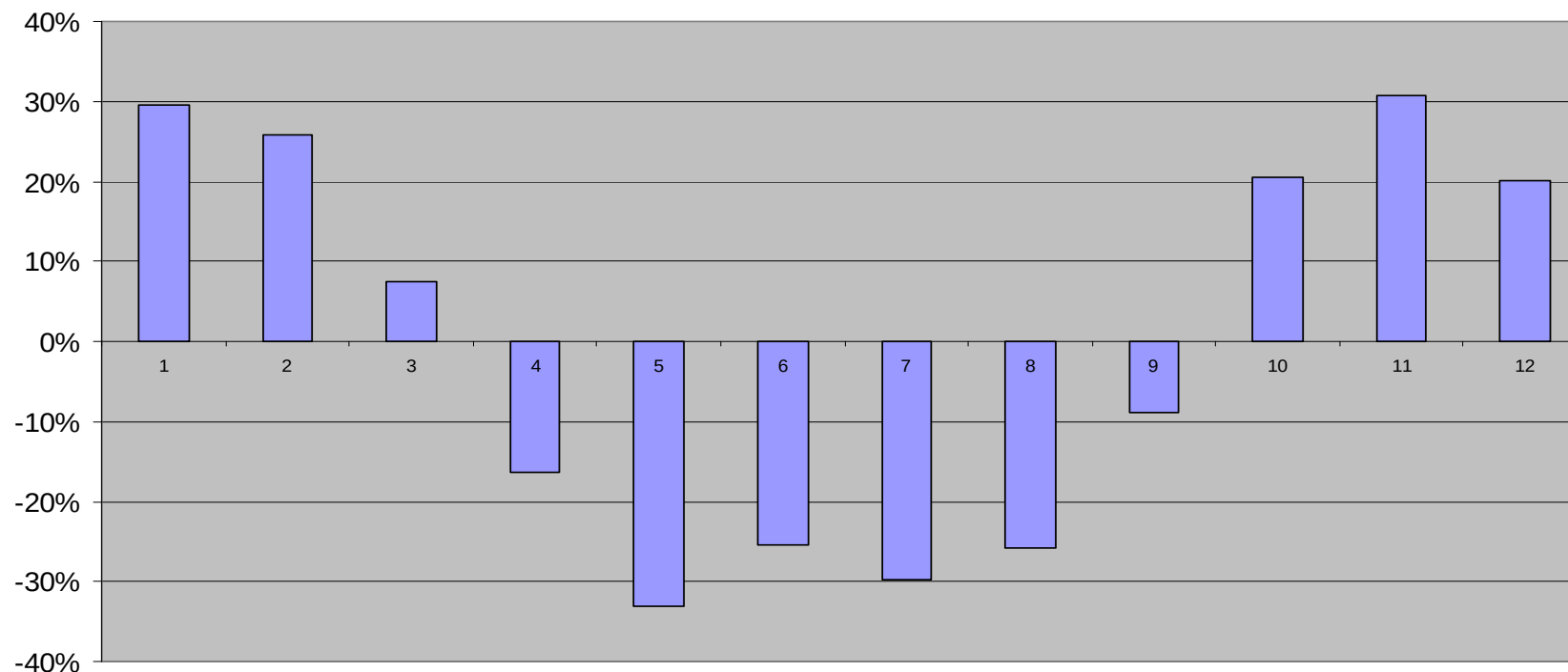
12-kup koniec września-sprzedaj koniec marca).

Na wykresie przedstawiono dla wszystkich 12 strategii różnicę pomiędzy średnim zyskiem z akcji dla obu półrocznych okresów (przykładowo dla strategii 1 średni zysk w półroczu listopad-kwiecień minus średni zysk z akcji w okresie maj-październik)



