

Spis treści:

1. Wstęp.....	3
2. PKB+bezrobocie 1996-2002=2006-2012?.....	4
3. Zachowanie się kursu spółki giełdowej oraz zysku netto przypadającego na akcję, czyli dlaczego kursy akcji spadają/wzrastają.....	10
4. Giełda dyskontuje wydarzenia w realnej gospodarce?.....	12
5. Dlaczego giełda dyskontuje wydarzenia w realnej gospodarce?.....	16
6. Giełda i PKB/bezrobocie 1996/2010.....	19
7. Zależności łączące GPW, PKB, produkcję przemysłową oraz sprzedaż detaliczną, czyli dlaczego dołek na PKB Polski był prawdopodobnie w I kwartale 2009 r.	22
8. Zależności pomiędzy giełdą, PKB oraz zatrudnieniem (bezrobociem) czyli dlaczego bezrobocie już nie wzrośnie cz. 2.....	26
9. Wzrost gospodarczy Polski zależy od PKB Niemiec czy może jednak od kursu EUR/PLN?.....	28
10. Czynniki wpływające na kurs walutowy, czyli co decyduje o sile/słabości złotówki cz.1.....	35
11. Czynniki wpływające na kurs walutowy, czyli co decyduje o sile/słabości złotówki cz.2: rząd i Bank Centralny.....	37
12. Czynniki wpływające na kurs waluty, czyli co decyduje o sile/słabości złotówki cz.3: krótki okres – oczekiwany dochód.....	40
13. Czynniki wpływające na kurs waluty cz.4: ważne są stopy procentowe czy jednak PKB? a tym samym jaki docelowy kurs PLN/EUR w 2009 r.?.....	45
14. Analiza makrootoczenia.....	48
15. Analiza fundamentalna sektora: Analiza “pięciu sił” M.E. Portera (znana też jako “analiza pięcioczynnikowa” lub “analiza pięciu sił”) cz.1.....	49
16. Bilans spółki czyli źródła finansowania majątku.....	51
17. Rachunek zysków i strat-wariant kalkulacyjny.....	52
18. Rachunek przepływów pieniężnych (sprawozdanie z przepływów środków pieniężnych-rpp, cash flow) dla jednostek innych niż banki i zakłady ubezpieczeń.....	55
19. Ciekawa książka “Wspomnienia gracza giełdowego” Edwina Lefevre.....	60
20. Najlepsza prognoza: Michał Stopka:-), czyli wyniki ankiety dotyczącej prognozy zamknięcia WIG20 na koniec 2008 r.	62
21. Książki.....	64
22. “Szczęście czy fart?”, czyli co liczy się w inwestowaniu.....	65
23. Analiza fundamentalna i zasada “Koncentracji” firmy na podstawowej działalności.....	68
24. Książka “22 niezmiennie prawa marketingu”, czyli dlaczego firmy odnoszą sukces lub ponoszą porażkę.....	70

25. Spis 22 niezmiennych praw marketingu	72
26. SZKOLENIA Z INWESTOWANIA: “ANALIZA FUNDAMENTALNA OD PORTERA DO BUFFETA”	76
27. Opinie uczestników na temat mojego szkolenia:	82
28. Autor	88

1. Wstęp

Poniżej znajdują się, moim zdaniem, najciekawsze artykuły z mojego bloga, którego prowadziłem w latach 2007-2009, zanim zmieniłem pracę na analityka w ING OFE (pisałem o tym tutaj: [Zmiana pracy na ING PTE i koniec prowadzenia bloga](#)).

Prowadząc blog starałem się, aby poszczególne zagadnienia były "kompleksowo" opisane w formie „książki”, tak aby wiedza na nim zawarta była aktualna przez długie lata. W sumie na blogu jest prawie 200 wpisów i prawie 1 tyś. komentarzy.

W tym pliku pdf wybrałem ponad 20 najbardziej wartościowych artykułów, ale jeżeli ktoś chciałby tą wiedzę bardziej zgłębić odsyłam do pozostałych artykułów na blogu i oczywiście do komentarzy moich i użytkowników strony, bo one są idealnym uzupełnieniem wpisów.

Z perspektywy czasu można sprawdzić jak realizowały się moje wnioski dotyczące różnych zjawisk zachodzących w gospodarce, jak np. tendencje na PKB, bezrobociu, inwestycjach, sektorze budowlanym czy też kursie złotówki.

Wychodzi na to, że udało mi się to wszystko całkiem dobrze przewidzieć☺ W 2009 miało nie być recesji i katastrofy, ale pozytywne odbicie na PKB (wbrew opinii większości). Później miało przyjść ponownie spowolnienie, co właśnie się realizuje w 2011 roku.

Po okresie przeinwestowania 2005-2008 miały nadejść słabe czasy dla budownictwa o czym już się słyszy w mediach.

Ponadto bezrobocie nie miało wzrosnąć mocno w 2009 roku (czego większość się obawiała) ale i nie miało później mocno spaść w 2010/2011 roku (co wszystkich miało dziwić, bo PKB było całkiem przyzwoite). Podałem nawet dokładnie jakie bezrobocie miało być na koniec 2009 i 2010 r, czyli około 12% i tyle też dokładnie było☺, artykuł ten znajduje się na str. 26 w tym pliku PDF: <http://www.michalstopka.pl/wpisy-w-pdf/> a sam wpis dotyczący samego bezrobocia tutaj: <http://www.michalstopka.pl/bezrobocie-w-polsce/>.

Również jeżeli chodzi o kurs EUR/PLN postawiłem tezę, że kurs ten powinien ustabilizować się w okolicach 4 zł, co miało miejsce w latach 2009-2011.

Jak doszedłem do powyższych wniosków (i innych)? Zapraszam do zapoznania się z poniższymi, historycznymi artykułami z mojego bloga. Miłej lektury☺

Pozdrawiam Michał Stopka

P.S. 1) Zapraszam też chętnych na moje szkolenia z inwestowania "ANALIZA FUNDAMENTALNA OD PORTERA DO BUFFETA": więcej informacji w pkt. 26 (str 76), a opinie uczestników mojego szkolenia znajdują się w pkt. 27 (str. 82)., aktualny link do obecnych szkoleń znajduje się tutaj: [Szkolenia Michał Stopka](#)

2) Być może kiedyś znowu zacznę pisać bloga lub będę miał jakiś inny ciekawy pomysł związany z inwestowaniem, jeżeli ktoś jest zainteresowany info o tym, proszę o podanie maila w tym formularzu: [info Michał Stopka](#)

3) Jeżeli uważasz, że mój blog i wiedza na nim zawarta jest ciekawa i warta polecenia innym, możesz kliknąć na facebooku „like it”: www.michalstopka.pl

2. PKB+bezrobocie 1996-2002=2006-2012?

(Wpis z: 14 listopad 2009):

Poniższą zakładkę utworzyłem w pierwszej połowie listopada 2009 roku: [Wiedzieć dlaczego coś się wydarzyło a dzięki temu wiedzieć co może się wydarzyć to klucz do sukcesu cz.2?, czyli dlaczego PKB w latach 2006/2012 może być kopią lat 1996/2002](#)

Niezależnie, co wydarzy się w przyszłości (szczególnie w kontekście tego artykułu([Nasz budżet \(Polski\)](#)), myślę, że każdy może skorzystać z zasady opisanej tutaj: [Stwarzanie warunków to klucz do sukcesu? cz. 1](#) (tak naprawdę był to wstęp do poniższego wpisu).

Ja na przykład już od paru lat wprowadzam w życie strategię ”stwarzania warunków dla możliwości”, stąd też np. mój blog, czy uczestniczenie w [programie CFA](#). A niedługo uruchomię odpłatne szkolenia z analizy fundamentalnej:-), będzie o tym info na blogu.

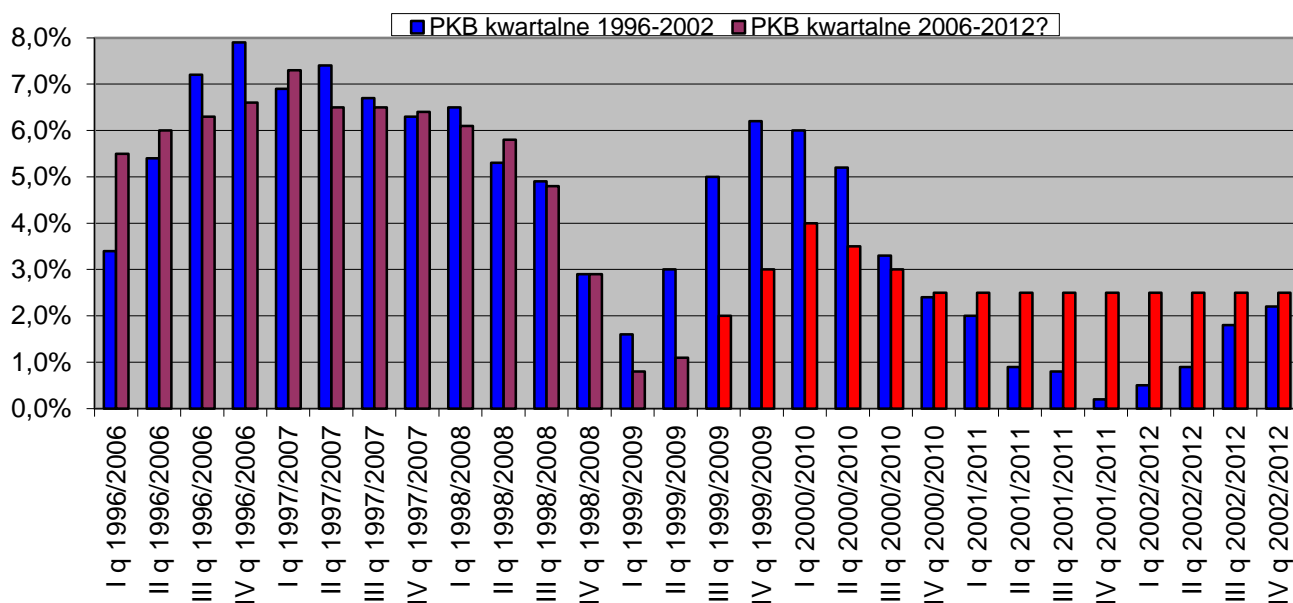
Dzisiaj postanowiłem postawić tezę na temat rozwoju sytuacji gospodarczej w Polsce w ciągu najbliższych 3 lat, co przeloży się niestety również na poziom bezrobocia.

Oczywiście postawienie właściwej diagnozy dla tak długiego okresu czasu jest trudną sprawą (w odróżnieniu od powiedzenia, co wydarzy się w kwestii PKB i bezrobocia w ciągu najbliższych kilku miesięcy, na podstawie zmiany indeksów giełdowych: [Giełda i PKB \(1996/2010\)](#)).

Poniższy tekst opiera się na zaskakującym spostrzeżeniu... Jeżeli nałożyć ”na siebie” PKB oraz bezrobocie dla Polski dla okresów czterech lat: 1996/97/98/99 oraz 2006/07/08/09 to otrzymujemy praktycznie ”idealną kopię”. A co najbardziej zadziwiające, trendy pokrywają się przede wszystkim dla danych kwartalnych!!!, Widać to na wykresach w poniższym pliku excel (dane za I kwartał 1996=dane I kwartał 2006; II kwartał 1996=II kwartał 2006 itd.):

[Jakie PKB i bezrobocie dla Polski w latach 2010-2012](#)

Wykres 1. PKB od 1996 i 2006:

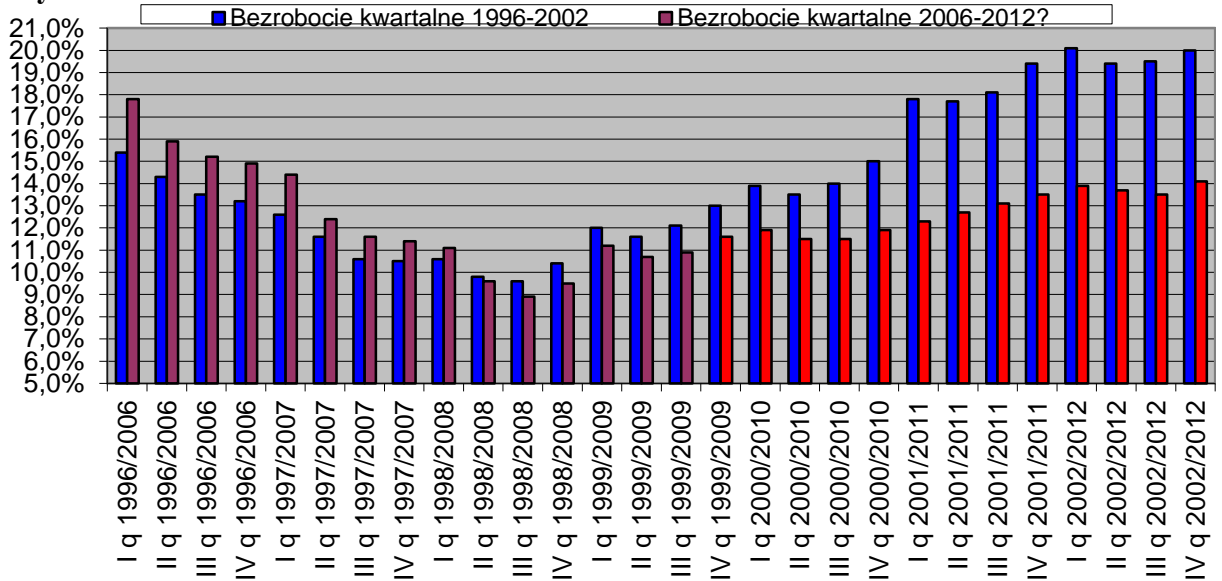


- Kolor czerwony na powyższych wykresach to hipotetyczny trend na PKB, produkcji budowlanej oraz bezrobociu dla lat 2010/2011/2012, dlaczego tak, czyli o “fundamentach” i procesach, jakie moim zdaniem zachodzą w gospodarce, poniżej. Kolor niebieski to dane historyczne dla lat 1996-2002 a kolor fioletowy to dane dla lat 2006-2009.
- **Warto tutaj też podkreślić, że jeżeli diagnoza jest słuszna, to idealnie sprawdziło się/sprawdzi się stare giełdowe powiedzenie: “Większość się myli”.** Na początku 2008 r. kiedy większość uważała, że spowolnienie Polski nie dotknie, warto było być pesymistą. Ja byłem pesymistą, pisałem o tym tutaj: [Najlepsza prognoza: Michał Stopka:-\), czyli wyniki ankiety dotyczącej prognozy zamknięcia WIG20 na koniec 2008 r.](#) Z kolei na wiosnę 2009, kiedy większość wieściło “katastrofę” i była pesymistyczna, warto było być optymistą. Dlaczego warto było być optymistą pisałem w komentarzach na blogu Pana Wojciecha Białka tutaj: <http://wojciechbialek.blox.pl/2009/04/Historia-nauczycielka-spekulanta.html> oraz tutaj: <http://wojciechbialek.blox.pl/2009/04/Katastrofisci-z-MFW.html>. Na moim blogu optymistą byłem np. w marcu 2009: [Wzrost gospodarczy Polski zależy od PKB Niemiec czy może jednak od kursu EUR/PLN?](#) oraz czerwcu 2009 tutaj: [Zależności łączące GPW, PKB, produkcję przemysłową oraz sprzedaż detaliczną, czyli dlaczego dołek na PKB Polski był prawdopodobnie w I kwartale 2009 r.](#) oraz tutaj: [Dlaczego analiza fundamentalna to klucz do sukcesu cz.2 na przykładzie kwartalnych dynamik kursu euro i PKB Polski.](#) Obecnie ponownie zanoszą się na to, że za parę miesięcy “większość” będzie optymistyczna co do PKB w latach 2011/2012 (optymizm pewnie pojawi się pod koniec maja, kiedy wyjdą dane o PKB Polski za I kwartał 2010, które może być coś koło +4% r/r).

