

# Przewidywania rynkowe 2013



Styczeń 2013

Kapitalizm bez bankructwa jest jak chrześcijaństwo bez piekła. **Nie działa.**

Kyle Bass, Hayman Capital Management, L.P.

Następnym razem to, co rozłoży system finansowy, będzie miało inny charakter niż to, co mu zagroziło trzy lata temu. Ale mam zamiar was przekonywać, że następnym razem wszystko wydarzy się **szybciej.**

Paul Singer, Elliott Management, „The Shape Of The Next Crisis”

# Prezentacja 2012 - przypomnienie tez

- Rok 2012 powinien przynieść eskalację kryzysu w Europie i naszym zdaniem **nie da się uniknąć bankructwa Grecji i prawdopodobnie kilku innych krajów.**
- Naszym zdaniem dekada łatwego wzrostu **właśnie się dla Polski kończy, tak samo jak dla innych rynków wschodzących.**
- **Większość z czynników wspierających polską gospodarkę zacznie wygasać w 2012 roku, a później działać w przeciwnym kierunku,** powodując znaczne relatywne pogorszenie wyników naszej gospodarki.
- W latach **2012–2016** należy spodziewać się ważnego dołka na rynkach akcji.

# Kwestionariusz kryzysowy

# Kwestionariusz kryzysowy - pytania

OK. Świat się jednak nie skończył w 2012 roku, tak jak trochę się tego wspólnie z Majami obawialiśmy.

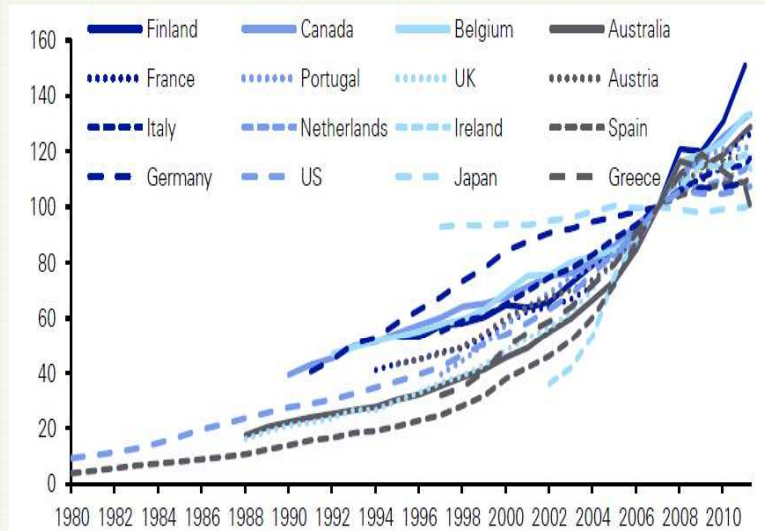
Czy oznacza to w takim razie, że cały kryzys już za nami? Że zrzuciliśmy ciężar narosłych przez lata błędów i rozpoczynamy nową piękną erę wzrostu i prosperity?

Naszym zdaniem odpowiedź na kilka prostych pytań może nas przybliżyć do prawdy w tej ważnej dla świata kwestii.

- Zadłużenie całkowite w relacji do PKB gospodarek krajów rozwiniętych spadło, w zależności od konkretnego przypadku **min. 100 p.p.**, zbliżając się do historycznych norm — TAK | NIE
- Zadłużenie budżetów państwowych spadło **poniżej 70% PKB**, a deficyty budżetowe zostały ścięte do zera — TAK | NIE
- Zadłużenie pomiotów indywidualnych **spadło znacząco**, robiąc w końcu miejsce na wzrost konsumpcji — TAK | NIE
- Banki centralne **przestały manipulować** stopami procentowymi oraz nadymać swoje bilanse, przywracając tym samym możliwość działania zdrowych mechanizmów rynkowych, dających podstawy długoterminowego wzrostu — TAK | NIE
- **Realne ceny energii i podstawowych dóbr konsumpcyjnych spadły** radykalnie, uwalniając olbrzymie zasoby środków na spłatę istniejących zobowiązań i wzrost konsumpcji — TAK | NIE
- Problemy demograficzne krajów rozwiniętych zostały rozwiązane przez **radykalne wzrosty wskaźników produktywności**, niwelując tym samym narastający efekt ujemnej renty demograficznej — TAK | NIE

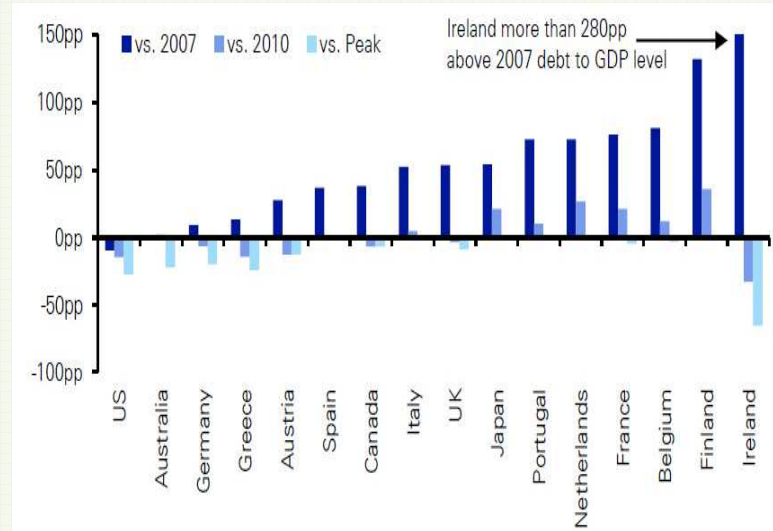
# Kwestionariusz kryzysowy - dług całkowity

Całkowity dług w gospodarce, 2007 rok = 100



Źródło: Deutsche Bank

Zmiana całkowitego długu/PKB w stosunku do 2007 roku

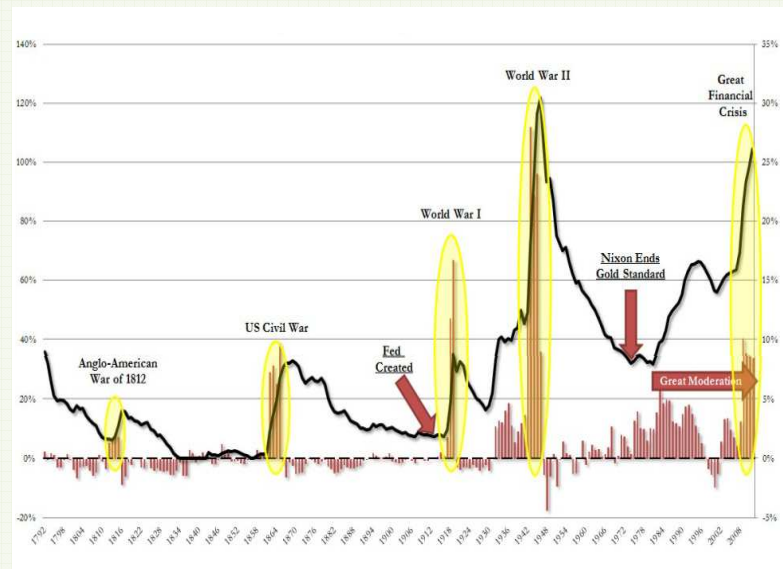


Źródło: Deutsche Bank

Mimo kryzysu całkowite zadłużenie gospodarek spadło tylko dla niewielkiej liczby krajów. Co więcej, od rozpoczęcia kryzysu w 2007 roku cały świat wygenerował około 30 bilionów USD nowego zadłużenia, czyli blisko **50% światowego PKB**. W całej historii ludzkości jesteśmy naprawdę na kompletnie nieznanym terytorium.

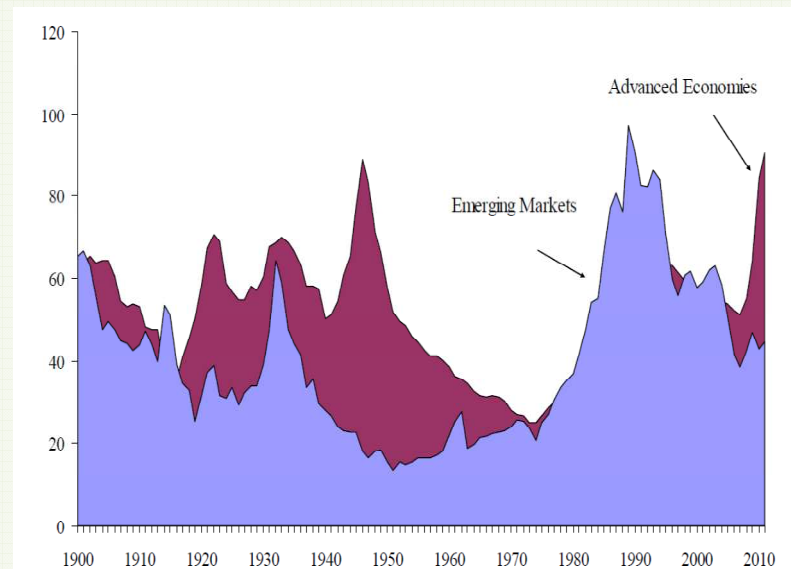
# Kwestionariusz kryzysowy - dług publiczny

Zadłużenie rządu federalnego i deficyty budżetowe/PKB – USA, 1792-2012



Źródło: Zerohedge.com

Zadłużenie publiczne w relacji do PKB - świat, 1900-2011

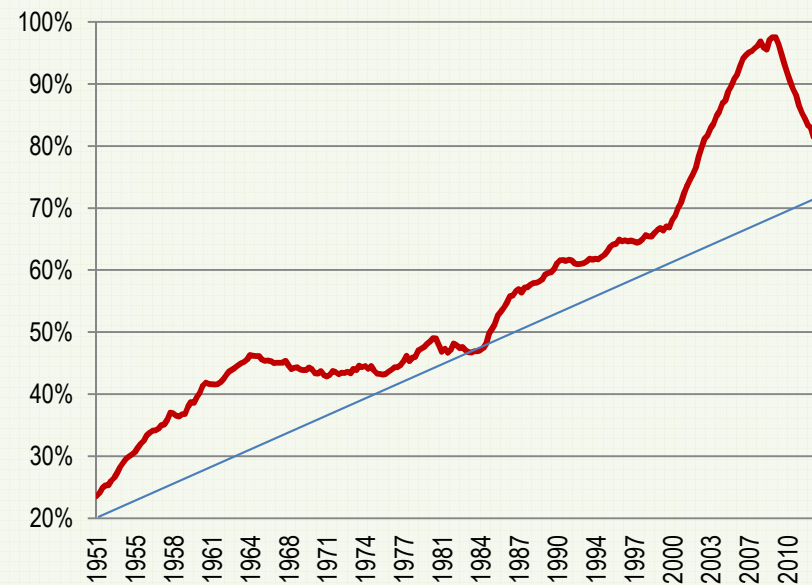


Źródło: Reinhart, C.M. and Rogoff, K.: This Time Is Different

Naszą główną hipotezą od kilku lat jest, że naturalną konsekwencją interwencji rządowych będzie kryzys finansów publicznych **z licznymi przypadkami bankructw**. Nic tutaj się nie zmieniło, istniejące trendy nie zostały zahamowane i wszystko wskazuje na to, że jedynym logicznym skutkiem tych działań dla wielu budżetów będzie spotkanie z wybuchowym przeznaczeniem.