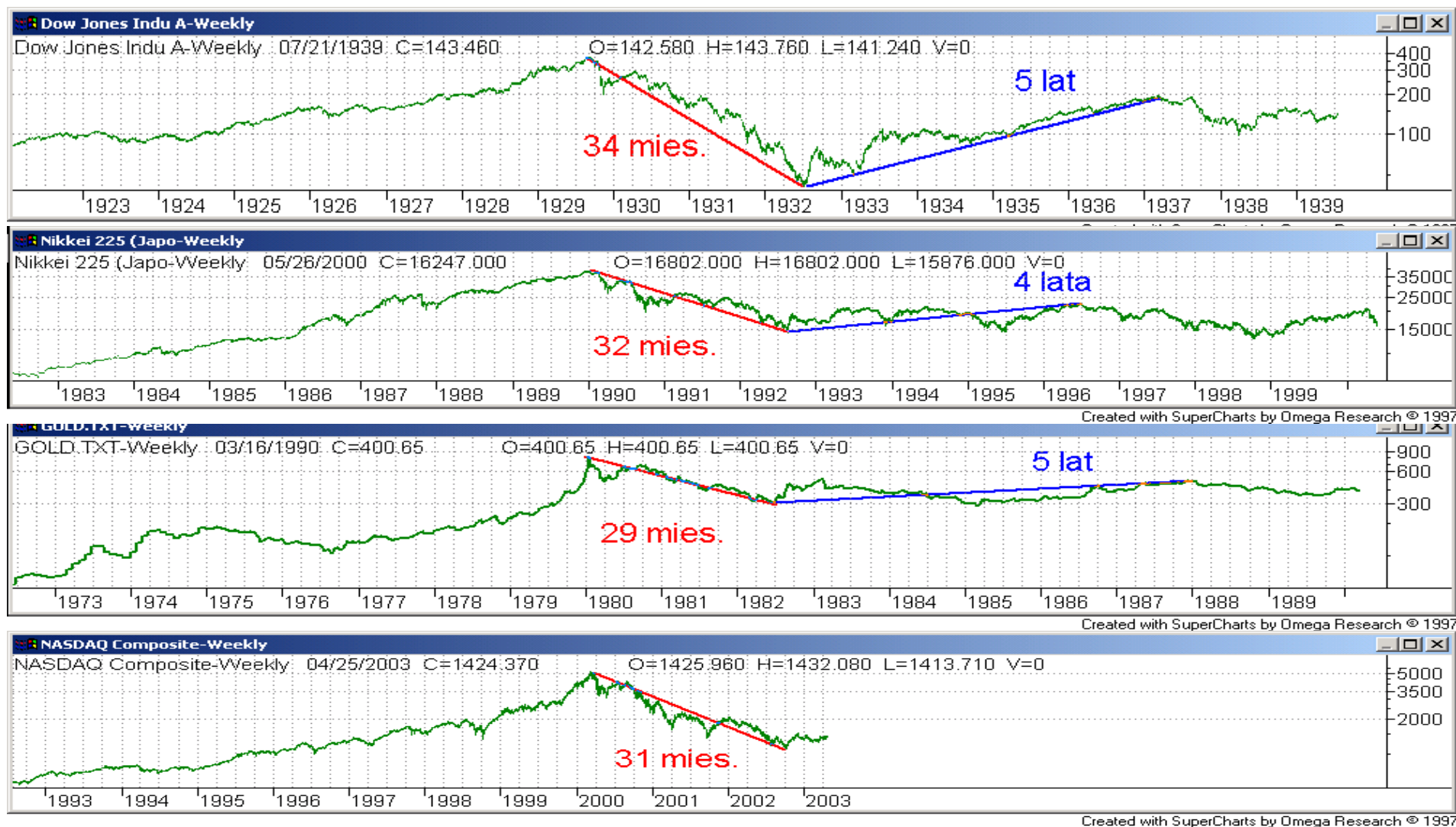
Cykl sezonowy

Porównanie 12 sezonowych strategii dla WIG-u



Stosowanie Strategii 1 (kup w październiku, sprzedaj w kwietniu) dało od 1991 roku zysk **900 proc.**, strategii odwrotnej (kup w kwietniu, sprzedaj w październiku) zysk **49 proc.** (bez uwzględnienia oprocentowania depozytów). Dla GPW minimalnie lepszym od październikowego okresem zakupów był sierpień (a sprzedaży luty). (Uwaga: obliczenia dla median zamiast średnich by uniknąć zaburzającego wpływu hossy z 1993 roku)

Anatomia pękającej „bańki inwestycyjnej”