Dlaczego PKB będzie słabsze w 2011/2012, w odróżnieniu od 2010, kiedy będzie pewnie coś koło +3%/+4% r/r?:

1. Po okresie paru lat bardzo wysokiego PKB, jak było w latach 1996-1998 oraz 2006-2008 przychodzi okres nagłego “załamania” połączony z “kryzysem” (1998 r. kryzys rosyjski, obecny kryzys każdy zna), **wykres: “1. PKB od 1996 i 2006”.** **Dlaczego?** Myślę, że to już natura gospodarki wolnorynkowej. Po prostu firmy zbyt agresywnie inwestują a konsumenci stają się zbyt optymistyczni a przez to firmy i konsumenci podejmują “nierozsądne” decyzje, również np. mocno się zadłużając. Oczekiwania co do PKB Polski stają się bardzo optymistyczne, napływa mocno kapitał z zagranicy, PLN się umacnia, pisałem o tym tutaj: [Czynniki wpływające na kurs waluty, czyli co decyduje o sile/słabości złotówki cz.3: krótki okres – oczekiwany dochód](#). Mocna złotówka zaczyna “dobijać” polską gospodarkę, pisałem o tym tutaj: [Dlaczego analiza fundamentalna to klucz do sukcesu cz.2 na przykładzie kwartalnych dynamik kursu euro i PKB Polski.](#) Oczywiście jednocześnie inflacja zaczyna mocno wzrastać, stąd też podnoszone są stopy procentowe.
2. Jednak po “nagłym” załamaniu przychodzi szybkie odregowanie w PKB, tak było w 1999 r. oraz w 2009, co oczywiście “większość” zaskakuje:-) **Dlaczego tak się dzieje?** Odpowiedź może być taka: **Po pierwsze** bezrobocie mocno spadło więc popyt wewnętrzny jest nadal relatywnie silny (w latach 1996/1998 spadło o -6 pkt %, czyli z 15% do 9%, a w latach 2006/2008 spadło o -9 pkt %, czyli z 18% do 9%):

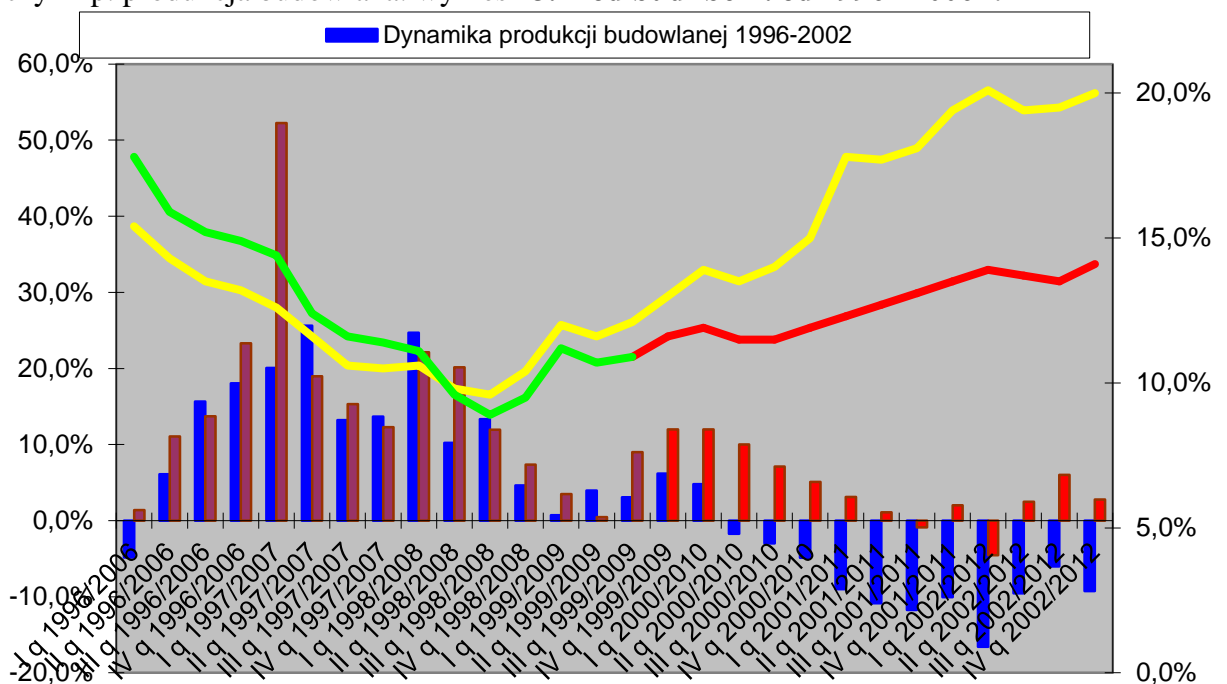
Wykres: “2. Bezrobocie od 1996 i 2006”



Jako że bezrobocie mocno spadło a PKB przez parę lat było bardzo dobre, ludzie mają relatywnie duże oszczędności, więc nie ograniczają bardzo mocno konsumpcji, szczególnie, że bezrobocie jest relatywnie niskie.

Po drugie oczywiście pojawia się pytanie, dlaczego bezrobocie bardzo mocno nie wzrasta w momencie pogorszenia koniunktury (jak spodziewało się wiele osób)? W okresie “boomu” gospodarczego firmy nie zwracały zazwyczaj uwagi na koszty. Stąd też firmy wykorzystują najpierw najtańsze rezerwy, czyli po prostu robią “przeгляд kosztów”, dzięki czemu szybko odzyskują rentowność (zwalnianie pracowników jest bardzo drogie, znacznie łatwiej re negocjować umowy z dostawcami/odbiorcami czy obniżyć koszty reklamy/energii/najmu powierzchni). A to powoduje, że nie mają za bardzo motywacji do zwalniania pracowników na dużą skalę. Po prostu robią to w ostateczności.

- Oczywiście w okresie “boomu gospodarczego” całkiem dobrze mają się inwestycje, czyli np. produkcja budowlana: wykres “3.Prod bud+bezr. od 1996 i 2006”:



Po chwilowym załamaniu inwestycji (1999 oraz 2009) następuje odreagowanie “załamania” poprzez dokończenie rozpoczętych inwestycji. Jednak mocy produkcyjnych jest za dużo (nastąpiło przeinwestowanie), więc odreagowanie nie jest kontynuowane w kolejnych kwartałach.

Na tym wykresie widać też ciekawe ”podążanie” trendu bezrobocia za trendem na inwestycjach.

Innymi słowy bezrobocie spada jak “inwestycje” są mocno powyżej zera i rośnie jak “inwestycje” są słabe.

- Na podstawie pkt 1/2/3 nietrudno powiedzieć, co dzieje się w kolejnych kwartałach: Po szybkim odreagowaniu na przełomie 1999/2000 oraz 2009/2010 przychodzi druga, dłuższa ”fala” spowolnienia. A ta fala przychodzi, gdyż:

Po pierwsze rynek wewnętrzny nie jest już tak silny bo bezrobocie już trochę wzrosło a konsumenci wydali część oszczędności

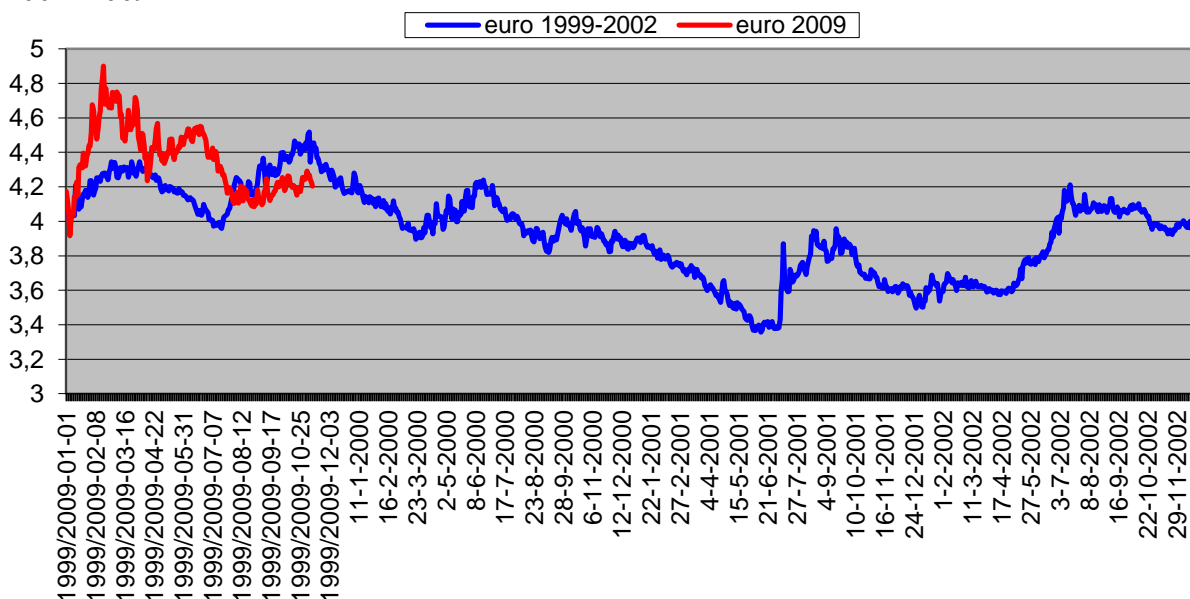
Po drugie, przychody nie poprawiają się tak bardzo jak w okresie “boomu” więc przychodzi kolejna fala wzrostu bezrobocia, bo firmy ”pocięły” już najprostsze rezerwy. W momencie kolejnego spowolnienia zwalnianie pracowników to jedyny sposób na “przetrwanie” firm i dostosowanie się do nowych warunków gospodarczych. Oczywiście większy wzrost bezrobocia następuje w latach 2001/2002 oraz 2011/2012 a nie jak potocznie sądzi większość w latach 2000 oraz 2010. W 2000 oraz 2010 bezrobocie nie może mocno wzrosnąć, bo PKB Polski jest całkiem przyzwoite. A skoro PKB jest lepsze niż jeszcze niedawno mówiły pesymistyczne prognozy to i zarządy firm wstrzymują się z decyzjami o zwolnieniach.

Widać to bardzo ładnie w tym artykule: [Bezrobocie sezonowe w Polsce w latach 1992/2009 czyli dlaczego warto widzieć świat takim jakim jest cz.2](#)

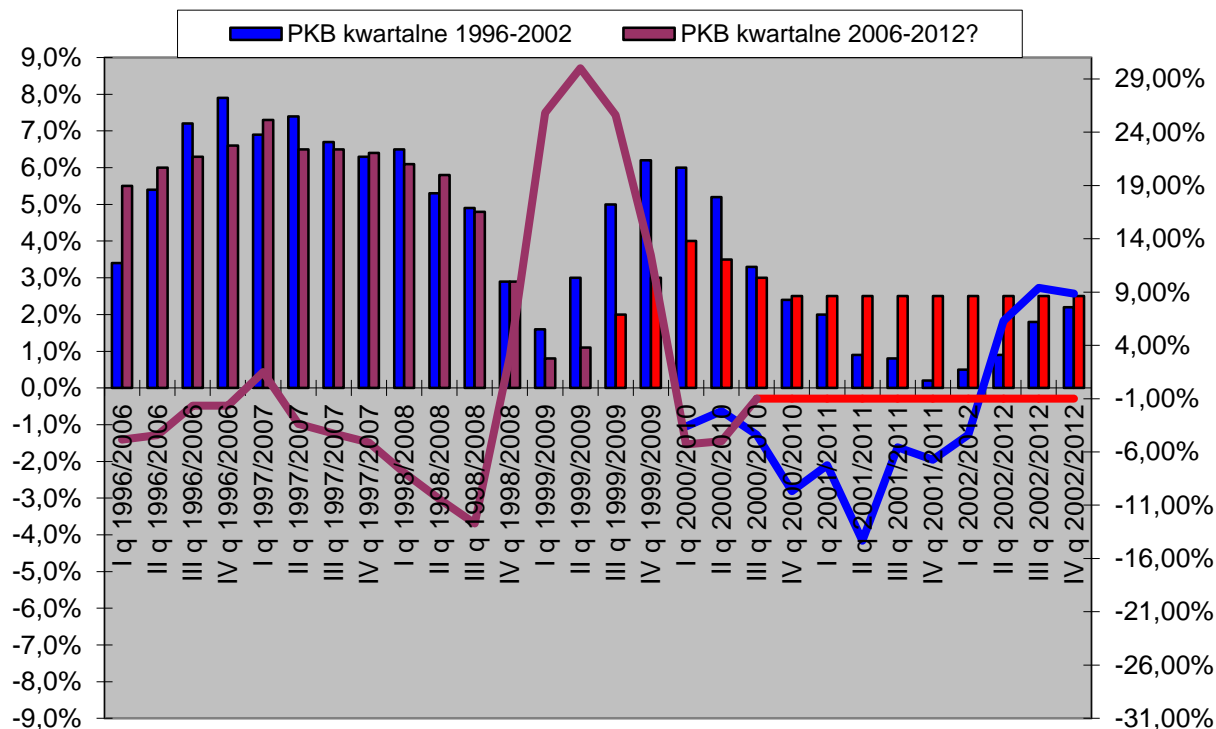
Różnice 2001-2002 i 2011-2012:

- Moja teza na temat PKB i bezrobocia w latach 2011-2012 opiera się na założeniu, że EUR/PLN utrzyma się w okolicach 4 PLN. Jeżeli tak nie będzie i euro spadnie np. w okolice 3 PLN, to będziemy mieli powtórkę lat 2001-2002 i bardzo słabe PKB, może nawet prawdziwą recesję.

Kurs euro w latach 1999-2002 oraz w 2009 pokazałem na wykresie: **“4. EURo 1999-2002+2009”**



a wpływ rocznej zmiany kursu euro na PKB na wykresie: “5.PKB i EURO r-r od 1996 i 2006”:



Zresztą dlatego też utworzyłem zakładkę: [Kiedy EURO w Polsce?](#). Uważam, że Polska jak najszybciej powinna przyjąć euro, aby nie narażać się właśnie na tak negatywny scenariusz.