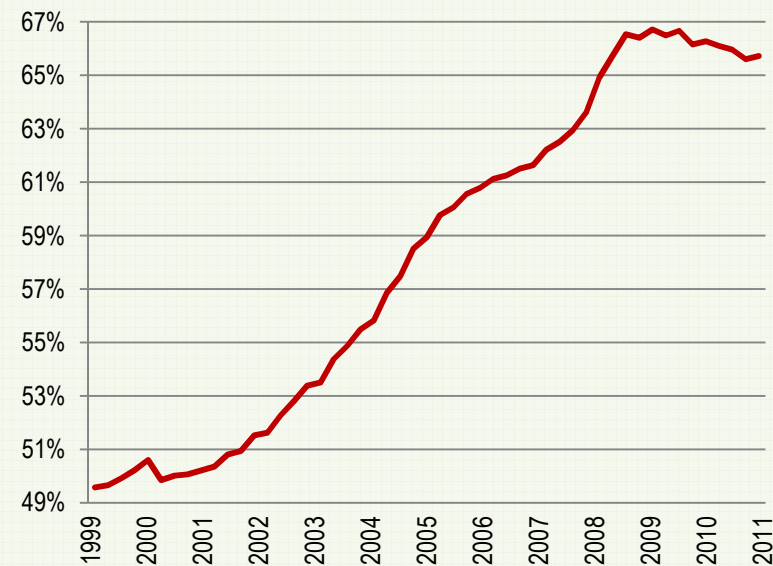
# Kwestionariusz kryzysowy - dług indywidualny

Zadłużenie gospodarstw domowych w relacji do PKB – USA



Źródło: FED

Zadłużenie gospodarstw domowych w relacji do PKB – Europa



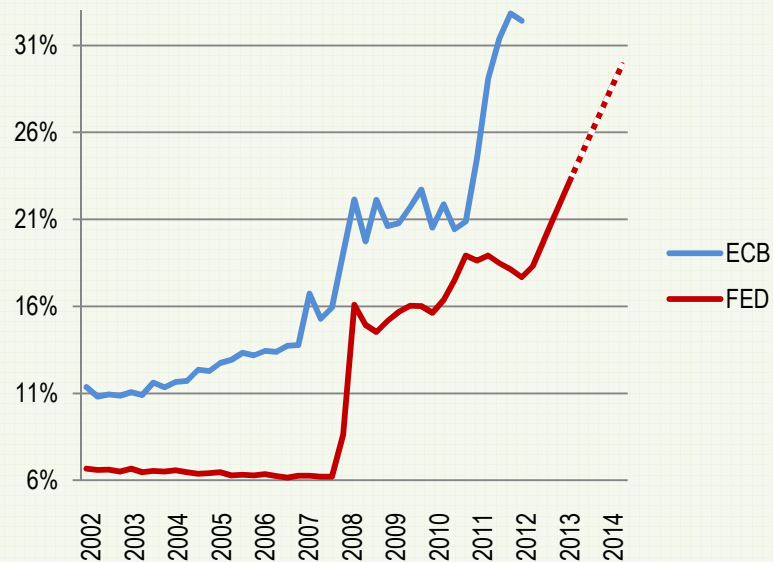
Źródło: ECB

Sektor gospodarstw domowych krajów rozwiniętych od kilku lat stara się oddłużyć, przy czym w Europie proces ten trwa zaledwie od niecałych dwóch lat. Ponieważ USA rozpoczynały kryzys ze znacznie wyższych poziomów, trend ten jest u nich zdecydowanie bardziej dynamiczny i zaawansowany. Historyczne przykłady tego typu procesów wskazują na średnią długość ich trwania pomiędzy 4 a 7 lat i redukcję zadłużenia o 30-40 punktów procentowych.



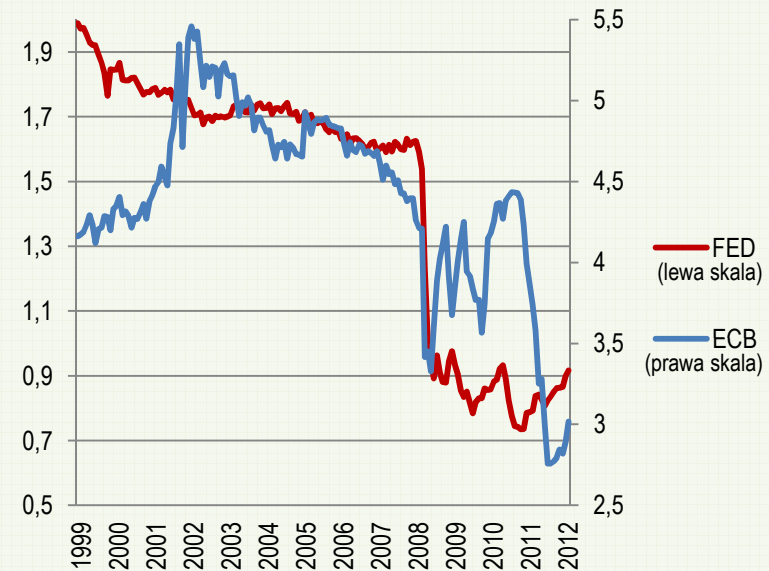
# Kwestionariusz kryzysowy - szaleństwo banków centralnych

Bilanse banków centralnych w relacji do PKB



Źródło: FED, ECB

Mnożniki kreacji pieniądza – USA, EMU



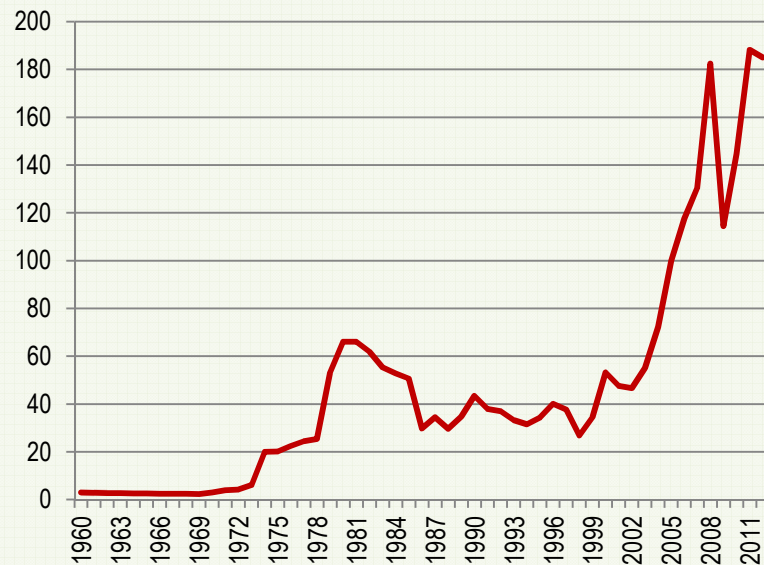
Źródło: FED, ECB

Banki centralne wzięły na siebie misję ratowania całego świata i robią to na coraz bardziej szalonej skali. Od 2002 roku najważniejsze z nich zwiększyły swoje bilanse z 3 do 15 bilionów dolarów. Od początku kryzysu zarówno FED jak i ECB wsparły swoje gospodarki nowym pieniądzem o wartość 15% PKB, a FED, jeżeli dotrzyma złożonych obietnic, w ciągu najbliższych dwóch lat znowu podwoi swój bilans.

Do tej pory wszystkie te interwencje skutkowały jedynie zapaścią mnożników kreacji pieniądza przy braku jakiegokolwiek presji inflacyjnej.

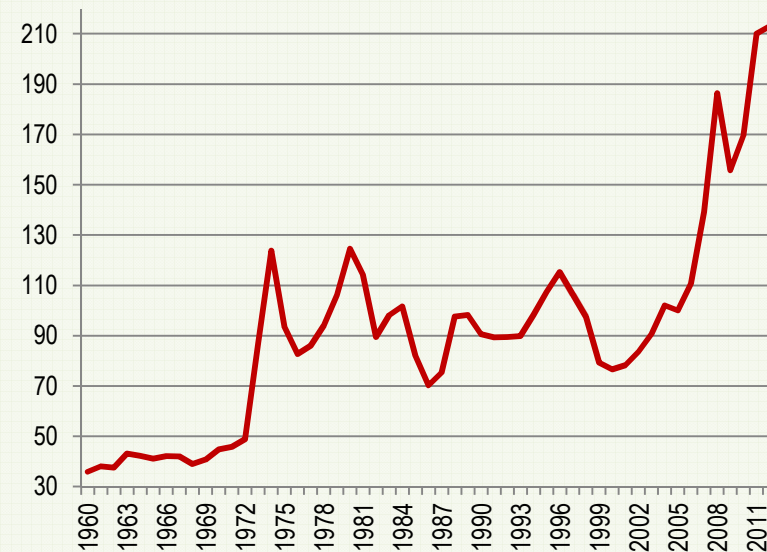
# Kwestionariusz kryzysowy - energia i żywność

Indeks cen energii – Bank Światowy



Źródło: Bank Światowy

Indeks cen żywności – Bank Światowy

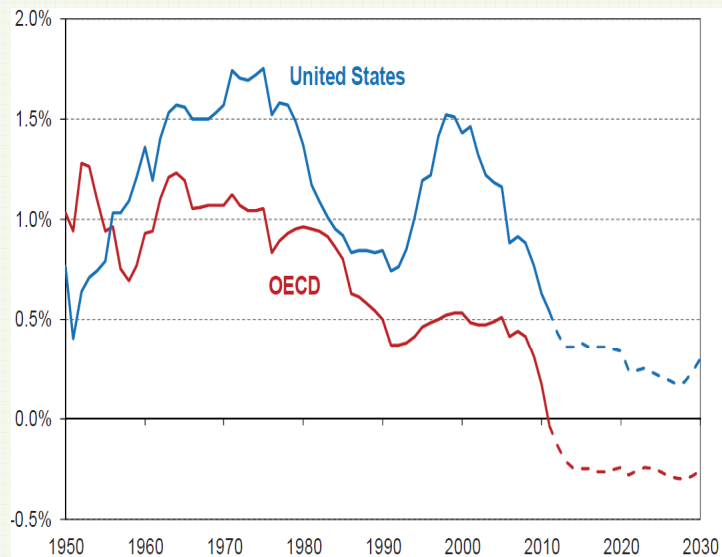


Źródło: Bank Światowy

Ceny energii oraz żywności, które naszym zdaniem przyczyniły się do rozpoczęcia kryzysu, są ciągle na ekstremalnych poziomach. Jeśli trend ten nie ulegnie przynajmniej zahamowaniu, nie ma co liczyć na zasadnicze złagodzenie napięć kryzysowych. Potrzebne są kolejne przełomy technologiczne na skalę rewolucji łupkowej i to nie tylko w dziedzinie energii.