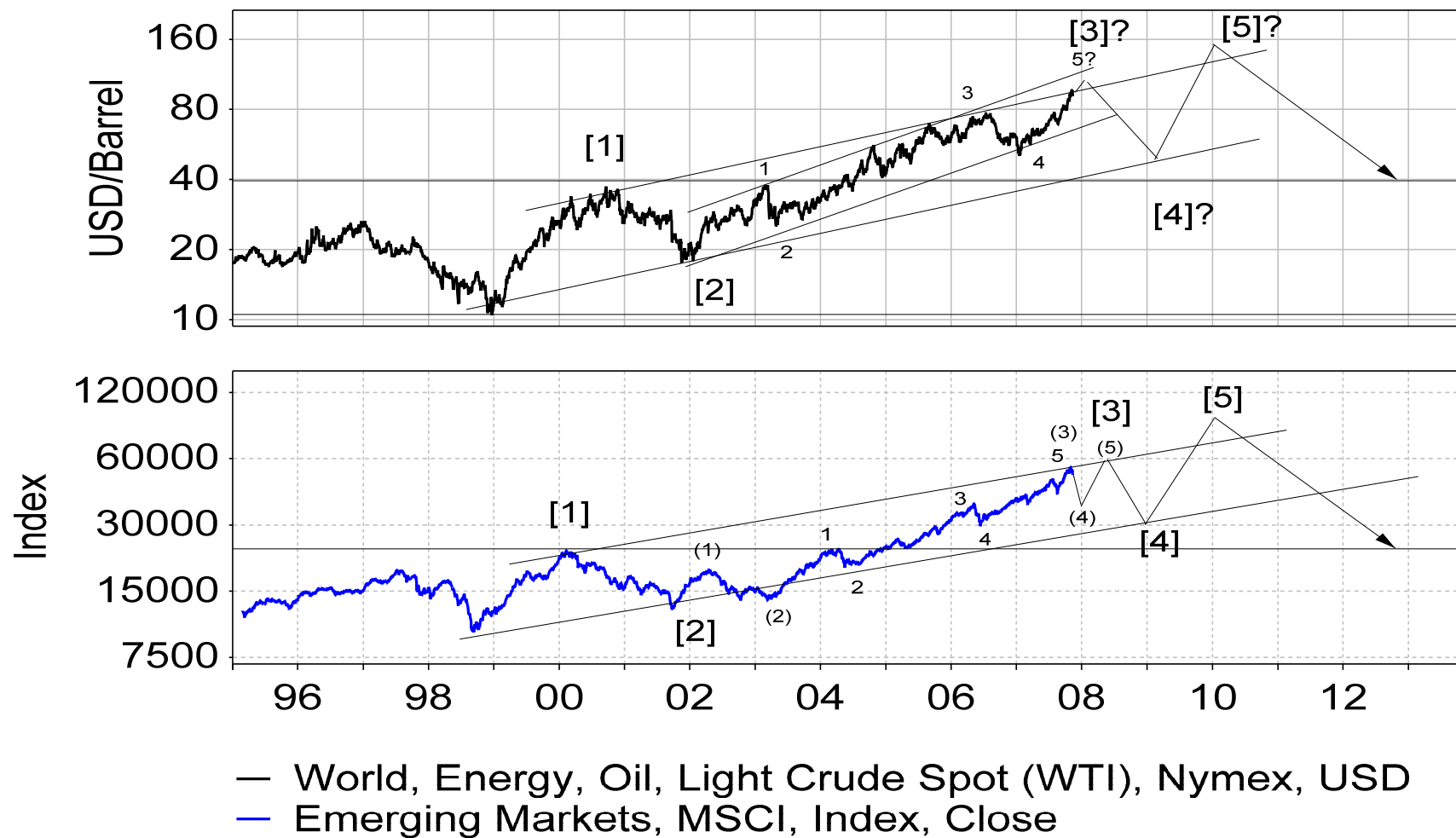


Zamiast podsumowania:

„Emerging Markets” w obecnej dekadzie = Nasdaq w latach 90-tych:

- W latach 90-tych, gdy ceny surowców były niskie i spadały, kapitał odpływał z peryferii – gdzie skoncentrowane są surowce - i płynął do USA, gdzie finansował rewolucję w sektorze informatyczno-telekomunikacyjnym.
- W obecnej dekadzie, gdy ceny surowców są wysokie i rosną, kapitał odpływa z krajów rozwiniętych (głównie USA) importujących surowce i płynie na peryferia, czyli na EM.
- Odpływ kapitału z peryferyjnych „rynków wschodzących” powodował w latach 90-tych cykliczne kryzysy finansowe na peryferiach (Meksyk 1994/5, Azja Południowo-Wschodnia 1997, Rosja 1998, Argentyna (2001)).
- W obecnej dekadzie odpływ kapitału z krajów rozwiniętych (głównie USA) powoduje kryzysy finansowe w światowych centrach finansowych.
- Napływ kapitału do USA w latach 90-tych powodował umacnianie się dolara i hossę na Wall Street.
- W obecnej dekadzie napływ kapitału na peryferia powoduje umacnianie się walut krajów zaliczanych do „emerging markets” i hossę na peryferyjnych rynkach akcji.
- W latach 90-tych kryzysy na EM powodowały jedynie 3-miesięczne korekty na rynku Nasdaq, po czym hossa na Nasdaq ulegała wznowieniu i trwała do końca dekady.
- W obecnej dekadzie kryzysu w centrach finansowych powodować będą jedynie 3-miesięczne korekty na EM, po czym hossa na EM ulegać będzie wznowieniu i potrwa do końca dekady.

Próba niemożliwego czyli prognoza



Source: Reuters EcoWin