Po prostu w ten sposób mamy kolejną “tykającą bombę” podobną do opcji walutowych, z którymi miały problem firmy na w pierwszej połowie 2009. Tyle, że tutaj niebezpieczne jest dla gospodarki duże umocnienie złotówki.

Zresztą niebezpieczne byłoby też ponowne duże osłabienie złotówki ze względu na zadłużenie firm i osób w walutach obcych, obecnie jest to około 20% PKB Polski.

- Trzeba też zaznaczyć, że dzięki temu, że teraz jesteśmy w UE, nasz kraj jest w relatywnie bardzo dobrej sytuacji, bo:

1) Możemy znacznie zwiększać nasz eksport do reszty UE bez żadnych “barier granicznych”. Szczególnie jest to korzystne przy obecnym kursie euro (okolicie 4 zł). Uważam, że jest to bardzo ważny czynnik, którego nie mieliśmy w latach 2001/2002.

2) Przy “stagnacji” czy słabym PKB w Europie Zachodniej paradoksalnie Polska może dużo zyskać. Dlaczego?

Wystąpi efekt jaki miał miejsce w Azji w latach 90-tych, kiedy to Japonia miała problemy gospodarcze. Kraje ościenne, jak np. Korea Południowa, produkowały relatywnie tanie produkty, na które przerzucili się konsumenci i firmy japońskie. Po prostu szukano “tańszych” zamienników krajowych produktów.

Po drugie stopy procentowe bardzo mocno spadły w krajach sąsiadujących z Japonią (podobnie jak w Polsce z kilkunastu % do kilku) i jednocześnie nie było powodu do mocnych podwyżek, bo gospodarka Japońska i tak miała problemy. **Wtedy właśnie wyrosły sławne “tygrysy azjatyckie”.** Podobny efekt wystąpi w jakimś stopniu w przypadku Polski:-)

3) Jeżeli chodzi o środki z UE, to wbrew opinii wielu osób, środki te nie powinny mieć tak bardzo dużego znaczenia. Dlaczego? Co prawda w latach 2007-2013

mamy do wydania 67 mld EUR (+dofinansowanie krajowe), co dawałoby średnio około 10 mld EUR rocznie (około 40 mld PLN), czyli jakieś 3 % lepsze PKB (PKB Polski to jakieś 1350 mld zł, 1% to około 13,5 mld PLN). **Trzeba jednak pamiętać, że Polska jednocześnie musi wpłacać swoją składkę do budżetu UE, np. w 2009 roku było to około 12 mld zł i kwota ta będzie wzrastać z roku na rok** (dane o tym są w pliku tutaj: [\(Nasz\) budżet \(Polski\)](#)). Tak więc saldo netto (wpływy środków z UE minus wpłaty naszych środków) będzie średnio raczej w okolicach 1%/2% rocznie.

- **Berobocie będzie relatywnie mniejsze niż w latach 2001-2002 ze względu na czynniki opisane w tej zakładce: [Jak niskie bezrobocie w Polsce w 2009/2010?](#).** Dlatego też bezrobocie nie powinno wzrosnąć do 20% (jak w 2001/2002), ale niestety w szczycie bezrobocie na przełomie 2011/2012, może osiągnąć poziom 14% (choć tak naprawdę powinno się patrzeć na miejsca pracy, a tych nie ubędzie, ale i też nie przybędzie. I stąd wzrost bezrobocia-nowe roczniki wchodzące na rynek pracy nie będą mogły znaleźć pracy, co roku jest to około pół miliona osób). Oczywiście jeżeli euro ponownie zejdzie w okolice 3 PLN, niestety bezrobocie może wzrosnąć powyżej 14%.

Podsumowując: kolejne trzy lata z jednej strony mogą nie być łatwe jeżeli chodzi o gospodarkę i bezrobocie, z drugiej jednak strony nie powinno też być jakoś bardzo źle, nawet jeżeli w Europie będzie słabe PKB.

Jeżeli chodzi o poszczególne lata, rok 2010 powinien być całkiem przyzwoity (PKB +3%/+4%, stworzenie kilkuset tysięcy nowych miejsc pracy), trudniejsze pod tym względem mogą być jednak lata 2011/2012.

Kilka spostrzeżeń na temat tego, co można zrobić w powyższej sytuacji, opisałem tutaj: [Co możemy zrobić...](#)

3. Zachowanie się kursu spółki giełdowej oraz zysku netto przypadającego na akcję, czyli dlaczego kursy akcji spadają/wzrastają

(Wpis z: 6 kwiecień 2008):

W artykule: [Narzędzie przedstawiające wyniki finansowe spółki giełdowej](#) pokazałem historyczne wyniki finansowe spółki giełdowej na przykładzie [LPP](#). Jest to ciekawy przykład, na podstawie którego można np. wyciągnąć wniosek, że w dłuższym terminie na kurs spółki giełdowej wpływają zyski generowane przez firmę (co jest podstawową zasadą [analizy fundamentalnej](#)). Ponadto, wbrew temu, co niektórzy twierdzą, rynek nie jest efektywny a więc praca analityka akcji ma sens:-)

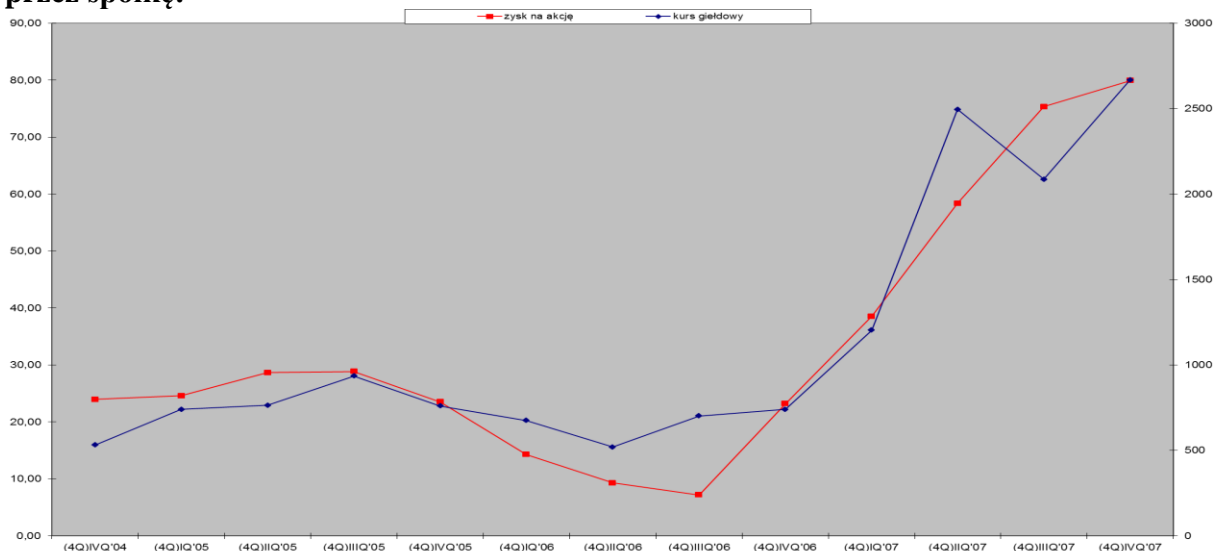
Poniżej wrzuciłem plik, w którym znajdują się dane od IV kwartału 2004 dotyczące :

1. Zysku kroczącego za ostatnie 4 kwartały
2. [Zysku netto](#) przypadającego na jedną akcję (za ostatnie 4 kwartały)
3. Kursu giełdowego LPP na koniec każdego kwartału
4. [P/E](#) za ostatnie 4 kwartały oraz
5. P/E dla zysku z kolejnych 4 kwartałów

[kurs-lpp-a-zysk-netto.xls](#) (warto tutaj podkreślić, że wyniki za każdy kwartał są publikowane zazwyczaj 4-6 tyg. po zakończeniu kwartału).

Jak można zobaczyć na wykresie numer :

1. **Kurs akcji porusza się wraz ze zmieniającym się zyskiem netto generowanym przez spółkę:**



W uproszczeniu można powiedzieć, że np. jeżeli zysk generowany przez spółkę wzrośnie o 100%, kurs akcji również powinien tyle wzrosnąć (przy założeniu, że pozostałe czynniki wyceny pozostają niezmiennymi, czyli **stopa wolna od ryzyka** za którą np. w polskich warunkach uważa się pięcioletnią retnowność obligacji skarbu państwa oraz **premia za ryzyko**, która może wynosić około 5%, więcej na ten temat pisałem np. [tutaj](#)).

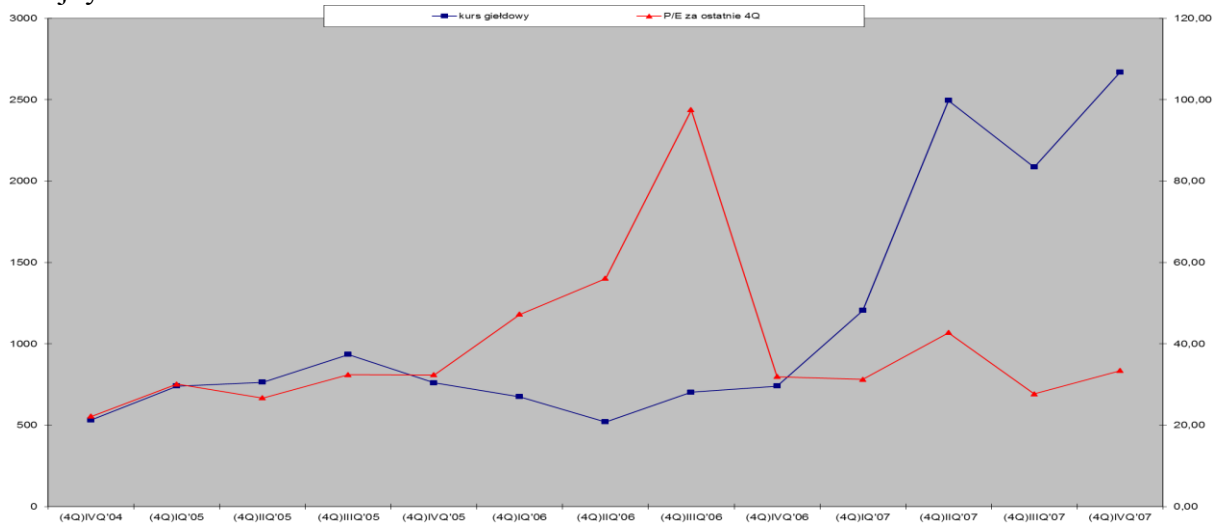
Oczywiście chodzi o zysk powtarzalny, czyli po wyłączeniu jednorazowych zdarzeń. Innymi słowy chodzi o zysk ze sprzedaży, po wyeliminowaniu np. pozostałych

przychodów/kosztów operacyjnych lub uwzględnieniu np. przychodów/kosztów wynikających z zabezpieczeń walutowych. Jak obliczyć zysk ze sprzedaży pisałem np. [tutaj](#)

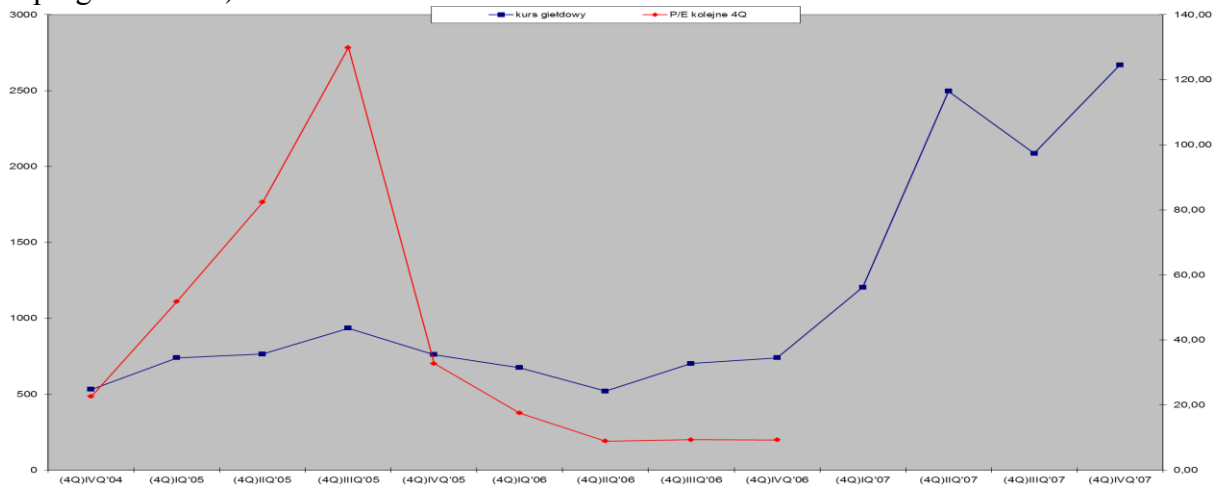
Podobny mechanizm zachodzi w przypadku spadku zysków.

Ponadto, aby “zarobić” na danej spółce, fakt znacznego wzrostu/spadku zysku nie może być już w “cenie”, czyli inwestorzy nie mogą się tego powszechnie spodziewać (kurs spółki zazwyczaj pierwszy “dyskontuje” zmianę zysków). Fakt czy wzrost/spadek zysków jest już w cenie można np. określić przez dokonanie wyceny, o metodach wyceny pisałem tutaj: [metody wyceny](#). Można też sprawdzić konsensusy rynkowe (średnią prognoz analityków) publikowane np. w płatnym serwisie bloomberg.

2. Chociaż wskaźnik historycznego P/E za ostatnie 4 kwartały może się wydawać wysoki/niski, to kurs giełdowy może “dyskontować” przyszłe oczekiwania co do zmian zysku generowanego przez spółkę. Dlatego też ważne są oczekiwania co do kierunku i siły zmiany zysków jak i rzeczywiste wyniki publikowane przez spółkę w kolejnych kwartałach:



3. Rynek nie jest efektywny i można dokonać kupna/sprzedaży akcji po atrakcyjnych cenach. Sytuacja taka miała miejsce np. na koniec III Q 2005, kiedy dla kolejnych czterech kwartałów wskaźnik P/E wynosił około 130 (później spadek kursu o 50%). Z kolei dla II, III oraz IV kwartału 2006 wskaźnik P/E dla kolejnych 4 kwartałów wynosił zaledwie 9 (później wzrost kursu o 400%). Pozostaje kwestią kluczową, jak to zaprognozować:-):



Jak już pisałem, kurs reaguje na zmiany oczekiwanego zysku. Możliwy jest okres, w którym kurs mocno wzrasta, gdyż np. firma ma dokonać przejęcia czy też znacznie zwiększyć skalę działania. Jeżeli jednak z jakiegoś powodu scenariusz ten się nie zrealizuje, kurs spółki może się gwałtownie skorygować.