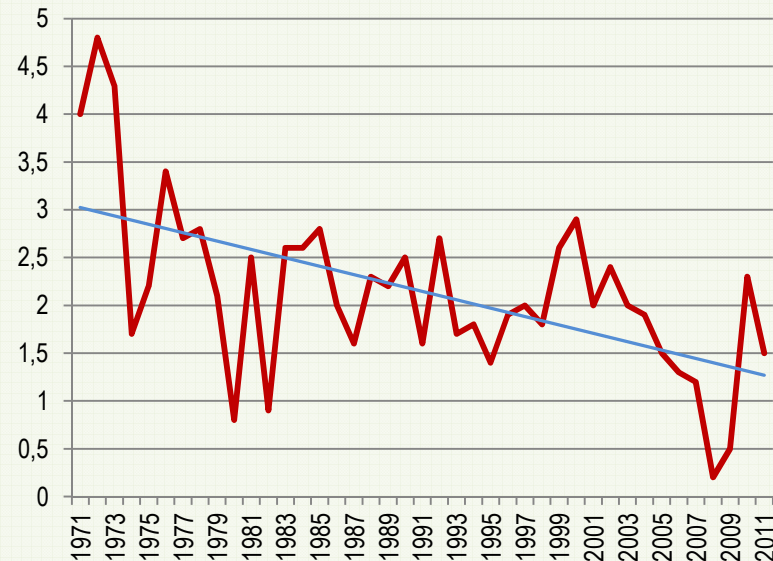
# Kwestionariusz kryzysowy - demografia i wydajność

Dynamika populacji pracującej – OECD, USA



Źródło: Jeremy Grantham On The Road To Zero Growth

Wskaźnik wzrostu produktywności – OECD



Źródło: OECD

Negatywne trendy demograficzne ostatnich lat wchodzą właśnie w nową fazę – w większości rozwiniętych gospodarek mamy już do czynienia z nominalnym spadkiem populacji pracującej. Odtąd głównym motorem wzrostu musi być wzrost produktywności. Choć jesteśmy w tym względzie wielkimi optymistami, nasz optymizm jest raczej długoterminowy. Uważamy, że przyszła dekada przyniesie nam znaczny skok produktywności związany z wdrożeniem rodzących się właśnie przełomowych technologii. Jednak póki co, najbliższe kilka lat prawdopodobnie będziemy pod wpływem lekko spadającego trendu dynamiki wydajności.

# Kwestionariusz kryzysowy - podsumowanie

- **Żaden** z problemów, które naszym zdaniem leżą u źródła kryzysu, nie został rozwiązany. Co więcej, zdecydowana większość z nich jeszcze bardziej się pogłębiła. W tym sensie dotychczasowy kryzys zupełnie **nie spełnił swojego zadania, tzn. nie przyniósł żadnych jakościowych zmian**, jakie dałyby podstawy do szybszego wzrostu w przyszłości.
- Wszystkie powyższe czynniki działają i na razie będą działały hamująco na gospodarkę. Naszym zdaniem, przy braku systemowego rozwiązania niestety musimy przyzwyczać się do niskiego długoterminowego tempa wzrostu, przerywanego częstymi recesjami.
- Czy już w takim razie na zawsze pozostaniemy w tym ekonomicznym czyścucu z bankami centralnymi oferującymi nam bezbolesne i natychmiastowe zbawienie?

# Kwestionariusz kryzysowy - konsekwencje

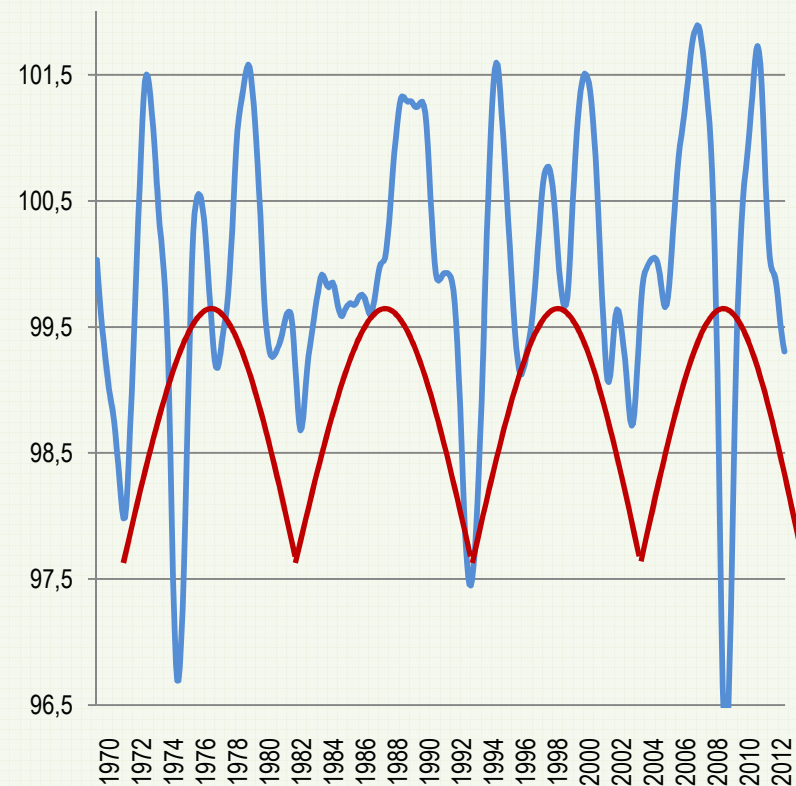
- Naszym zdaniem, **hiperinflacyjne rozwiązanie całego tego problemu staje się coraz bardziej prawdopodobne**. Banki centralne swoimi gigantycznymi interwencjami minęły już punkt bez powrotu. Nieznany jest tylko timing takiego wydarzenia.
- Paradoksalnie **do uruchomienia lawiny hiperinflacyjnej potrzebne jest wydarzenie mocno deflacyjne**, które podważyłoby standing kredytowy papierów skarbowych, w oparciu o które banki centralne zwiększają swoje bilanse. Póki co jednak hossa na rynku papierów skarbowych trwa (z nielicznymi wyjątkami na południu Europy).
- Znacznie mniej prawdopodobnym impulsem hiperinflacyjnym mogłoby być ponowne uruchomienie maszyny kredytowej w sektorze prywatnym. Wysokie zadłużenie tego sektora oraz obecny trend jego spadku czynią taki scenariusz na razie nieprawdopodobnym.
- W związku z powyższym, naszym zdaniem w ciągu najbliższych kilku lat **prawdopodobieństwo incydentu hiperinflacyjnego, połączonego z bankructwem finansów publicznych wielu krajów, jest bardzo wysokie**.
- Oczekujemy jednak, że do momentu zerwania romansu rynków z obligacjami skarbowymi, dominujące będą jak do tej pory siły deflacyjne.

# Rynki

# 2013 - ostatnia deflacyjna recesja?

- Naszym zdaniem 2013 rok będzie okresem spowolnienia gospodarczego w Europie oraz USA. Wydaje się, że spowolnienie to może być znaczące. Na razie trudno nam znaleźć przyczyny (może poza cyklicznie krótkoterminowymi), dla których wzrost miałby przyspieszyć.
- Najważniejszym pytaniem jest: **czy spowolnienie to będzie na tyle duże, żeby uruchomić kolejną falę kryzysu finansów publicznych?** Według nas prawdopodobieństwo takiego rozwoju wydarzeń jest wysokie.
- Z cyklicznego punktu widzenia **2012-2013 to lata, na które powinien przypaść dołek dwóch cykli koniunkturalnych – dekadowego oraz czteroletniego.**
- Istnieje jednak prawdopodobieństwo, że gigantyczne interwencje banków centralnych rozciągną w czasie obecny cykl. W takim przypadku spodziewalibyśmy się, że dolki ukształtują się dopiero w 2014/2015.

Wskaźnik wyprzedzający koniunktury OECD – EMU i cykl dekadowy



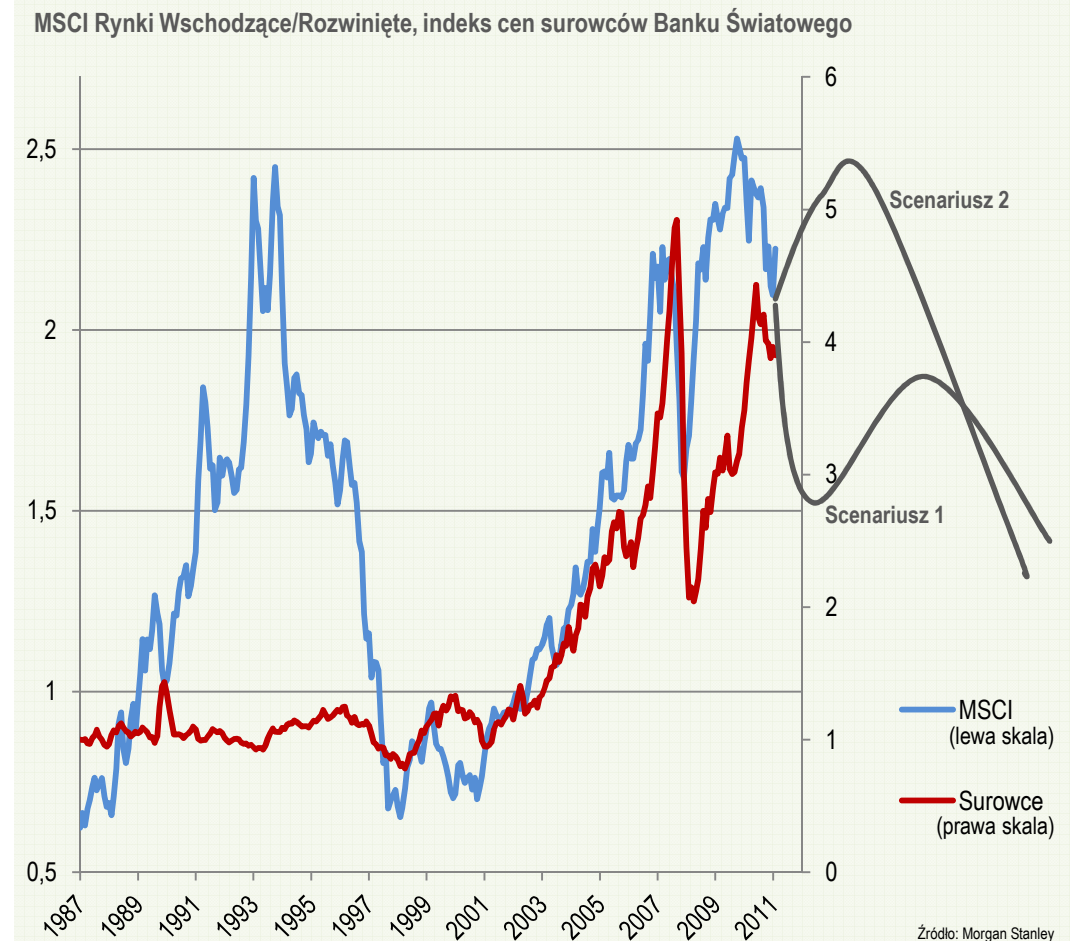
Źródło: OECD

# Ostatnia deflacyjna recesja - konsekwencje

Według nas najbardziej prawdopodobne są dwa scenariusze średnioterminowe:

- Scenariusz 1 – spowolnienie gospodarcze najbardziej uderza w Chiny i inne rynki wschodzące, powodując spadki na rynkach surowców i energii oraz realokację kapitału do rynków rozwiniętych. W ten sposób te ostatnie dostają wiatr w plecy i udaje się uniknąć dużych problemów na przynajmniej 2–3 lata.
- Scenariusz 2 – ceny surowców i energii rosną, co powoduje, że spowolnienie gospodarcze najbardziej uderza w Europę. Napięcia w budżetach państw są tak duże, że rynki nie są w stanie już ich tolerować. Następuje wysyp obligacji skarbowych i cały system finansowy znowu zaczyna się załamywać. Banki centralne po raz kolejny wkraczają, ale tym razem historia toczy się inaczej. Uruchamia się błędne koło – im większa interwencja, tym szybsza ucieczka rynków od obligacji i waluty. Następuje wzrost stóp procentowych i startuje hiperinflacja.

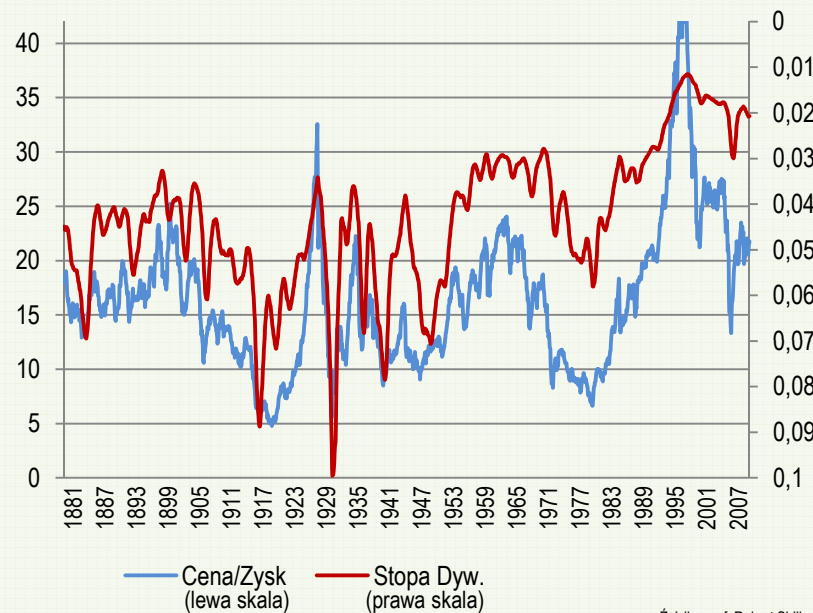
W ten sposób **2013 rok zapisałby się jako rok ostatniej deflacyjnej recesji w tym rynku niedźwiedzia.**





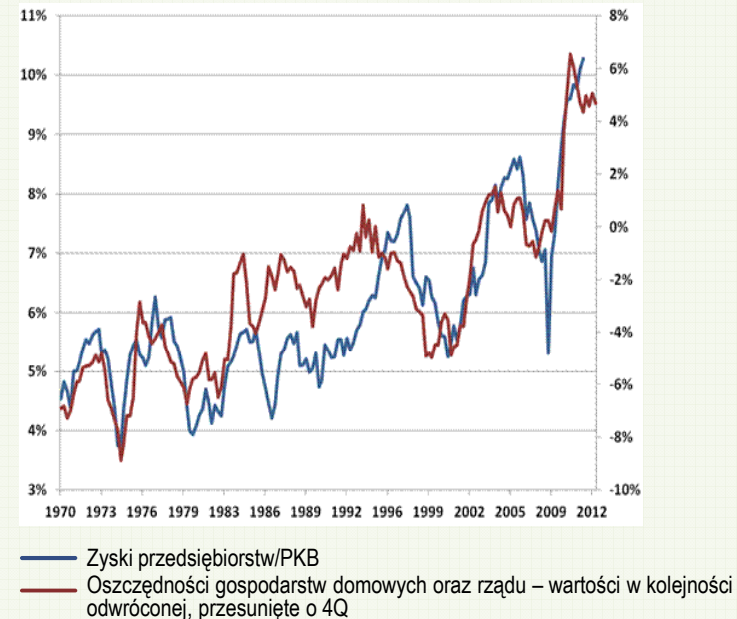
# Czy akcje są tanie?

Wskaźniki cena/zysk Shillera, stopa dywidendy – USA



Źródło: prof. Robert Shiller

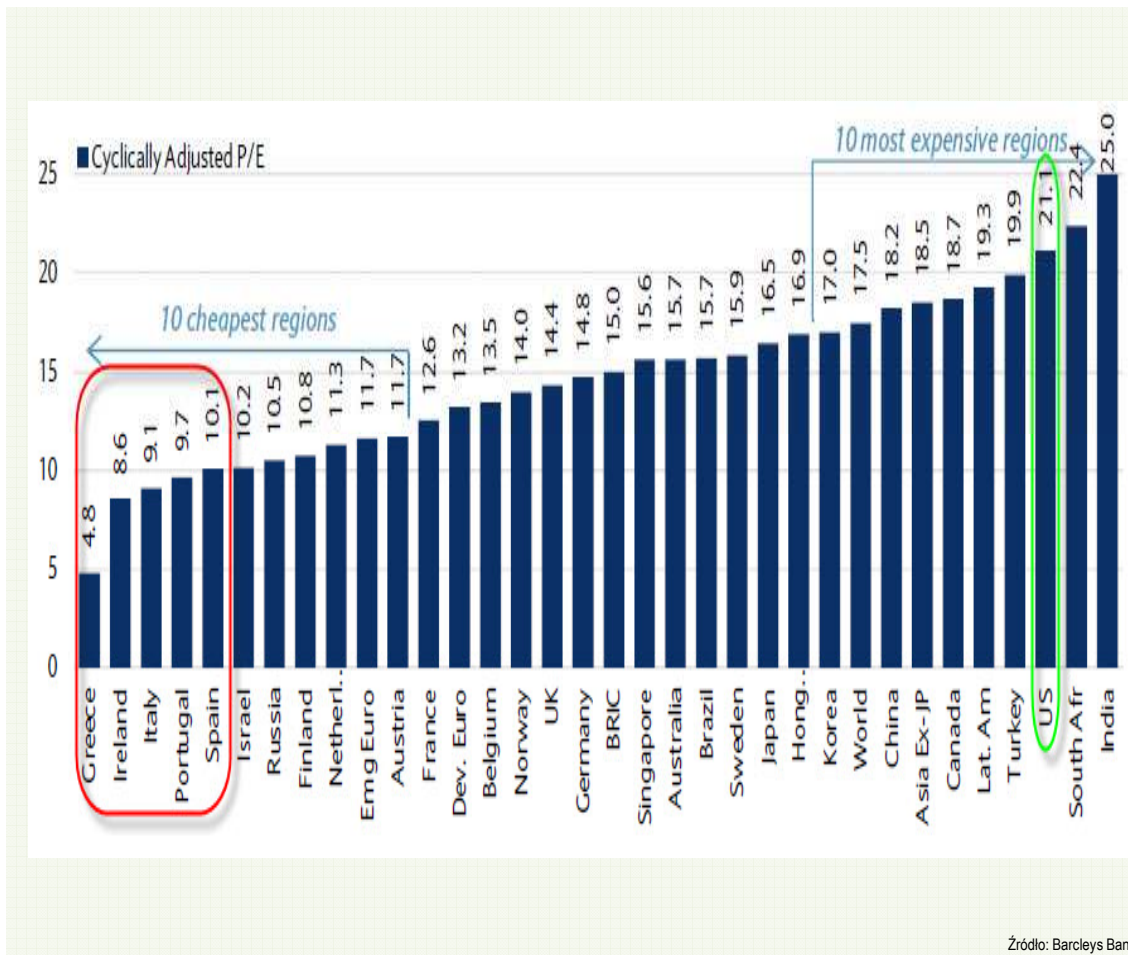
Zyski przedsiębiorstw oraz oszczędności ludności i budżetu/ PKB – USA



Źródło: John Hussman, Hussman Funds

Wyceny akcji w USA nie są obecnie tak ekstremalnie wysokie, jak to miało miejsce jeszcze kilka lat temu, ale akcje nadal są drogie. Dodatkowo wyceny te są zafałszowane rekordowymi zyskami przedsiębiorstw, których wzrost w relacji do całej gospodarki był niespotykany w historii USA. Trend ten ma swoje źródło w sporej mierze w spadku oszczędności sektora gospodarstw domowych oraz publicznego i jako taki naszym zdaniem wyczerpał już swój potencjał.