Podobnie spółka może mieć słabe wyniki, jednak z powodu zmiany strategii czy też zmieniającego się [makrootoczenia](#), sytuacja może się zmienić, zyski znacznie wzrosną a to powinno spowodować wzrost kursu.

4. Giełda dyskontuje wydarzenia w realnej gospodarce?

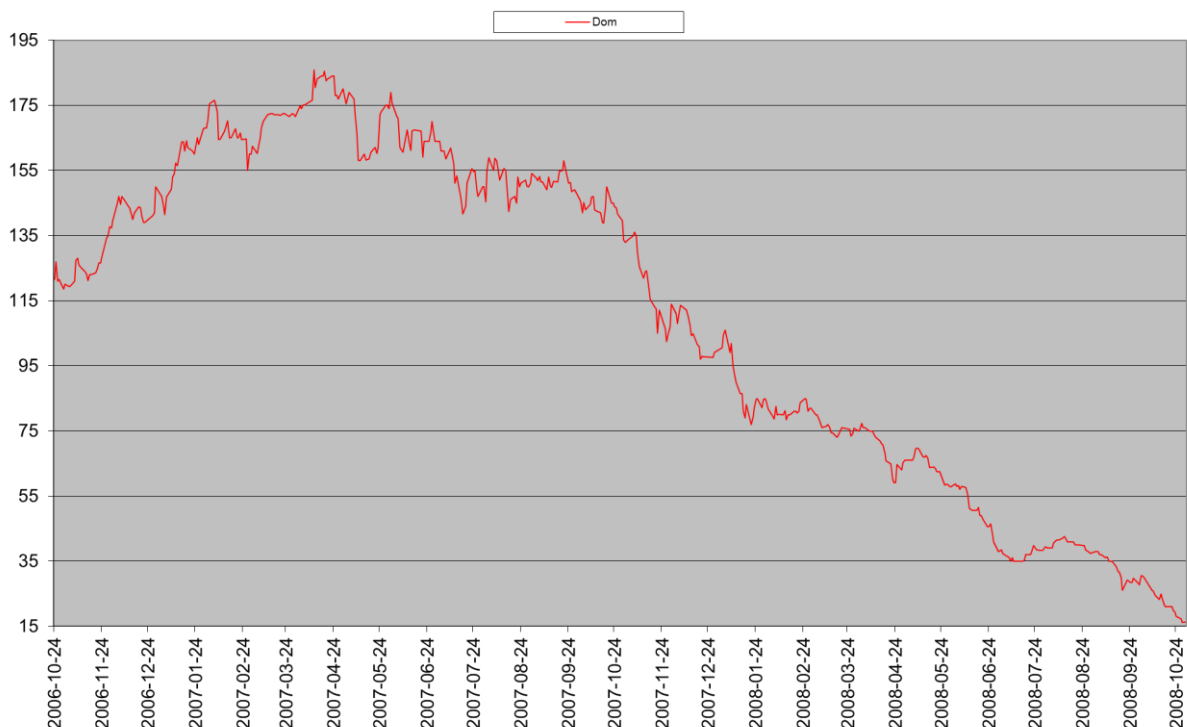
(Wpis z: 3 listopad 2008):

Na moim blogu staram się zgłębiać zagadnienia związane z [analizą fundamentalną](#). Dzisiaj postanowiłem, trochę przewrotnie, odpowiedzieć na pytanie co jest konsekwencją stosowania analizy fundamentalnej.

Kiedyś przeczytałem w jednej z książek, że zmiany indeksów giełdowych w USA wskazują na to, co będzie działo się z gospodarką (PKB) w przyszłości (niestety nie pamiętam już tytułu książki). Generalnie, według badań autora indeksy wyprzedzały szczyt boomu w gospodarce na około 6-9 miesięcy, natomiast w przypadku spowolnienia/recesji indeksy osiągały dołek tylko 3 miesiące wcześniej.

Postanowiłem zobaczyć jak to wygląda w polskich warunkach. Zanim postaram się odpowiedzieć na pytanie czy ta zależność występuje w Polsce, poniżej wrzuciłem wykres spółki giełdowej (deweloper) Dom Development:

[kurs-dom-development-i-ceny-nieruchomosci.xls](#)



Ostatnio wiele osób komentuje wydarzenia na rynku nieruchomości. Dopiero od niedawna pojawiają się negatywne opinie dotyczące popytu i cen. Patrząc jednak na kurs wspomnianej

spółki, ustanowił on szczyt w kwietniu 2007, czyli półtora roku temu. Było to prawie 190 zł. Z perspektywy czasu było to praktycznie w momencie, gdy ceny nieruchomości osiągnęły szczyt... Już rok temu, na jesieni 2007, po szybko spadającym kursie tego developera (i innych spółek – developerów mieszkaniowych) można było oczekiwać pogorszenie sytuacji w realnej sferze gospodarki, czyli na rynku nieruchomości... Dlaczego kurs tych spółek spadał? Bo inwestorzy oczekiwali spadku zysków tych spółek, jeżeli wierzyć, że na kursy spółek wpływają oczekiwania co do ich zysków, o czym pisałem tutaj: [Zachowanie się kursu spółki giełdowej oraz zysku netto przypadającego na akcję, czyli dlaczego kursy akcji spadają/wzrastają](#)

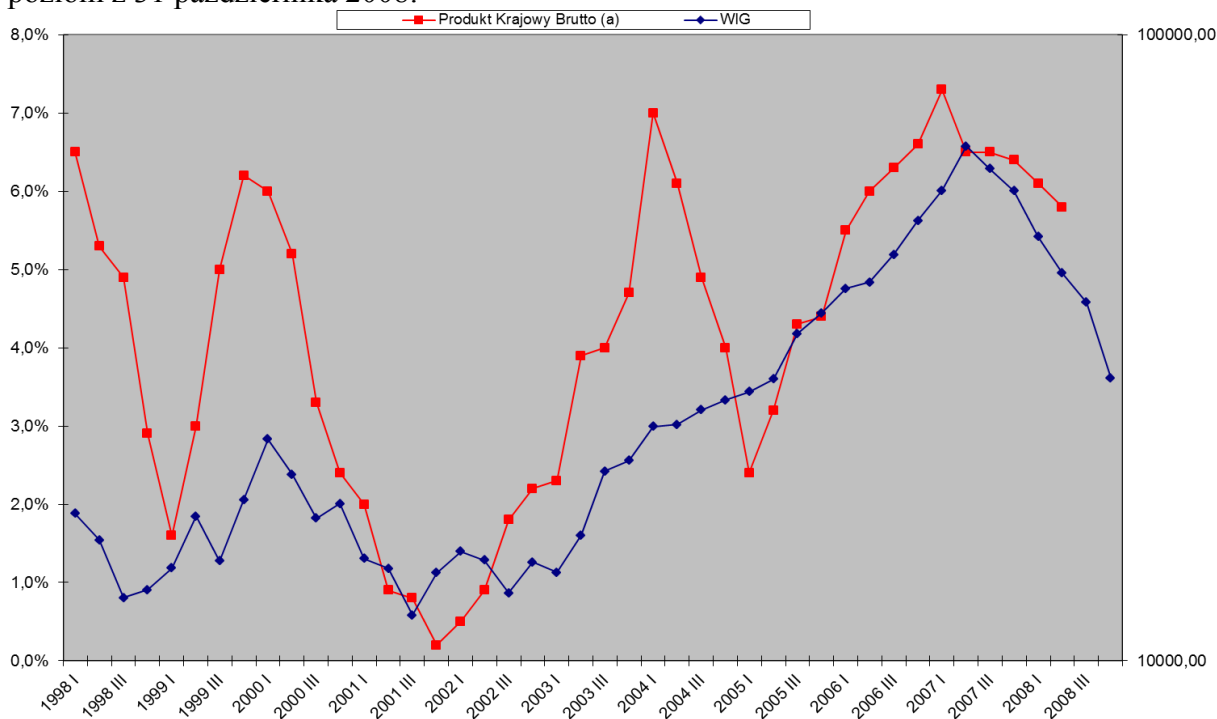
Poniżej:

- Umieściłem dane i wykres z kwartalnymi zmianami WIGu (Warszawski Indeks Giełdowy), dynamiką PKB r/r oraz bezrobociem od I kwartału 1998
- Na podstawie powyższych danych opisałem kilka wniosków, jakie na ich podstawie można wyciągnąć (szczególnie ciekawe jest zachowanie się stopy bezrobocia)

PKB kwartalne, WIG oraz bezrobocie:

[wig-pkb-i-bezrobocie.xls](#)

1. Na wykresie pierwszym czerwona linia i lewa skala to zmiana procentowa kwartalnego **PKB liczonego rok do roku (czyli ile wzrósł/spadł PKB w danym kwartale w porównaniu do PKB w tym samym kwartale rok wcześniej)**. Niebieska linia i prawa skala to zamknięcia **indeks WIG dla danych kwartalnych**. Na wykresie umieściłem również dane WIG na koniec III kwartału jak i obecny poziom z 31 października 2008:

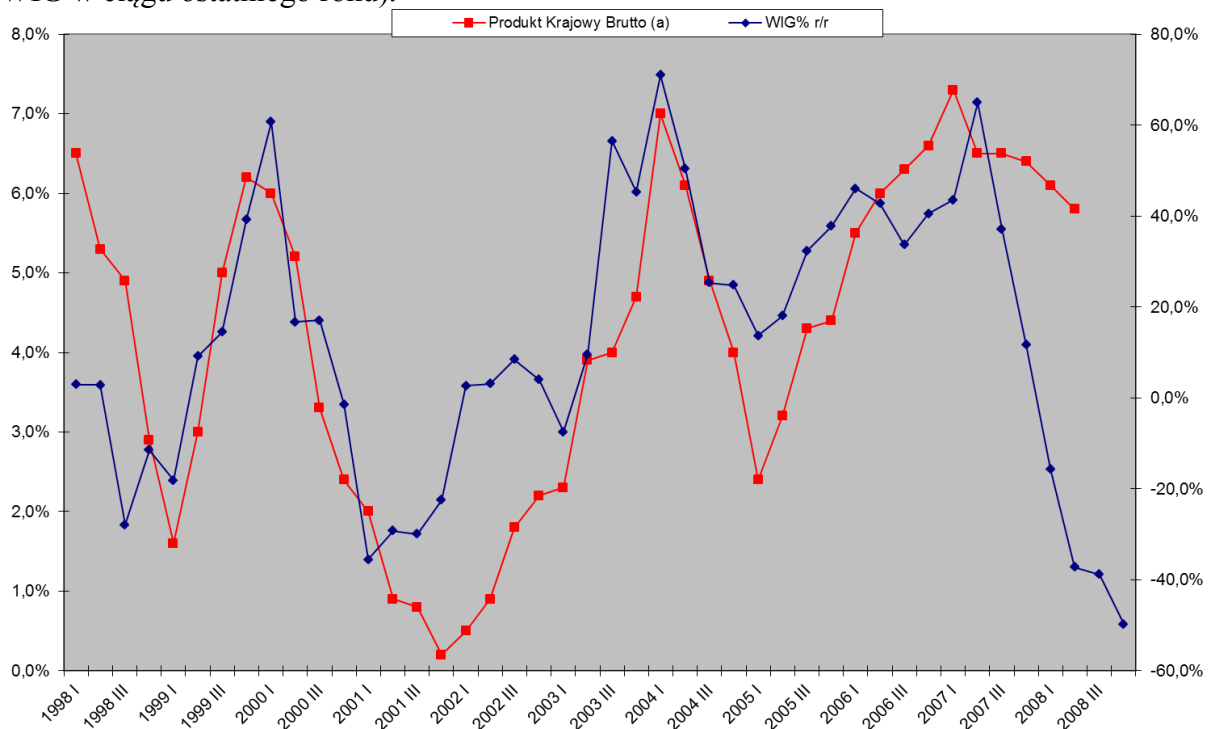


Jak widać generalnie trendy na WIG-u są zgodne z trendami na PKB kwartalnym a nawet je rzeczywiście wyprzedzają. Niedoskonałością danych o PKB publikowanych

przez GUS jest ich znaczne opóźnienie (kilka tygodni).

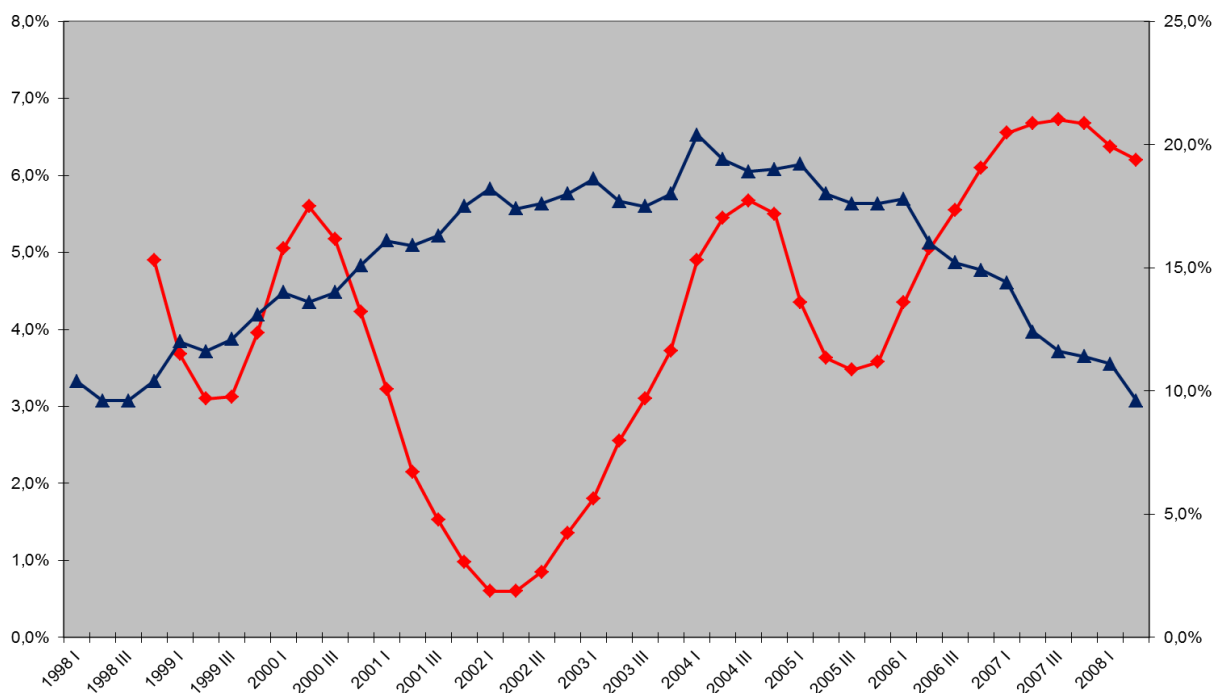
Z ciekawostek:

- W 2001 roku WIG miał najniższy poziom na koniec III q, natomiast najniższe PKB (0,6%) było w IV q. To był początek hossy na giełdzie jak i boomu w gospodarce.
 - Spowolnienie PKB z przełomu 2004/2005 przez indeks WIG praktycznie nie zostało “zauważone” (indeks utrzymał się w lekkim trendzie wzrostowym), było to zwiastunem bardzo dynamicznego wzrostu PKB w latach 2006 i 2007
 - W III q 2007 WIG rozpoczął trend spadkowy, co było oznaką zbliżającego się spowolnienia.
2. Drugi wykres to zmiana procentowa PKB kwartalnego liczona rok do roku (czerwona linia, lewa skala) oraz **procentowa zmiana WIG** (niebieska linia, prawa skala) dla danych kwartalnych liczona dla okresów rocznych (czyli ile procent spadł lub wzrósł WIG w ciągu ostatniego roku).