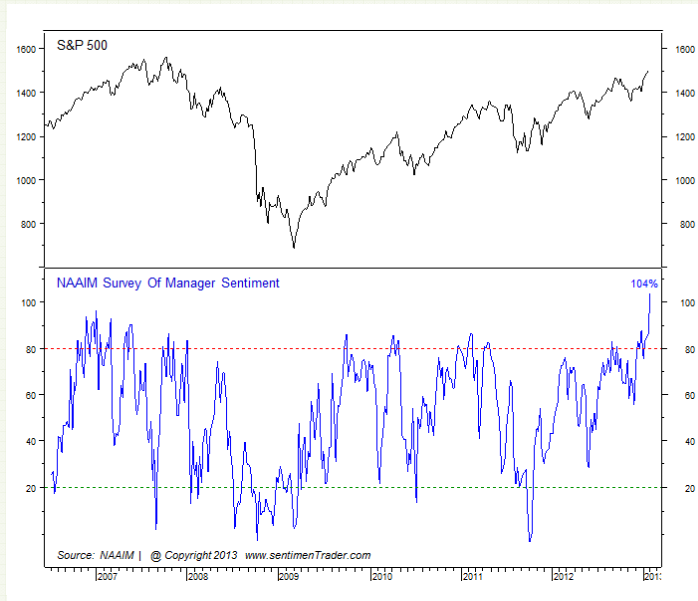
# Czy akcje są tanie? cd.



- Średnio rzecz biorąc na rynkach jest drogo.
- Rynki Europy Południowej są jednymi z najtańszych na świecie i w naszym odczuciu tam należy szukać długoterminowych okazji inwestycyjnych.
- Problemem ciągle jest jednak nierozwiązany kryzys zadłużeniowy. Dopóki sprawa ta nie zostanie załatwiona w sposób bardziej strukturalny, te rynki prawdopodobnie pozostaną tanie.
- Wieloletnia hossa na rynkach wschodzących uczyniła je jednymi z najdroższych na świecie (zwłaszcza chwaloną tak Azję). Oczekujemy, że po przesileniu kryzysu europejskiego rynki te będą się zachowywały znacznie słabiej niż rozwinięte.

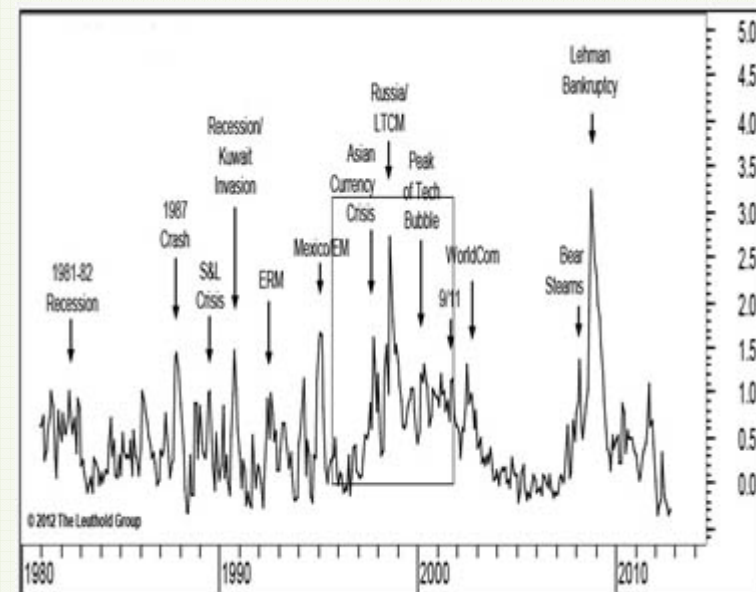
# Niedźwiedzi brak, ryzyka nie ma

Wskaźnik nastrojów wśród zarządzających – USA



Źródło: Sentimentrader.com

Indeks awersji do ryzyka



Źródło: Leuthold Group za Bloomberg

Według różnych miar sentymentu inwestorzy instytucjonalni na świecie i w Polsce są tak samo optymistycznie nastawieni do rynków jak w 2007 roku. Jednocześnie wskaźniki zmienności i spready pomiędzy ryzykownymi i bezpiecznymi instrumentami należą do najniższych w historii, prawdopodobnie dzięki działalności banków centralnych. Czyli wygląda na to, że niedźwiedzi już nie ma i ryzyka też. Albo raczej patrząc kontrariańsko – właśnie dlatego musimy być przygotowani na jego eskalację.

# Złoto

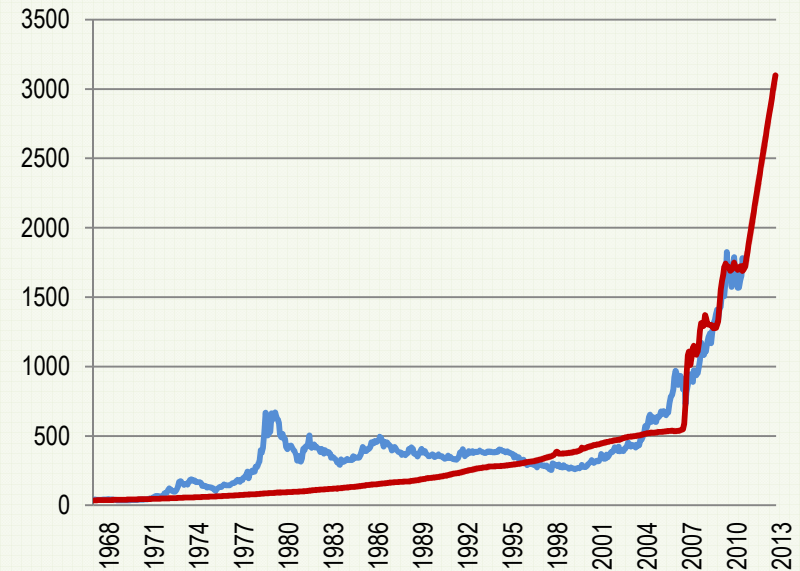
Rynkowa wartość złota w FED do bazy monetarnej – USA



Źródło: FED, obliczenia własne

Rynkowa wycena złota, jakie znajduje się w skarbcu FED, w relacji do bazy monetarnej wskazuje, w jakiej części wydrukowane dolary mają pokrycie w złocie. W 1980 roku było to ponad 100%, natomiast w 2000 roku niecałe 13%. Wartość ta odzwierciedla inflacyjne lęki rynku.

Szacunek cen złota w USD oraz faktyczne ceny złota w USD



Źródło: FED, obliczenia własne

Gdyby założyć, że 17% pokrycie bazy monetarnej to jest minimum, jakie obecnie wymaga rynek, to przy obecnych planach ekspansji bilansu FED cena złota w USD powinna podwoić się w ciągu najbliższych dwóch lat.

# Rynki - podsumowanie

- Z cyklicznego punktu **widzenia lata 2012–2013** powinny kształtować dołek dwóch koniunkturalnych cykli – **czteroletniego oraz dekadowego**. Naszym zdaniem interwencje banków centralnych rozciągają **trochę cykliczne zależności** i dołków tych należy się spodziewać bliżej końca 2013 roku. W takim scenariuszu rok 2013 mógłby być katalizatorem ostatecznego kryzysu finansów publicznych.
- Dopuszczamy jednak też scenariusz, że siła monetarnych interwencji przesunie cykliczny dołek jeszcze dalej w przyszłość. W takim przypadku dna spodziewalibyśmy się dopiero na przełomie 2014/2015. Natomiast 2013 byłby rokiem dużej zmienności na wielu klasach aktywów.
- Wyceny akcji na większości rynków są wysokie. Nastroje inwestorów instytucjonalnych na świecie i w Polsce są euforyczne, poszukiwanie ryzyka normą, a przekonanie o braku możliwych negatywnych szoków, odzwierciedlone w miarach postrzegania ryzyka, powszechne. Rynki akcji zdyskontowały już w dużej mierze pozytywny scenariusz i gdyby się okazało, że gospodarki wybiorą słabsze rozwiązanie, powinniśmy mieć do czynienia z gwałtownymi spadkami. Z drugiej strony, gdy będziemy mieli do czynienia z lekkim ożywieniem gospodarczym, wzrosty na rynku akcji będą raczej umiarkowane. W tym sensie **relacja zysku do ryzyka średnioterminowo kształtuje się niekorzystnie**. **W długim terminie jesteśmy jednak wielkimi optymistami – rynki akcji będą miejscem generowania dużych zysków**.

# Rynki - podsumowanie cd.

- Rynki obligacji skarbowych wyceniane są na poziomach absurdalnych. **Długoterminowo naszym zdaniem nie reprezentują żadnej wartości**, choć w krótkim terminie ewentualna recesja może pomóc obligacjom krajów o niskim ryzyku kredytowym.
- Jeżeli FED dotrzyma dotychczasowych obietnic, złoto ma szansę na dynamiczne wznowienie trendu wzrostowego.
- Według nas, mimo bardzo pozytywnych opinii, **ryniki wschodzące do końca tej dekady nie będą zachowywały się znacząco lepiej niż rynki rozwinięte**.
- Mimo przewidywań hiperinflacyjnych nie jesteśmy entuzjastami surowców. Naszym zdaniem **szczyty realnych wycen mamy już za sobą**. W krótkim terminie istnieje jednak ryzyko, że interwencje banków centralnych przełożą się na wzrosty cen, zwłaszcza energii.

# Dialog z lustrem historii

# Dialog z lustrem historii

- Jest takie powiedzenie, że generałowie zawsze „walczą” ostatnią wojnę (**a ekonomiści ostatnią depresję**). W tym sensie polityka danego kryzysu jest lustrzanym odbiciem zjawisk z ostatniego dużego kryzysu, jaki dogłębnie przeorał świadomość społeczną. Obecna polityka FED jest w stu procentach skoncentrowana na walce z deflacją, bo właśnie deflacja była dominującym zjawiskiem wielkiej depresji lat 30. XX w. Z kolei tak krytykowany za swój konserwatyzm Bundesbank ciągle działa pod wpływem ostatniego wielkiego szoku hiperinflacyjnego z lat 20. XX wieku.
- Jeśli by zabawić się w przewidywanie przyszłości jako lustrzanego odbicia ostatniego wielkiego kryzysu, oto czego moglibyśmy oczekiwać w trakcie kulminacji obecnego przesilenia:
  - w USA będziemy mieli hiperinflacyjny upadek waluty;
  - Europa podzieli się na dwie strefy walutowe: niemiecką z tendencjami deflacyjnymi i całą resztę z tendencjami wręcz przeciwnymi;
  - upadek Kreditanstalt w 1931 roku tkwi w świadomości ekonomistów jako przyczyna depresji w Europie, należy się więc spodziewać, że Europejczycy zrobią obecnie wszystko, by uratować sektor bankowy;
  - Europa politycznie pozostanie zjednoczona i prawdopodobieństwo wojny jest bardzo niskie;
  - USA oraz większość państw Europy Zachodniej poza niemieckim obozem deflacyjnym powinny zbankrutować;
  - w USA prawdopodobieństwo znacznej destabilizacji wewnętrznej, podobnej do wojny secesyjnej, jest duże;
  - pocieszający jest fakt, że dla Polski ani Rosja, ani Niemcy nie powinny stanowić zagrożenia;
  - Polska tym razem powinna uciec spod gilotyny bankructwa;
  - zachodnia Europa umocni jeszcze swój romans z socjalizmem, a Polska powinna się tego ustrzec.

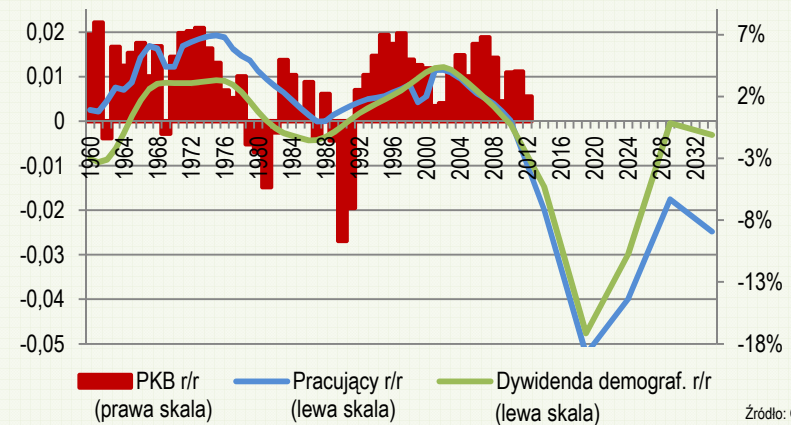


# Co z tą Polską?

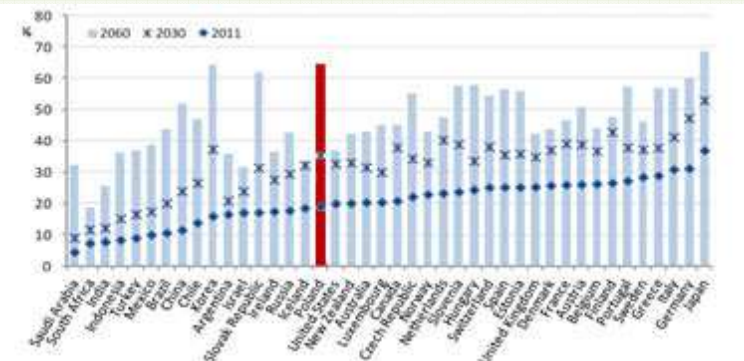
# Demografia

- A co w takim razie z Polską? Dla naszego kraju najważniejszym, naszym zdaniem, długo- i średnioterminowym czynnikiem jest demografia. Rok 2012 upłynął zupełnie niezauważony jako pierwszy rok spadku liczebności populacji w wieku produkcyjnym od zakończenia II wojny światowej.
- Renta demograficzna (wzrost populacji pracujących do niepracujących) wspierała w ostatnich 20 latach gospodarkę kraju na skalę niespotykaną w powojennej historii. To już przeszłość. **Według prognoz OECD w 2060 roku Polska będzie drugim po Japonii krajem z największym odsetkiem ludzi starych.**
- Jak ważna jest to informacja, pokazuje zależność: **wzrost gospodarczy = wzrost populacji + wzrost wydajności.** W chwili obecnej w zasadzie jedynym motorem wzrostu w Polsce pozostanie wzrost wydajności.
- Załamanie się trendów demograficznych (jedne z najwłaściwszych w całym OECD) będzie skutkowało znacznym obniżeniem średniego tempa wzrostu gospodarczego. Według prognoz OECD oraz UBS w następnych 20 latach **należy się spodziewać tempa bliższego 2%** z ponad 4% w poprzednich dwóch dekadach.
- Transformacja powyższa będzie naszym zdaniem niemiłym zaskoczeniem dla wielu podmiotów gospodarczych. Czy jesteśmy gotowi na o połowę niższe tempo wzrostu?

Zmiany populacji pracującej, dywidendy demograficznej oraz PKB – Polska

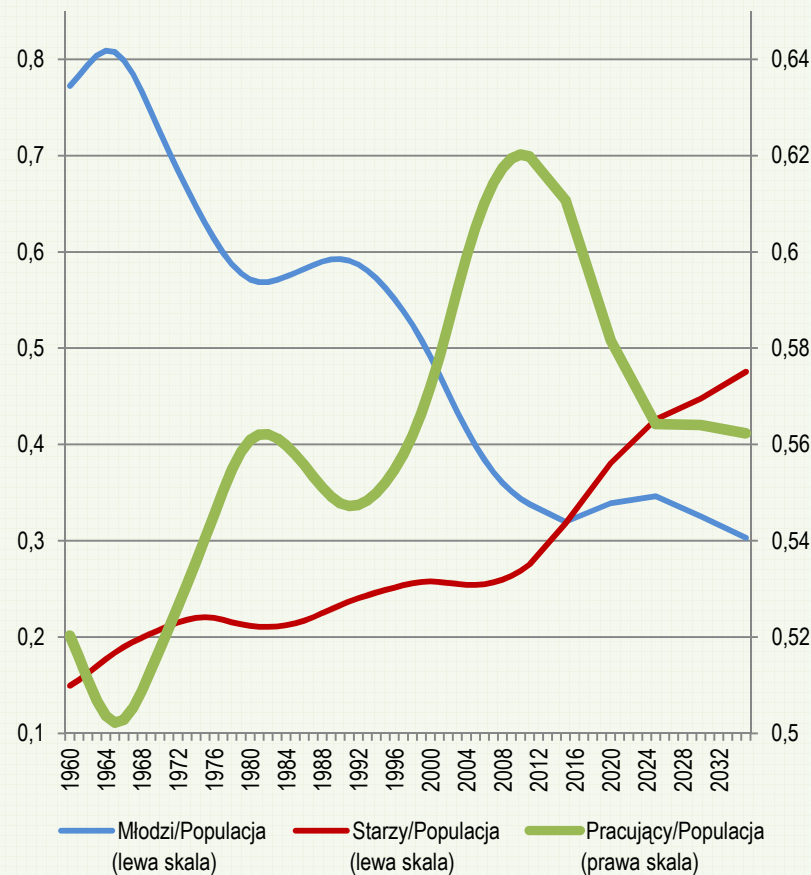


Odsetek ludzi starych w populacji – OECD



# Demografia cd.

Struktura demograficzna Polski



Źródło: GUS, obliczenia własne

Obecnie jesteśmy na szczycie udziału pracujących w populacji. Powinniśmy mieć zatem wysoką stopę oszczędzania, nadwyżkę budżetową oraz dodatnie saldo w handlu zagranicznym. A realia są takie, że Polska musi importować kapitał, żeby sfinansować inwestycje infrastrukturalne. Aż strach pomyśleć, co będzie za 20 lat.

Głównymi konsekwencjami średnioterminowymi sytuacji demograficznej w Polsce będą:

1. Powolny spadek średniego tempa wzrostu gospodarczego (głównie z powodu spadku konsumpcji).
2. Spadek tempa przyrostu oszczędności (choć podaż oszczędności ciągle powinna być duża), spadek stóp procentowych.
3. Spadek deficytu w handlu zagranicznym i nacisk na aprecjację złotego.
4. Presja na wzrost inwestycji i wydajności.
5. Realne wyceny nieruchomości osiągnęły generacyjny szczyt.

# 2013 - recesja

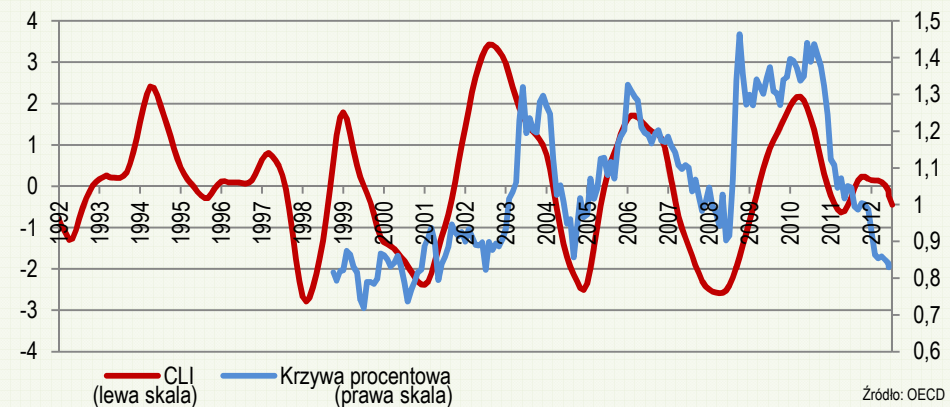
W naszym odczuciu rok 2013 będzie dla Polski rokiem szczególnie trudnym i stawiamy hipotezę, że może to być pierwszy przypadek ujemnego wzrostu po transformacji ustrojowej.