Z ciekawostek:

- Procentowe zmiany WIG-u wskazują, co będzie działo się z PKB, z tym że ważne jest porównanie rocznej zmiany procentowej obecnej i z poprzednich kwartałów. Generalnie jeżeli zmiana procentowa WIGu była coraz bardziej ujemna, PKB było coraz słabsze, zachodził również efekt odwrotny.
 - Generalnie dobrze świadczy o przyszłym PKB, jeżeli procentowa zmiana roczna jest dodatnia (ważny jest tutaj jednak trend w poprzednich kwartałach)
3. Trzeci wykres: czerwona linia i lewa skala to średnie PKB kwartalne liczone dla ostatnich 4 kwartałów (suma PKB kwartalnego za 4 kwartały i dzielone przez 4) oraz **stopa bezrobocia** na koniec poszczególnych kwartałów:



Na tym wykresie widać bardzo ciekawą sprawę:

Widać wyraźny trend na bezrobociu: od 1998 roku wzrosło z 9,5% do 20% w I kwartale 2004, aby później spaść do obecnych 9,5%. **Nie widać jednak silnej zależności stopy bezrobocia od dynamiki PKB** (przynajmniej w danych od 1998 roku). **Od 1998 do I kwartału 2001 roku wzrosło aż do 16% (o 6 pkt%), chociaż PKB rozwijało się średnio w granicach 3-5%! w poprzednich 4 kwartałach. W latach mizernego wzrostu PKB w latach 2001, 2002 i 2003 bezrobocie wzrosło z 16% do niecałych 19%! (czyli o 3%), aby na koniec I kwartału 2004 wzrosnąć jednorazowo powyżej 20% (w sumie 20% – 16% = 4 pkt%).**

Jest to dosyć ciekawe spostrzeżenie, wymagające zbadania. Być może w analizie bezrobocia z ostatnich 10 lat duże znaczenie ma któryś z poniższych czynników:

- Jeżeli przyjąć, że w latach 1980-1985 miejsce miał szczyt “baby boomu” (efekt powojennego wyżu demograficznego), ludzie ci w 2000-2005 mieli około 20 lat i akurat weszli na rynek pracy, stąd 20% bezrobocia to efekt wynikający w dużej mierze z wyżu demograficznego.

Pokolenie to już weszło jednak na rynek pracy a gospodarka musiała utworzyć dodatkowe miejsca pracy. **Obecnie na rynek pracy stopniowo będzie wchodził niż demograficzny urodzony po 1985 roku, dlatego w przyszłości trudno oczekiwać szybkiego powrotu dużego bezrobocia.** Po prostu jeżeli nawet PKB będzie niskie, w gospodarce zostało utworzonych więcej miejsc pracy niż będzie pracowników.

Piramidę demograficzną można zobaczyć na stronach GUS (str. 113):

http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PUBL_maly_rocznik_statystyczny_2008.pdf Jak widać szczyt “baby boom” to chyba 1984 rok (obecni 24 – latkowie), następnie urodzenia szybko spadają.

- Może to też być efekt kryzysu azjatyckiego z 1997 roku oraz rosyjskiego z 1998 roku. Po prostu gospodarka potrzebowała dużo czasu na utworzenie nowych miejsc pracy, skoro rynki zbytu zostały utracone i trzeba było szukać nowych

- o Warto byłoby też zbadać pracochłonność poszczególnych branż i zobaczyć, które z nich w latach 1998-2004 miała największe problemy.

Jeżeli jeszcze chodzi o wynagrodzenia, to ich tak dynamiczny wzrost jest jedną z przyczyn, które spowodowały spadki na giełdzie. Po prostu zyski firm są znacznie mniejsze, a to przekłada się na spadki kursów giełdowych. Jak widać nie można “mieć ciastka i go zjeść”. Jeżeli ktoś jest zadowolony, że znacznie więcej zarabia, to z drugiej strony, jeżeli ma oszczędności związane z giełdą, konsekwencją tego są niższe zyski firm i niższa wartość firm notowanych na gpw.

Na koniec jeszcze jedna uwaga dotycząca WIGu i PKB z ostatnich kilku kwartałów. Jak widać WIG mocno spadał, a PKB było powyżej 5%. Patrząc na składowe PKB, dużą jego część w ostatnich kwartałach stanowiła konsumpcja. Była ona wynikiem właśnie spadku bezrobocia widocznym na trzecim wykresie oraz w konsekwencji dynamicznym wzrostem wynagrodzeń.

Jak widać na wykresie drugim, w historii tak duże procentowe spadki WIGu w ciągu roku zawsze wskazywały na bardzo mocne spowolnienie PKB, czas pokaże jak będzie tym razem.

Podsumowanie:

1. Historyczne zachowanie WIG-u wskazywało co dzieje się/co będzie się działo z PKB w przyszłości i była to użyteczna informacja dla firm.
2. Historycznie PKB nie było głównym czynnikiem odpowiedzialnym za bezrobocie, chociaż pewnie przy obecnym spowolnieniu gospodarki media “zrobią swoje” i będą straszyły bezrobociem na zasadzie: “skoro w poprzednim spowolnieniu bezrobocie było ponad 20% a teraz jest tylko 9,5% to nieunikniony jest jego silny wzrost”.

Oczywiście w spowolnieniu gospodarczym jest znacznie trudniej o podwyżkę, awans czy zmianę pracy, są też zwolnienia. Patrząc jednak na historyczny trend na wskaźniku bezrobocia, PKB nie było główną przyczyną tak wysokiego bezrobocia w 2004 r.

W kolejnym artykule postaram się wyjaśnić, dlaczego giełda dyskontuje wydarzenia w realnej gospodarce dzieląc inwestorów na trzy grupy:

1. Ludzi bezpośrednio związanych ze spółką
2. Analityków finansowych/zarządzających
3. Inwestorów indywidualnych

Kontynuacja tego artykułu znajduje się tutaj: [Dlaczego giełda dyskontuje wydarzenia w realnej gospodarce?](#) a tutaj znajduje się artykuł [Jak wykorzystać wiedzę o tendencjach w gospodarce na podstawie zmian indeksów giełdowych?](#)

5. Dlaczego giełda dyskontuje wydarzenia w realnej gospodarce?

(Wpis z: 16 listopad 2008):

W artykule [Giełda dyskontuje wydarzenia w realnej gospodarce?](#) obiecałem podjąć próbę wyjaśnienia, dlaczego zmiany indeksów giełdowych wskazują, co prawdopodobnie będzie się działo z realną sferą gospodarki. Z kolei tutaj jest rozwinięcie poniższego artykułu: [Jak wykorzystać wiedzę o tendencjach w gospodarce na podstawie zmian indeksów giełdowych?](#)

Poniżej piszę o:

- Dwóch grupach czynników wpływających na zyski spółek
- Opisałem 3 grupy inwestorów, którzy analizując te czynniki dokonują transakcji na gpw
- Opisałem konsekwencje bycia w poszczególnych grupach inwestorów

Patrząc na kursy giełdowe warto zwrócić uwagę, że zazwyczaj handluje się niewielką częścią z całej puli wyemitowanych akcji. Główny pakiet ma zazwyczaj inwestor większościowy, długoterminowy (oczywiście, jeżeli taki jest). Zazwyczaj inwestor taki nie dokonuje na bieżąco transakcji, bo interesują go długoterminowe dochody, np. dochody z dywidendy. Dobrym przykładem jest tutaj np. France Telecom, inwestor strategiczny w TPSA czy Warren Buffet, dla którego giełda mogłaby być otwarta tylko raz na parę lat, kiedy dokonuje transakcji na danej spółce (pisałem o nim tutaj: [Warren Buffet i analiza fundamentalna](#)).

Tak więc kurs giełdowy, który można codziennie obserwować, jest wypadkową bieżących transakcji inwestorów. Oczywiście dokonując tych transakcji, inwestorzy uważają, że w perspektywie czasu dobrze na tym wyjdą. Jeżeli uznać, że na kursy akcji w dłuższym terminie wpływają generowane zyski, pisałem o tym tutaj: [Zachowanie się kursu spółki giełdowej oraz zysku netto przypadającego na akcję, czyli dlaczego kursy akcji spadają/wzrastają](#), warto zastanowić się jakie czynniki wpływają na zyski firmy.

Czynniki te można podzielić na dwie grupy:

- Czynniki zewnętrzne, niezależne od spółki
- Czynniki zależne tylko od spółki

Czynniki niezależne od spółki to kwestie związane z [analizą makrootoczenia](#) oraz analizą sektorową jak np. [analizą Pięciu sił Portera](#). Z analizy makrootoczenia, w krótkim terminie na zyski spółek szczególnie duży wpływ ma [otoczenie ekonomiczne](#). Pisałem o tym również np. w tych artykułach:

[Czynniki wpływające na kurs walutowy, czyli co decyduje o sile/słabości złotówki cz.1](#) oraz: [W jakich warunkach działają firmy w okresie spowolnienia/recesji?](#)

Czynniki zależne tylko od spółki to kwestie związane z [analizą sytuacji spółki](#). Generalnie są to czynniki, które zależą od działań bądź też zaniechań zarządu. Wpływ tych czynników jest szczególnie widoczny w długim terminie, kiedy znacznie mniejsze znaczenie mają czynniki niezależne od spółki a znaczenia nabiera strategia firmy.

Ze względu na powyższe dwa czynniki nasuwa się **podział inwestorów na trzy grupy:**

1. Ludzie bezpośredni związani ze spółką, np. zarząd czy kluczowi kontrahenci
2. Analitycy akcji/zarządzający
3. Inwestorzy indywidualni

Ludzie bezpośrednio związani ze spółką mają najlepsze informacje dotyczące czynników zależnych od spółki. Z kolei analitycy akcji/zarządzający mają znacznie mniejszy dostęp do tych informacji, ale mają za to lepszy pogląd na temat wspomnianego otoczenia ekonomicznego, np. [Wykład profesora Pedro Videla na temat kryzysu na rynku nieruchomości w USA zorganizowany przez UniCredit CAIB Poland S.A. oraz Rzeczpospolitą z lutego 2008, czy też znają mechanizmy opisane np. tutaj: \[W jakich\]\(#\)](#)

[warunkach działają firmy w okresie spowolnienia/recesji?](#) Najtrudniejsze zadanie mają inwestorzy indywidualni, gdyż mają najbardziej utrudniony dostęp do informacji na temat zarówno czynników zależnych jak i niezależnych od spółki.

Wspomniane trzy grupy inwestorów, na podstawie swoich przewidywań, co do przyszłości dotyczących spółek (oraz gospodarki, co prędzej czy później przekłada się na zyski spółek i PKB) dokonują bieżących transakcji na poszczególnych spółkach. Na podstawie kursów spółek tworzone są indeksy giełdowe, jak np. WIG (Warszawski Indeks giełdowy), co w konsekwencji prowadzi do tego, że ruchy indeksów “wyprzedzają” tendencje w realnej gospodarce.

Dla przykładu obecny skład WIGu znajduje się tutaj: [Indeksy giełdowe](#) (trzeba kliknąć skład). Na dzień pisania tego artykułu było to w sumie 324 spółki, z czego 4 największe spółki (TPSA, PKO BP, PEKAO, PKNORLEN) miały udział w indeksie wynoszący około 38%.

Warto tutaj podkreślić, że zachowanie indeksów i PKB zależy również od tego jak bardzo realna gospodarka jest reprezentowana przez notowane spółki. Im więcej spółek tym lepiej, bo większe “połączenie” z realną gospodarką.

Oczywiści pojedynczy inwestor i jego oczekiwania mogą być błędne, jednak kursy akcji to wypadkowa decyzji tysięcy inwestorów na wielu spółkach. Trafność tych decyzji co kwartał jest weryfikowana przez publikowane wyniki kwartalne spółek, np. [Rachunek zysków i strat-wariant kalkulacyjny](#) . Dodatkowo codziennie napływają nowe informacje ze spółek, które mogą coś wnieść na temat przyszłych wyników finansowych.

Konsekwencje bycia w poszczególnych grupach inwestorów:

Generalnie im ktoś ma więcej informacji na temat spółki (np. zarząd), tym lepiej jest w stanie powiedzieć, co stanie się z jej zyskami w przyszłości, jednak rodzi to pewne niebezpieczeństwo.

Po pierwsze ludzie tacy mogą niedoceniać czynników niezależnych od spółki jak wspomniane kwestie otoczenia ekonomicznego, bo przecież są specjalistami, ale tylko w swojej dziedzinie. Po drugie dostęp do szczegółowych informacji na temat spółki powoduje, że są tak przekonani o słuszności swojej opinii, że są w stanie nawet zaciągać wysokie kredyty pod kupno akcji, aby dodatkowo zarobić na tej opinii. Najlepszym przykładem są tutaj oligarchowie rosyjscy, którzy przecież nie tylko mieli informacje, ale również mogli nieraz wpływać na strategiczne decyzje np. ze strony państwa. Oczywiście nie wzięli pod uwagę, co się może wydarzyć, jeżeli na surowcach skończy się hossa lub nastąpi problem z “rolowaniem” zadłużenia. Powyższy mechanizm dotyczy również polskich warunków.

Potencjalnie w najgorszej sytuacji są inwestorzy indywidualni, bo mają najmniejszy dostęp do informacji o spółkach czy o otoczeniu ekonomicznym. Konsekwencją tego jest jednak potrzeba zgłębienia wiedzy na temat inwestowania, używając tylko bardzo ogólnych informacji. Jest to trudne zadanie, ale jeżeli już ktoś je odrobi, może być naprawdę dobry w inwestowaniu.

Wielu inwestorów indywidualnych wykorzystuje analizę techniczną. Trzeba jednak podkreślić, że zachowanie kursów akcji jest tylko konsekwencją procesów zachodzących w spółce oraz gospodarce, czym zajmuj się właśnie analiza fundamentalna.

Drugą przewagą inwestorów indywidualnych jest zazwyczaj kwestia kapitału, który inwestują. Inwestorzy instytucjonalni mają pod tym względem utrudnione zadanie, o czym pisałem tutaj: [Dlaczego analiza fundamentalna?](#)

6. Giełda i PKB/bezrobocie 1996/2010

Poniższą zakładkę utworzyłem w kwietniu 2009 r.: [Zakładka “Giełda i PKB” czyli plik w excel z bieżącymi i historycznymi danymi dla polskiego PKB oraz WIGu](#):

Jakiś czas temu napisałem dwa artykuły, gdzie starałem się przeanalizować co jest konsekwencją stosowania analizy fundamentalnej: [Giełda dyskontuje wydarzenia w realnej gospodarce?](#) oraz dlaczego tak się dzieje: [Dlaczego giełda dyskontuje wydarzenia w realnej gospodarce?](#).

Z kolei tutaj pisałem jak można wykorzystać powyższe zależności: [Jak wykorzystać wiedzę o tendencjach w gospodarce na podstawie zmian indeksów giełdowych?](#)

Poniżej wrzuciłem plik w excel (dane o kwartalnym PKB, giełdzie i dynamice zatrudnienia od 1996 r.), który będę uaktualniał raz w miesiącu, aby na bieżąco śledzić poczynania naszej giełdy :-) Innymi słowy będę obserwował, czy nadal zachodzą historyczne zależności, na podstawie których można było wnioskować, co wydarzy się z polską gospodarką i polskim PKB/bezrobociem w przyszłości.

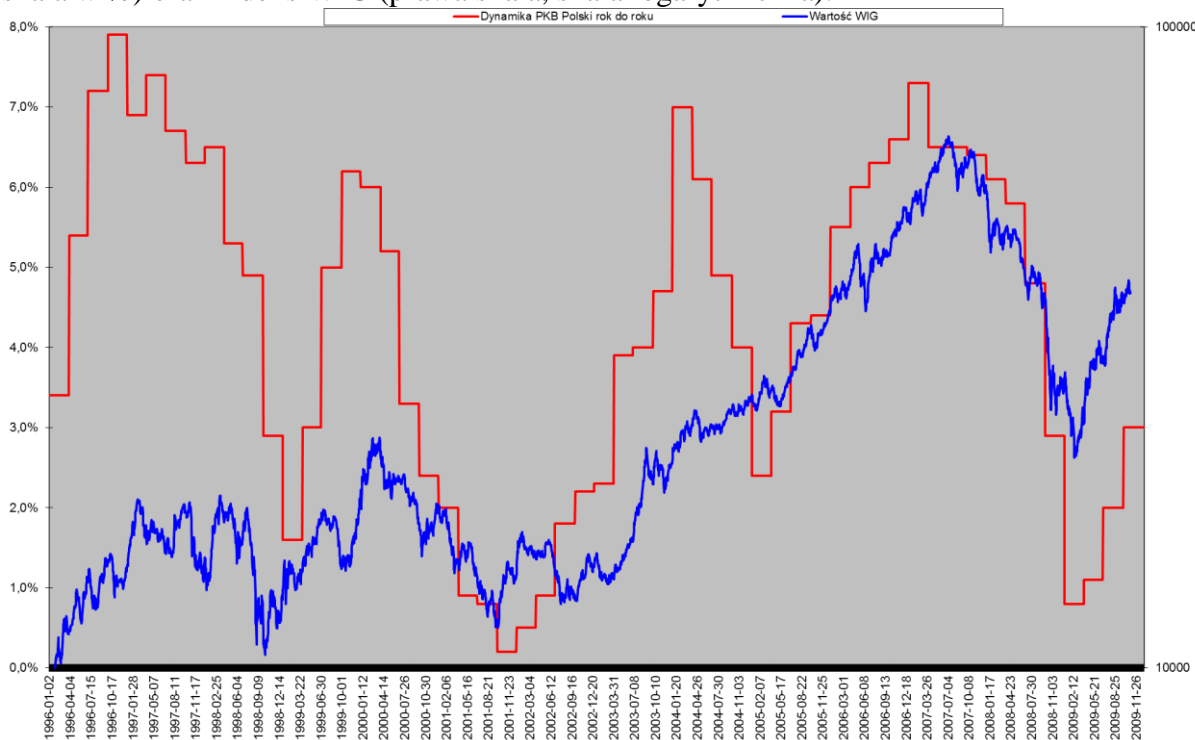
(Historyczne wpisy na temat poszczególnych miesięcy znajdują się tutaj:

<http://www.michalstopka.pl/category/10-gielda-i-pkb/>, z kolei w tym artykule wytłumaczyłem, dlaczego zachodzą poniższe zależności: [Zależności łączące GPW, PKB, produkcję przemysłową oraz sprzedaż detaliczną, czyli dlaczego dołek na PKB Polski był prawdopodobnie w I kwartale 2009 r.](#))

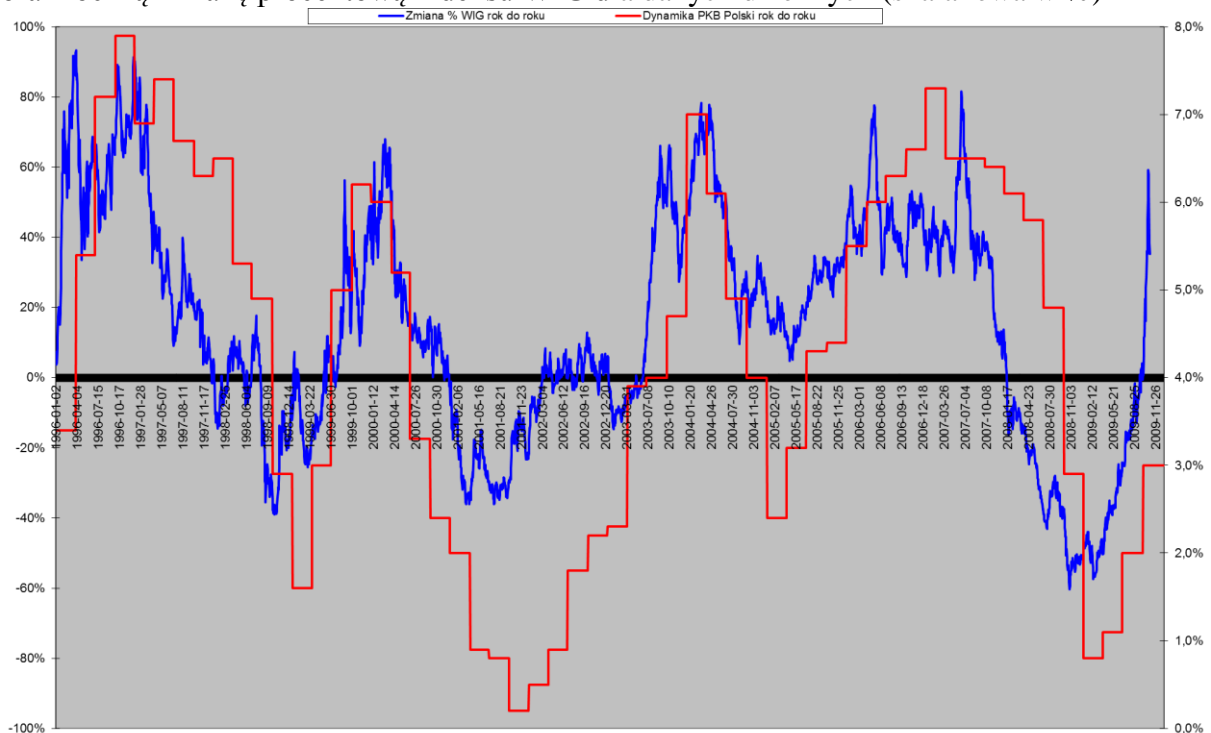
Plik z danymi za ostatni miesiąc dla WIGu, PKB oraz zatrudnienia (miejsca pracy BAEL):

[wig-za-pazdziernik-2009+pkb+zatrudnienie](#)

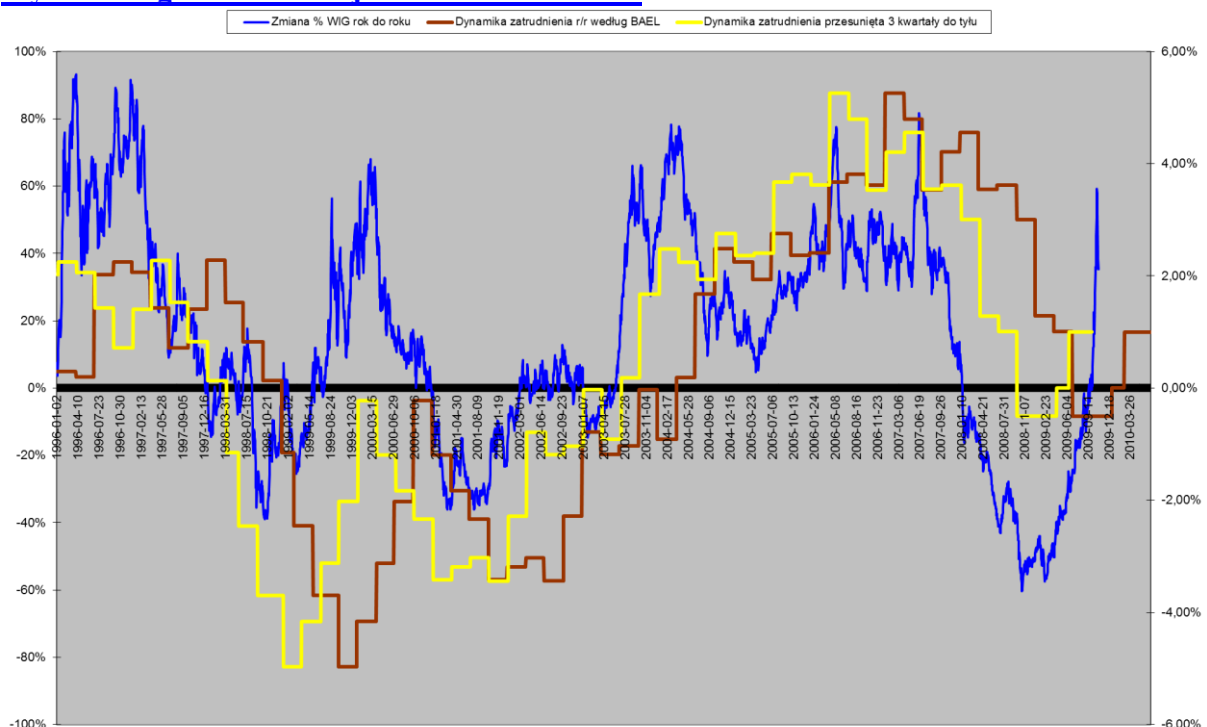
- “1 Wykres WIG i PKB Rok do Roku”, gdzie widać zmiany PKB (liczone rok do roku, lewa skala w %) oraz indeks WIG (prawa skala, skala logarytmiczna):



- “2 Roczna zmiana % WIG i PKB”, gdzie widać te same zmiany PKB (skala prawa w %) oraz roczną zmianę procentową indeksu WIG dla danych dziennych (skala lewa w %)



- Z kolei zakładki “3 zmiana % WIG i zatrudnienie” oraz “4 dyn. PKB i zatrudnienie” opisałem tutaj: [Zależności pomiędzy giełdą, PKB oraz zatrudnieniem \(bezrobociem\) czyli dlaczego bezrobocie już nie wzrośnie cz. 2](#)



Wnioski płynące z powyższych artykułów są bardzo ciekawe:

1. Historyczne szczyty Warszawski Indeks Giełdowy ustanawiał około kwartał po tym jak kwartalne PKB Polski (liczone rok do roku) również ustanawiało szczyt

(następnie rozpoczynało się spowolnienie co było sygnalizowane spadkami giełdy). Było tak w I q 1997, I q 2000, II q 2004 oraz II q 2007 (wykres 1. poniżej).

2. Co ciekawe, z kolei **dolki na WIG były ustanawiane około jednego kwartału przed dolkiem na PKB r/r.**

Było tak w IV q 1997 r. (kryzys rosyjski) oraz w III q 2001 (wykres 1. poniżej) (następnie PKB wzrastało coraz szybciej, o czym świadczyły wzrosty na giełdzie).

Może z podobną sytuacją mamy do czynienia teraz (kwiecień 2009, pisałem o tym [tutaj](#)). Dlaczego miałyby tak być, czyli o podstawowych czynnikach fundamentalnych, pisałem w kolejnych komentarzach na blogu Pana Wojtka Białka pod tym artykułem: <http://wojciechbialek.blox.pl/2009/04/Historia-nauczycielka-spekulanta.html> oraz pod tym: <http://wojciechbialek.blox.pl/2009/04/Katastrofisci-z-MFW.html>.

Generalnie są to czynniki, które negatywnie zadziałały w 2008 roku i spowodowały, że dałem prognozę spadku WIG20 o -30% w 2008, pisałem o tym tutaj: [Najlepsza prognoza: Michał Stopka:-\), czyli wyniki ankiety dotyczącej prognozy zamknięcia WIG20 na koniec 2008 r](#) . Ponadto pozytywnym czynnikiem fundamentalnym jest bardzo mocne osłabienie złotówki, pisałem o tym tutaj: [Wzrost gospodarczy Polski zależy od PKB Niemiec czy może jednak od kursu EUR/PLN?](#) (przynajmniej w krótszym terminie, bo w dłuższym pewnie wywoła inflację, jeżeli wierzyć wskaźnikowi WPI (Wskaźnik Przyszłej Inflacji) publikowanemu przez [BIEC](#) na przełomie 2009/2010 inflacja wyniesie około 6-7%...)

Czas pokaże czy wnioski są słuszne, jeżeli tak, dołek na WIG był w I q 2009 co oznaczałoby, że dołek na PKB r/r powinien być około II q 2009. Jeżeli z kolei założyć dalsze wzrosty na giełdzie, (czy nawet stabilizację, bo przez cały 2008 giełda spadała), to za jakiś czas roczna dynamika WIG wyjdzie na “zero”, co sygnalizowałoby PKB na przełomie 2009/2010 około 2 lub 3% r/r:-)

3. Roczna ”spadająca” procentowa zmiana indeksu WIG wskazywała, że gospodarka będzie zwalniała (wykres 2. poniżej).

Było tak podczas lat 1997-1998, 2000-2001 oprócz ostatnio 2007 i 2008.

4. Roczna ”wzrastająca” procentowa zmiana indeksu WIG wskazywała, że gospodarka będzie się coraz szybciej rozwijała (wykres 2. poniżej).

Było tak w 1999 r. , w latach 2002-2004 oraz 2005-2007.

5. **Przejsie rocznej dynamiki procentowej WIGu z ujemnej na dodatnią wskazywała, że PKB w kolejnych kwartałach będzie wynosiło mocno powyżej 3%.**

Było tak początkiem 1996 r., w połowie 1999 r. oraz w 2002 r.