Przyczynią się do tego następujące czynniki:

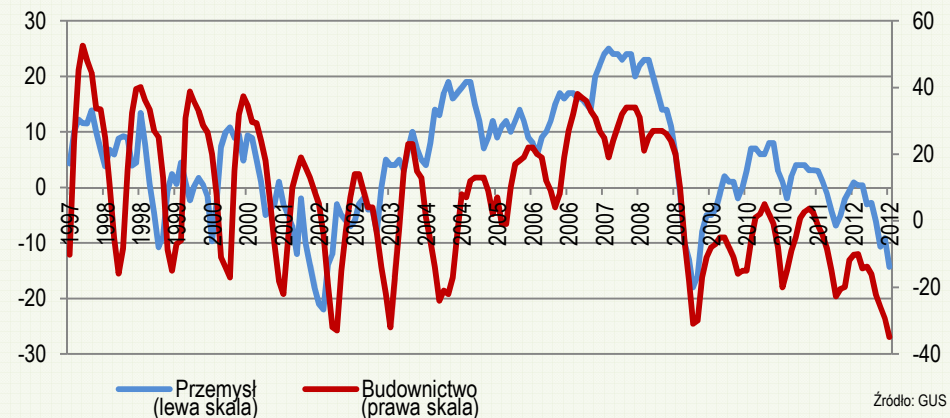
1. Proste rezerwy wzrostu wyczerpały się – przemawiają za tym takie czynniki jak demografia, spadek oszczędności indywidualnych oraz wzrost zadłużenia.
2. Boom inwestycyjny związany z EURO 2012 definitywnie się skończył, kolejny budżet unijny nie będzie już takim dużym impulsem wzrostowym.
3. Budżet państwa ma niewielkie pole manewru w zakresie generowania dodatkowego popytu.
4. Europa pogrążona w stagnacji nie będzie sprzyjać wzrostowi eksportu.

Jedynym pozytywnym czynnikiem będzie duży spadek stóp procentowych, który może ożywić rynek kredytów hipotecznych.

Wskaźnik wyprzedzający koniunktury OECD, krzywa procentowa – Polska



Wskaźniki koniunktury GUS

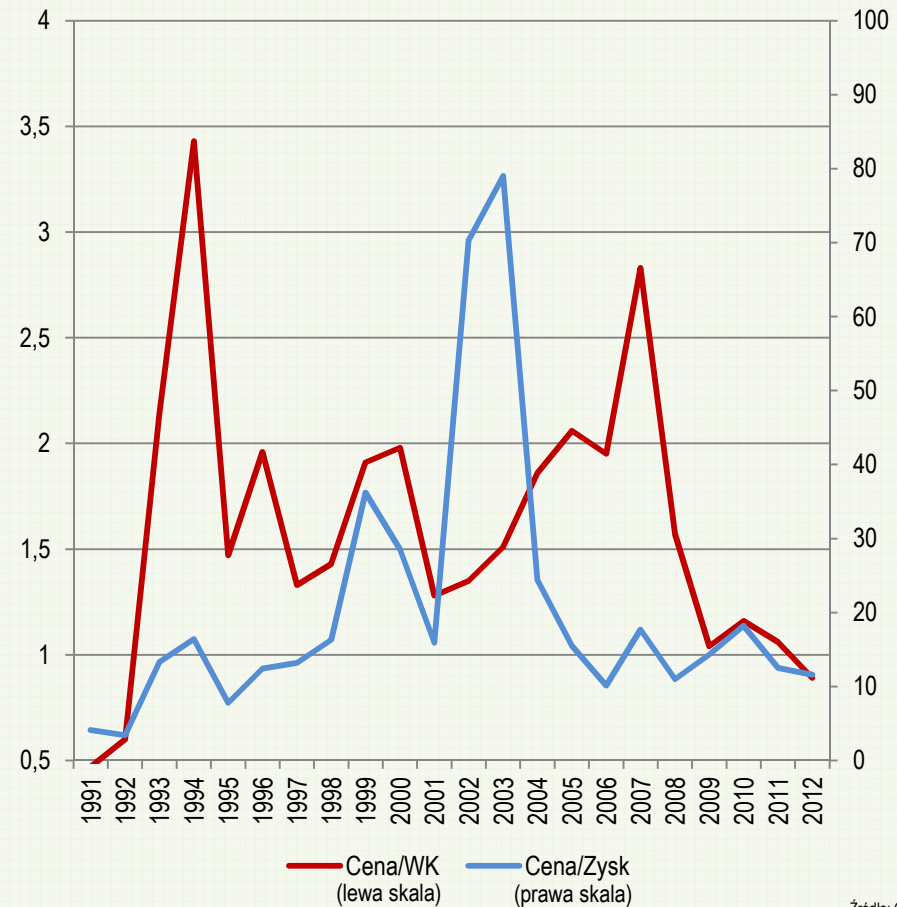


# Czy polskie akcje są tanie?

Co w takim razie z polskim rynkiem akcji?

- Istnieje na rynku obecnie opinia, że polskie akcje są tanie, ponieważ proste wskaźniki wyceny kształtują się na poziomach poniżej historycznych średnich. W tym sensie oczywiście zgadzamy się z tą opinią.
- Zwracamy też uwagę, że w relacji do podstawowych stóp procentowych wyceny nigdy w historii polskiej giełdy nie były tak niskie.
- Czy jednak oznacza to, że będziemy mieli hossę, bo rynek podniesie wartość wycen notowanych walorów do poziomów historycznych średnich lub wyżej? Naszym zdaniem niekoniecznie.
- Za spadkiem wskaźników wyceny stoi jeden bardzo istotny czynnik: bardzo silny wzrost zysków przedsiębiorstw. Wzrost ten oprócz normalnego cyklicznego charakteru miał też rys strukturalny: znaczący przyrost udziału zysków przedsiębiorstw w PKB kosztem oszczędności pozostałych sektorów gospodarki.
- W związku z powyższym spodziewamy się raczej wzrostu wskaźników wyceny bardziej wskutek spadku zysków niż wzrostu całego rynku.

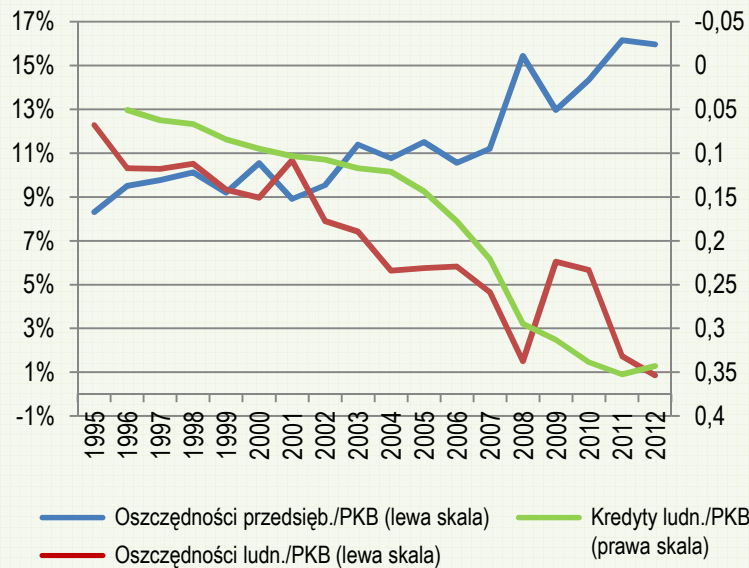
Wskaźniki cena/zysk, cena/wartość księgową - GPW



Źródło: GPW

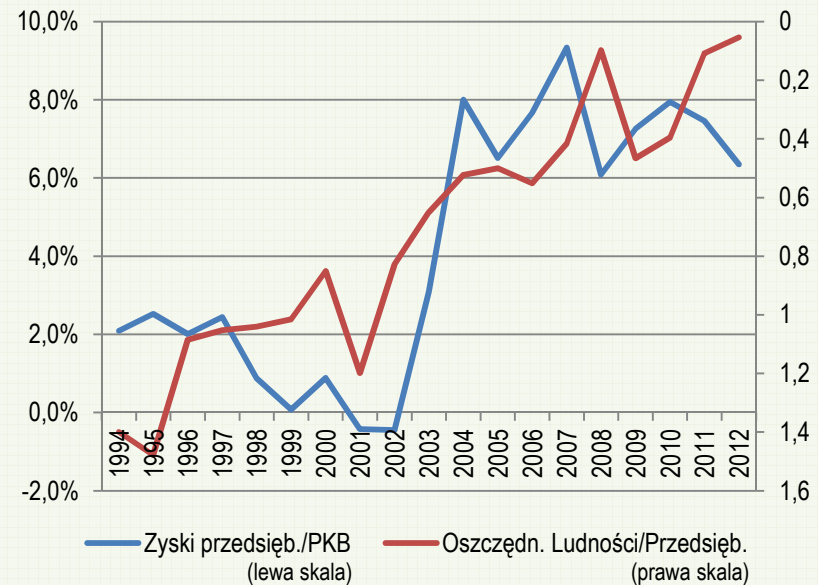
# Zyski przedsiębiorstw

Oszczędności ludności, przedsiębiorstw, kredyty ludności /PKB



Źródło: Bank Światowy, NBP, obliczenia własne

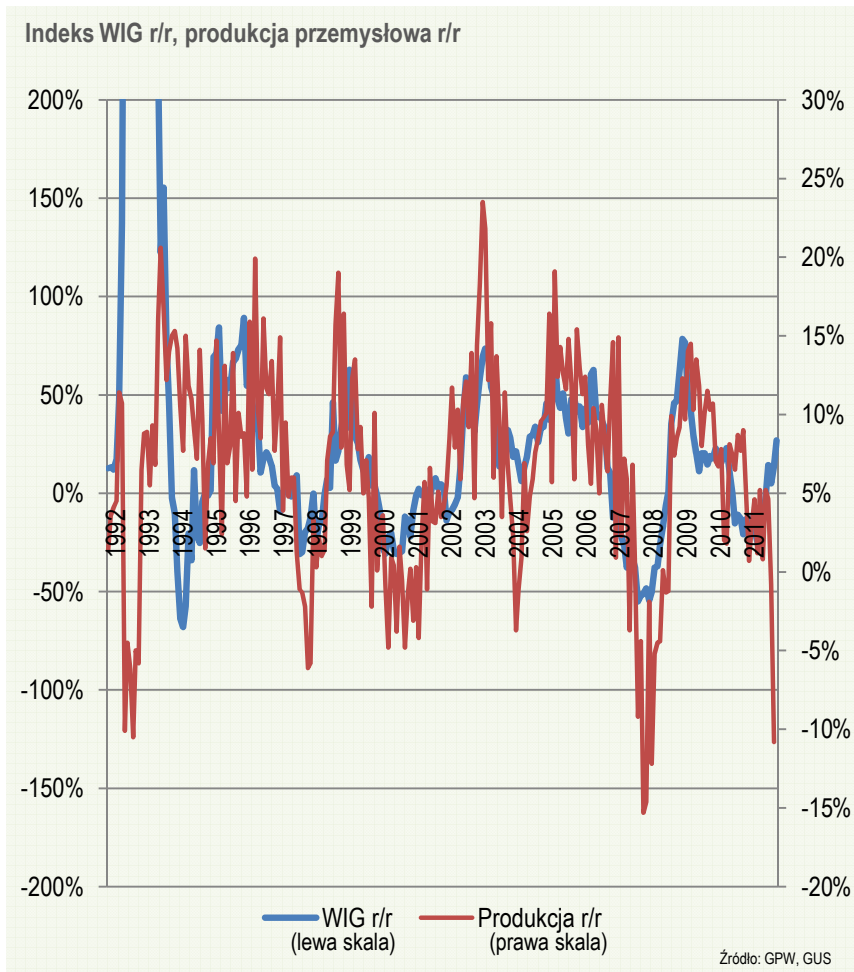
Zyski przedsiębiorstw/PKB, oszczędności ludności/przedsiębiorstw



Źródło: Bank Światowy, GUS, obliczenia własne

Mniej więcej od 2001–2002 roku trendy dla oszczędności ludności oraz przedsiębiorstw zaczęły ostro się rozchodzić. Spowodowane to było naszym zdaniem tym, że kolejna fala podaży wyżu demograficznego zaniżyła zdolność negocjacyjną pracowników oraz rozpoczął się boom kredytowy. Trend ten doszedł obecnie do swojego ekstremum – ludzie nie mają już jak zmniejszyć oszczędności a udział zysków przedsiębiorstw w PKB jest na szczycie. Dalsze zwiększanie udziału zysków przedsiębiorstw w gospodarce będzie musiało odbywać się kosztem znacznego zwiększania efektywności poprzez inwestycje. Będzie to proces kosztowny i raczej długotrwały, dlatego w najbliższych latach spodziewamy się znaczącego spowolnienia wzrostu zysków.

# Rynek akcji kontra gospodarka - kto ma rację?



- W trakcie całej nowoczesnej historii naszego rynku kapitałowego roczna dynamika indeksu WIG pozostawała w zgodzie z rytmem krzywej procentowej wskaźników wyprzedzających koniunktury oraz – co za tym idzie – produkcji przemysłowej.
- W ostatnim roku ta relacja się załamała, akcje są na średnioterminowych szczytach dynamiki, zaś wskaźniki koniunktury testują dółki.
- Może to być lekki falstart zbyt optymistycznego rynku, wyceniającego już kolejne ożywienie lub coś bardziej strukturalnego, jak np. efekt globalnego druku pieniądza.
- Tak czy inaczej wskaźniki koniunktury jak i poprzednie slajdy sugerują że dla przedsiębiorstw 2013 roku będzie trudnym rokiem. Relacja zysku do ryzyka jest skrajnie niekorzystna.

# Polska - podsumowanie

- Trendy demograficzne sugerują, że jesteśmy właśnie w trakcie transformacji do niższych długoterminowych stóp wzrostu gospodarczego. Załamanie tych trendów jest jednym z bardziej gwałtownych w skali świata. W konsekwencji w średnim terminie należy się spodziewać spadku napięć inflacyjnych, niższych stóp procentowych oraz słabszej dynamiki zysków przedsiębiorstw. W dłuższym terminie, jeśli nic nie zostanie zrobione – bankructwa systemu zabezpieczeń społecznych.
- Ponieważ mamy obecnie rekordowo wysoki wskaźnik liczby osób pracujących do niepracujących, oszczędności generowane przez gospodarkę są na wysokim poziomie (na razie objawiają się w postaci zysków przedsiębiorstw). Środowisko to wciąż będzie wspierać inwestycje i to powinien być priorytet dla naszego kraju, gdyż wzrost wydajności będzie głównym motorem wzrostu gospodarczego.
- Rok 2013 będzie bardzo trudnym rokiem dla gospodarki i naszym zdaniem **niewykluczony jest spadek realnego PKB.**
- Sektor przedsiębiorstw rozwijał się w ostatnich latach znacznie szybciej niż cała gospodarka, głównie dzięki spadkowi oszczędności oraz wzrostowi konsumpcji sektora gospodarstw domowych. Ten **trend już się wyczerpał, ekspansja zysków będzie znacznie trudniejsza, a w sytuacji recesji i wzrostu oszczędności ludności należy się liczyć ze znaczącymi spadkami rentowności firm.**



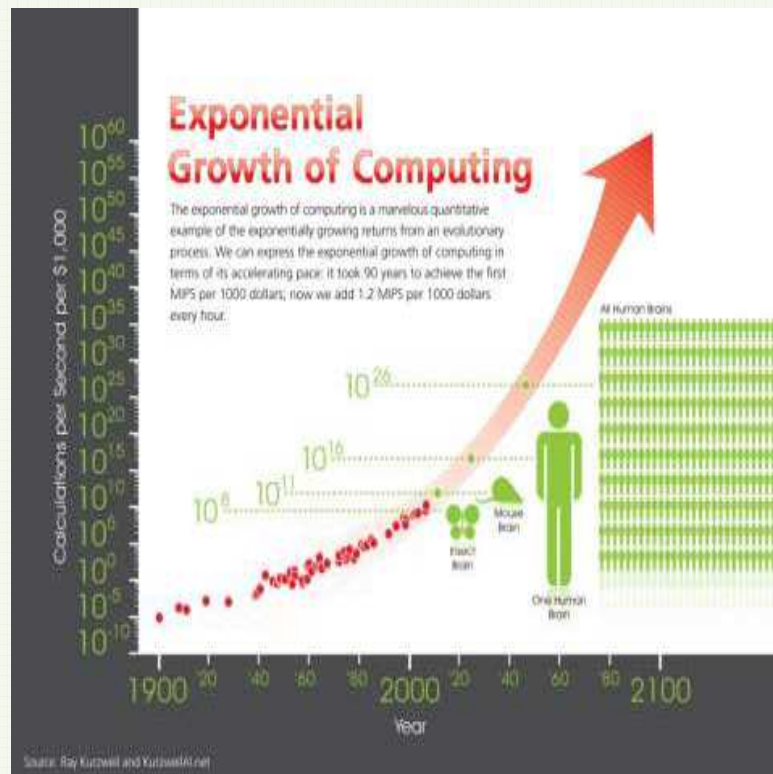
## Polska - podsumowanie cd.

- Akcje są w relacji do średnich historycznych **tanie**, co nie oznacza jednak automatycznie początku nowej hossy. Gdyby zyski przedsiębiorstw utrzymały się na ostatnich poziomach, wzrosty na rynku akcji będą bardzo prawdopodobne. Uważamy jednak, że 2013 rok nie będzie dobry dla zysków firm.
- Rynki akcji swoim ostatnim wzrostem zdają się wyceniać radykalną poprawę sytuacji gospodarczej. Naszym zdaniem, na razie nie ma podstaw do takiego optymizmu. **Gdyby się okazało, że poprawa ta się nie materializuje, co uważamy za najbardziej prawdopodobny scenariusz, należy się spodziewać dużych spadków cen.**
- Obligacje mimo swojego znaczącego wzrostu w ostatnim roku nie są naszym zdaniem ekstremalnie przewartościowane. Trendy recesyjne oraz demograficzne będą wspierać niskie stopy procentowe. Długoterminowo nie reprezentują one jednak na obecnych poziomach dużego potencjału wzrostu wartości.

# Z zupełnie innej beczki

# Nowa rewolucja technologiczna

Ilość operacji obliczeniowych na sekundę za 1000 USD



Źródło: Ray Kurzweil

Niewielu ludzi zdaje sobie sprawę z rewolucji, jaka odbywa się tuż obok nas w wykładniczym tempie. Moc obliczeniowa maszyn od ponad 100 lat podąża dość przewidywalną ścieżką podwajania swojej wartości w ciągu każdego 18–22 miesięcy. Jeśli następne lata nie przyniosą załamania tej tendencji, to we wczesnych latach 2020. moc obliczeniowa komputera o wartości 1000 USD będzie zbliżona do mocy ludzkiego mózgu. 15–20 lat później ten sam komputer będzie dysponował mocą wszystkich ludzkich mózgów.

Jak dokładnie zmieni to naszą rzeczywistość, trudno przewidzieć – można tylko powiedzieć, że z pewnością zmieni ją istotnie. Sporo zasadniczych długoterminowych problemów przedstawionych w niniejszej prezentacji może za chwilę okazać się pomijalnymi. Z pewnością też pojawią się nowe i bardziej groźne (np. jak ludzie zniosą rosnącą konkurencję maszyn).

Jedno jest pewne – świat się zmienia w rosnącym tempie, a następne lata przyniosą więcej zmian niż większości ludzi wydaje się możliwe.



# OPOKA TOWARZYSTWO FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH S.A.

ul. Królewska 16  
00-103 Warszawa  
[www.opokatfi.pl](http://www.opokatfi.pl)  
[biuro@opokatfi.pl](mailto:biuro@opokatfi.pl)

Tel. +48 22 330 66 30  
Fax +48 22 330 66 31

Treść tej prezentacji została przygotowana przez Opoka Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A. (dalej „Towarzystwo” lub „Opoka TFI”) wg danych na dzień 31 stycznia 2013; jest wyrazem opinii Opoka TFI, które mogą ulec zmianie, a Opoka TFI nie ma obowiązku informowania o tych zmianach; ma charakter wyłącznie informacyjny i nie może stanowić wystarczającej podstawy dla podjęcia decyzji inwestycyjnej; nie stanowi rekomendacji dotyczących instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców; została przygotowana w oparciu o dane i informacje pochodzące ze źródeł uznanych przez Opoka TFI za wiarygodne, ale Towarzystwo nie może zapewnić o ich kompletności, dokładności i wiarygodności. Pomimo dochowania staranności przy pracowaniu niniejszej prezentacji, Opoka TFI nie może zagwarantować, że opinie wyrażone na tych stronach okażą się trafne. Sytuacja na rynkach finansowych może ulec zmianie. Towarzystwo nie ponosi odpowiedzialności za jakiegokolwiek decyzje podjęte na podstawie treści niniejszej prezentacji ani za szkody poniesione w wyniku takich decyzji.