6. **Z kolei przejście rocznej dynamiki WIGu z dodatniej na ujemną wskazywało na PKB w kolejnych kwartałach mocno poniżej 3%.**

Było tak w 1998 r., początkiem 2001 r. oraz początkiem 2008 r.

Poniżej pliki z historycznymi miesiącami:

[wig-za-wrzesień-2009+pkb+zatrudnienie](#)

[wig-za-sierpień-2009-i-pkb](#)

[wig-za-lipiec-2009-i-pkb](#)

[wig-czerwiec-2009-i-pkb1](#)

7. Zależności łączące GPW, PKB, produkcję przemysłową oraz sprzedaż detaliczną, czyli dlaczego dołek na PKB Polski był prawdopodobnie w I kwartale 2009 r.

(Wpis z: 10 czerwiec 2009):

Jakiś czas temu utworzyłem zakładkę "[Giełda i PKB](#)", gdzie pokazałem, że historyczne tendencje na polskiej Giełdzie Papierów Wartościowych wskazywały co będzie działo się z polską gospodarką i PKB w przyszłości.

Idea "dyskontowania" procesów zachodzących w gospodarce przez indeksy giełdowe nie jest niczym nowym, bo w USA zależność taką zaobserwowano już bardzo dawno temu. Na przykład kiedyś napisałem ten artykuł: [Ciekawa książka "Wspomnienia gracza giełdowego" Edwina Lefevre](#). Ostatnio kolega, który właśnie przeczytał tę książkę (po raz pierwszy została wydana w 1923 r. czyli prawie 100 lat temu!) wspominał, że zapamiętał z niej fragment, gdzie główny bohater książki wspomina, że "gracze" inwestujący na giełdzie dobrze wiedzą, że giełda wyprzedza procesy zachodzące w gospodarce o jakieś sześć miesięcy...

Oczywiście nie chodzi o jakiś "dziwny, niezrozumiały proces" ale po prostu o bardzo mocne powiązanie PKB z zyskami spółek oraz zależności pomiędzy PKB a danymi makro, o czym piszę poniżej.

Poniżej:

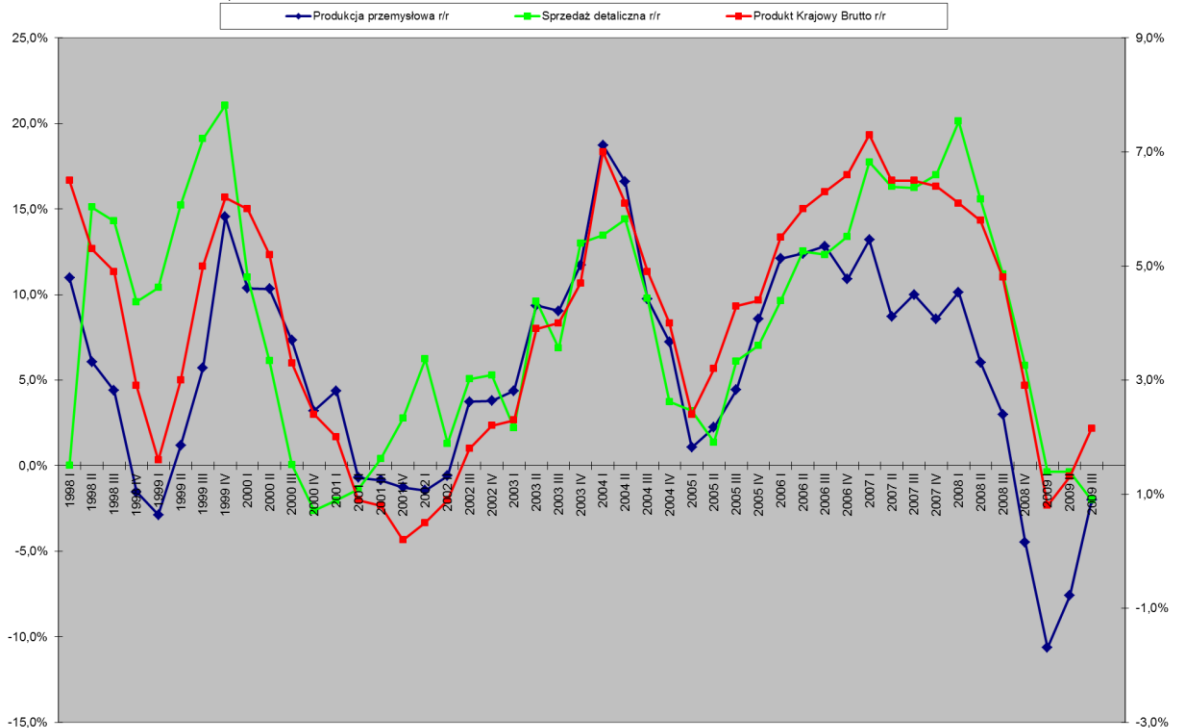
- Pokazuję kilka wykresów w excel, na jednym z nich nałożyłem wykres PKB, produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej a na tej podstawie można dojść do ciekawych wniosków...
- opisuję zależności łączące poszczególne dane fundamentalne łącznie z [korelacjami](#) pomiędzy PKB oraz produkcją i sprzedażą
- zastanawiam się jakie wnioski obecnie można wyciągnąć na podstawie historyczny zależności i obecnych danych fundamentalnych, czyli odpowiadam na pytanie dlaczego dołek na PKB był prawdopodobnie właśnie w I kwartale 2009, a jeżeli tak rzeczywiście by było to prognozy recesji w Polsce w 2009 roku można "włożyć między bajki"-:)

Poniżej w pliku na wyresie:

[kwartalne-pkb-polski-produkcja-przemyslowa-i-sprzedaz-detaliczna-lata-1998-2009](#)

- "PKB PP i SD" umieściłem dynamiki kwartalne od 1998 r. dla PKB (czerwona linia, prawa skala), produkcji przemysłowej (niebieska linia, lewa skala) oraz sprzedaży detalicznej (zielona linia, lewa skala). Dynamiki są liczone dla danych rok do roku, dla produkcji i sprzedaży są to średnie dynamiki z trzech miesięcy za dany kwartał. (Źródło: <http://www.bankier.pl/inwestowanie/notowania/macro.html> oraz

obliczenia własne)



- Na tym wykresie widać wyraźną, ciekawą zależność pomiędzy produkcją przemysłową a PKB: **produkcja przemysłowa podąża w tą samą stronę co PKB. Mało tego, jak ruch na produkcji jest silniejszy to również ruch na PKB jest zazwyczaj silniejszy.**

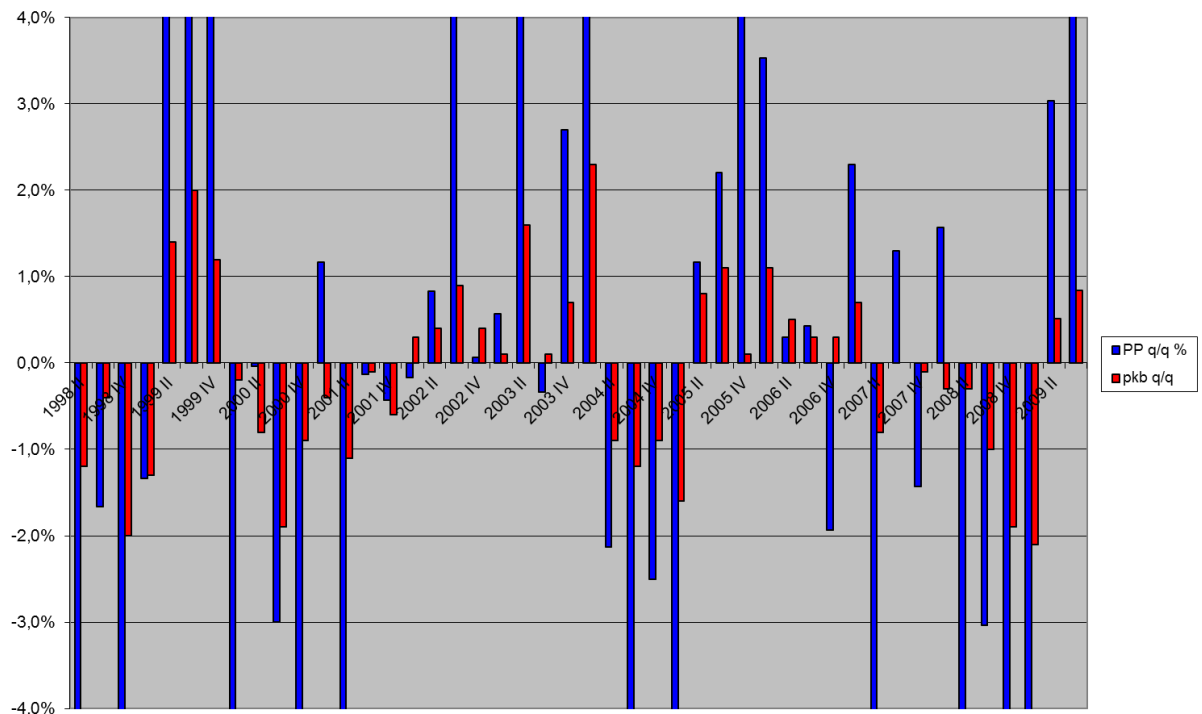
Korelacja była bardzo silna i wyniosła 82% (zakładka “dane kwartalne”).

Dla każdego 10% ruchu na produkcji ruch na PKB było to około 2,8% (mediana dla 1% było to 0,28 – zakładka “dane kwartalne”).

Dlaczego zależność pomiędzy PKB a produkcją jest tak duża? Bo produkcja to jedna z głównych składowych PKB. Ponadto tendencje na produkcji wpływają mocno na tendencje na usługach, np. na transport, finanse czy inne usługi potrzebne aby firmy mogły przygotować produkcję a następnie dystrybuować produkty.
- Z ciekawostek:**

 - Odbicie typu “V” na PKB w 1998 i 1999 (kryzys rosyjski) było spowodowane odbiciem typu “V” na dynamice produkcji przemysłowej i do złudzenia przypomina obecne odbicie na produkcji w II i III kwartale 2009, o ile prognozy ekonomistów się sprawdzą;
 - W latach 2001-2002 było 5 kwartałów bardzo słabego PKB w okolicach “zero plus” bo produkcja przemysłowa spadła “poniżej zera” i tak się utrzymywała przez 5 kwartałów;
 - PKB w III kwartale 2002 przyspieszył do 1,8% bo produkcja mocno wzrosła ”na plus” (o +3,7% w porównaniu do dynamiki za II q 2002)
 - Szczyt na PKB w I q 2004 był przy szczycie na produkcji w tym samym kwartale
 - Dołek na PKB w I q 2005 był przy minimum na produkcji w tym samym kwartale
 - Szczyt na PKB był w I kwartale 2007, kiedy był szczyt na dynamice produkcji
 - **Załamaniem na PKB w IV kwartale 2008 (2,9% z 4,8% kwartał wcześniej) i I kwartale 2009 (0,8% z 2,9% kwartał wcześniej) było spowodowane w dużej mierze załamaniem na produkcji (na której różnica w dynamice q/q było to odpowiednio -7,5% oraz -6,2%)**

- Podobna, generalna zależność występuje dla sprzedaży detalicznej chociaż nie jest już tak widoczne jak dla produkcji, szczególnie w momentach “odwracania trendu” na PKB.
Historyczna korelacja to 75%, dla każdego 10% ruchu na sprzedaży detalicznej ruch na PKB był to 1,6%, czyli prawie połowa tego co dla produkcji przemysłowej
- **Z ciekawostek:**
 - W 1999 r. sprzedaż detaliczna ustanowiła minimum kwartał przed minimum na PKB
 - W spowolnieniu 2000-2001 minimum na sprzedaży detalicznej było aż 4 kwartały przed minimum na PKB a **spadki na dynamice trwały zaledwie cztery kwartały** (podobnie jak obecnie od II kwartału 2008...)
 - W 2004 i w 2005 max i min na sprzedaży było kwartał po max i min na PKB
 - W 2008 sprzedaż ustanowiła max 4 kwartały po max na PKB
- W zakładce “**PKB i produkcja przem. q do q**” pokazałem ruchy na produkcji przemysłowej i PKB ale liczone jako różnica dynamiki za dany kwartał w porównaniu do poprzedniego kwartału.

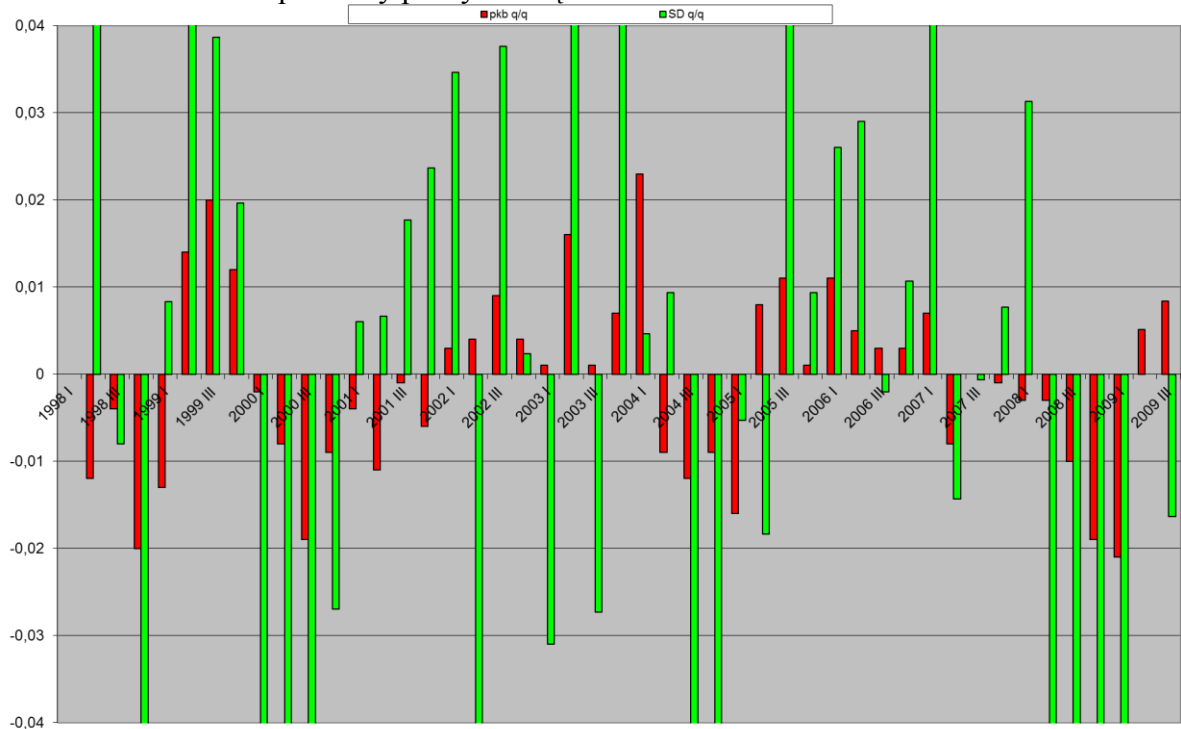


Dla przykładu jeżeli w poprzednim kwartale produkcja była + 20% rok do roku a w tym kwartale już tylko +10% rok do roku, to dynamika zmniejszyła się o 10% co powinno przełożyć się na mniejszą dynamikę PKB o 2,8% niż w poprzednim kwartale (bo $10\% * 0,28 = 2,8\%$).

Jak widać w tej zakładce, w historii zmiana dynamiki produkcji powyżej 2% (niebieski) praktycznie zawsze powodowała podobny co do kierunku ruch na PKB (czerwony). A taki pozytywny ruch powyżej 2% powinien też być w II i III kwartale 2009:-)

- Podobną zależność przedstawiłem dla sprzedaży detalicznej w zakładce “PKB i sprzedaż det. q do q”, ale tutaj widać, że ta zależność już nie była taka wyraźna, czyli

nie zawsze kierunek sprzedaży pokrywał się z kierunkiem na PKB



- Policzylem też zależności dla produkcji budowlano montażowej (dane kwartalne), ale tutaj historyczna korelacja było to tylko 38%, więc nie była to jakoś bardzo ważna składowa PKB, co również widać jeżeliby nałożyć produkcję budowlaną na PKB.

Dlaczego dołek na PKB był prawdopodobnie w I kwartale 2009?

Na podstawie powyższych historycznych zależności można dojść do ciekawego wniosku (poniższe obliczenia są dosyć prostym modelem, przy założeniu, że produkcja przemysłowa to “konserwatywnie” tylko 60% ruchu na PKB a sprzedaż detaliczna 40%, to moje arbitralne założenia):

- Prawdopodobnie dynamika produkcji przemysłowej za II kwartał 2009 będzie to np. - 7,6% r/r czyli + 3% q/q, co powinno dać PKB wyższe o 0,5% niż w pierwszym kwartale 2009, bo $+3\% * 0,28 * \text{udział } 60\% = +0,5\%$ (a tak powinno być ze względu na “efekt euro”, pisałem o tym tutaj: [Wzrost gospodarczy Polski zależy od PKB Niemiec czy może jednak od kursu EUR/PLN?](#)).
Jeżeli z kolei założyć, że sprzedaż detaliczna za II q będzie “neutralna dla PKB”, czyli podobnie jak w I kwartale 2009 również -0,4% r/r (pewnie będzie nawet lepiej bo za kwiecień było to +1% a na maj jest podobna prognoza, czyli w czerwcu sprzedaż może spaść nawet -3,5% r/r) to wtedy PKB w II kwartale wyniosłoby około +1,3%:-)
- Idąc dalej, jeżeli produkcja przemysłowa w III q 2009 byłoby to np. -2% r/r (nie jest to jakieś bardzo optymistyczne założenie, bo Wojciech Białek pisał na [blogu](#) o +2,9% r/r w sierpniu 2009) i zakładając nawet spadek sprzedaży detalicznej o -2% r/r (czyli - 1,6% q/q) to w sumie mielibyśmy PKB za III q +1,5%.
Dlaczego? Produkcja “dołożyłaby” do PKB za I q 2009 +1,5% (bo zmiana produkcji $+8,6\% * 0,28 * \text{udział } 60\%$) a sprzedaż detaliczna odjęła -0,8% (bo zmiana sprzedaży - 1,6% * 0,16 * udział 40%).
- Oczywiście gdyby oprzeć się w 100% tylko na produkcji przemysłowej, to w III q 2009 PKB musiałoby wynieść coś koło + 3% r/r.

- Nie zdziwiłbym się, jeżeli sprzedaż detaliczna wcale nie spadłaby w III q 2009 r/r, bo po pierwsze obecny kryzys bardzo przypomina mi warunki fundamentalne z 1998 i 1999 r. Podobnie jak wtedy jest niskie bezrobocie, kryzys zewnętrzny i spadek dynamiki sprzedaży jest bardziej “psychologiczny” i wynikający ze wzrostu stopy oszczędzania po okresie kilku lat nieprzerwanego, bardzo wysokiego PKB w Polsce.
- A skoro ludzie nadal mają pieniądze to wystarczy trochę optymizmu i wydadzą ich trochę więcej, szczególnie, że np. banki dawały w ciągu ostatnich kilku kwartałów całkiem przyzwoite oprocentowanie. Dla przykładu oszczędności gospodarstw domowych w samych bankach to jakieś 300 mld zł, czyli 25% PKB...
- A optymizm poprawił się ostatnio: [WOK bankier](#). Zresztą co ciekawe obecny “pesymizm” jest na podobnym poziomie jak był w okolicach poprzedniego dołka na PKB, co również daje do myślenia...
- Dodatkowo właśnie minęły 4 kwartały od szczytu dynamiki na sprzedaży detalicznej w I q 2008, podobnie jak w 2000/2001. Ludzie mogą się powstrzymać z zakupami przez jakiś czas, ale jest pewien poziom “powtarzalnej” sprzedaży. Ponadto można odłożyć zakupy czegoś o rok, ale jak poprawiają się relatywne warunki w gospodarce (a to prawdopodobnie pokaże dynamika na produkcji przemysłowej w II i III q 2009) to i ludzie podchodzą trochę bardziej “optymistycznie” do zakupów a przez to sprzedaż może osiągnąć minimum dynamiki np. w II kwartale 2009 (a może już osiągnęła w I q?)

Podsumowując w III kwartale 2009 dynamika PKB być może będzie nawet powyżej +2,% r/r a może nawet lepiej, np. +3%, jeżeli dane o sprzedaży detalicznej będą lepsze niż założyłem w powyższych obliczeniach (-2% r/r) a już wogóle jeżeli okazałoby się, że produkcja przemysłowa też byłaby lepsza (założyłem również -2% r/r).

W tym kontekście szczególnie dziwią mnie prognozy np. Komisji Europejskiej czy MFW mówiące o recesji w Polsce w 2009 r. Przecież to czysta, prosta matematyka, jak dodanie 2+2=4:-) Owszem w 2009 będzie prawdopodobnie coś koło 1,5 czy 2% PKB ale nie minus ale “plus”:-)

W takiej sytuacji nie dziwią też specjalnie mocne wzrosty na giełdzie od dołka w marcu 2009. Po prostu inwestorzy śledzą poprawiające się dane fundamentalne a to przełożyło się na wzrosty indeksów giełdowych. Pisałem o tym tutaj: [Giełda i PKB maj 2009](#) a wykres WIGu znajduje się tutaj: [Giełda i PKB](#)

8. Zależności pomiędzy giełdą, PKB oraz zatrudnieniem (bezrobociem) czyli dlaczego bezrobocie już nie wzrośnie cz. 2

(Wpis z: 8 październik 2009):

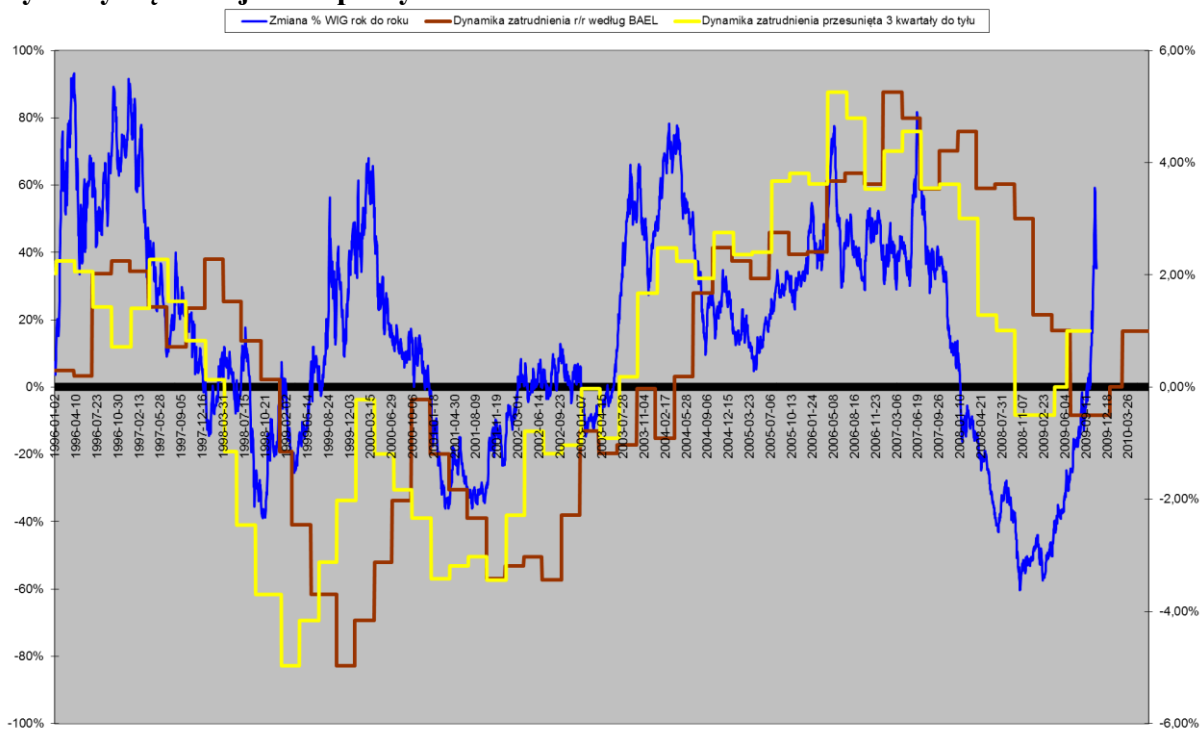
Zanosi się na to, że byłem zbyt pesymistyczny w swoim optymizmie:-) i bezrobocie na koniec 2009 i 2010 nie wzrośnie nawet do tych 12 %, o których pisałem w lipcu w tej zakładce: [Jak niskie bezrobocie w Polsce w 2009/2010?](#). (na koniec września bezrobocie wyniosło 11%).

A w 2010 roku powstanie jakieś kilkaset tysięcy nowych miejsc pracy...

Dlaczego?

W zakładce: [Giełda i PKB \(1996/2010\)](#) dorzuciłem w pliku excel wykres: “3 zmiana % WIG i zatrudnienie”, gdzie widać bardzo ładną zależność pomiędzy roczną zmianą procentową WIGu oraz dynamiką zatrudnienia (roczną procentową zmianą miejsc pracy). **Sprowadza się**

ona do tego, że roczna dynamika WIGu wyprzedza dokładnie o 3 kwartały to co wydarzy się z miejscami pracy:



(UWAGA:

- 1) chodzi o roczną zmianę procentową giełdy a nie o same dołki/szczyty na giełdzie, bo te nie pokrywają się z rocznymi zmianami % na giełdzie
- 2) dynamika to nie to samo co bezwzględne poziomy indeksu czy miejsc pracy, np. giełda w jednym roku może spaść -30% a w drugim tylko -10%, czyli na wykresie dynamiki będzie dołek przy -30% i dynamika spadku będzie coraz mniejsza chociaż poziom indeksu nie wzrośnie w tym czasie)

Dlaczego roczne procentowe zmiany giełdy dyskontują dynamikę zatrudnienia? Skoro kursy akcji np. rosną (albo coraz wolniej spadają w procentach niż w poprzednim okresie), bo inwestorzy przewidują, że będą wyższe zyski (spowodowane np. wyższymi zamówieniami) to jak już po paru miesiącach te zamówienia są realizowane, firmy po prostu muszą zwiększyć zatrudnienie (i na odwrót w okresie spowolnienia).

Na wspomnianym wykresie bieżąca dynamika miejsc pracy r/r to kolor brązowy, a kolor żółty to dynamika zatrudnienia przesunięta właśnie o 3 kwartały wstecz.

Na wykresie widać bardzo ładnie, że przesunięta “wstecz” dynamika miejsc pracy pokrywa się dosyć ładnie z roczną zmianą procentową WIGu.

Do 2000 roku przesunięcie wynosiło 4 kwartały, a od 2000 roku już tylko 3 (od 2000 r. pewnie związane to jest z pojawieniem się internetu na szerszą skalę jak i większą liczbą spółek na giełdzie, co lepiej pokazywało “realną gospodarkę”)

Jaki wniosek można obecnie wyciągnąć na podstawie historycznego zachowania giełdy?

Dołek na dynamice giełdy był w IV kwartale 2008 oraz w I kwartale 2009, stąd też dołek na miejscach pracy jest właśnie teraz, czyli w III i IV kwartale (dochodzimy do tego dodając 3 kwartały do IV kwartału 2008 i I kwartału 2009).

A skoro roczna dynamika WIGu jest już dodatnia (i daleko od ostatniego dołka na dynamice na przełomie 2008-2009), to w 2010 r. powinny być tworzone nowe miejsca pracy:-)

Taka tezę potwierdza też analiza bezrobocia od 1992 r. z arkusza "dane kwartalne" z zakładki [Dane makro \(1992/obecnie\)](#). Od 1992 roku w najgorszych latach z dużym wzrostem bezrobocia, w IV kwartale bezrobocie wzrastało maksymalnie o około +1% (np. 1999 r i 2000) stąd też skoro na koniec września bezrobocie wyniosło 11%, to na koniec grudnia nie powinno przekroczyć 12%.

Mało tego, w najgorszych latach dla bezrobocia, okres koniec marca - koniec września to był lekki wzrost bezrobocia, a w tym roku bezrobocie lekko spadło, co tylko potwierdza siłę 15 czynników opisanych w cytowanej już zakładce: [Jak niskie bezrobocie w Polsce w 2009/2010?](#)

Wydaje mi się, że w takim układzie bezrobocie na koniec grudnia 2009 wzrośnie pewnie do około 11,6%:-) Podobnie będzie na koniec 2010 (bezrobocie pewnie nie spadnie jakoś specjalnie, chociaż zostaną utworzone nowe miejsca pracy, bo cały czas na rynek pracy wchodzi nowe roczniki, którym bez doświadczenia i pracujących już znajomych trudniej znaleźć pracę)

Na koniec warto dodać, że byłem dosyć zaskoczony, jak dokładna jest zależność pomiędzy roczną dynamiką WIGu i zatrudnienia, znacznie lepsza niż pomiędzy kwartalną dynamiką PKB i zatrudnieniem (wykres "4 dyn. PKB i zatrudnienie" w zakładce [Giełda i PKB \(1996/2010\)](#)).

Wnioski z powyższego artykułu potwierdza również ten artykuł: [Bezrobocie sezonowe w Polsce w latach 1992/2009 czyli dlaczego warto widzieć świat takim jakim jest cz.2](#)

9. Wzrost gospodarczy Polski zależy od PKB Niemiec czy może jednak od kursu EUR/PLN?

(Wpis z: 27 marzec 2009)

Od jakiegoś czasu słyszy się coraz gorsze informacje dotyczące gospodarki polskiej oraz światowej. Konsekwencją tego są coraz słabsze prognozy dotyczące PKB Polski w 2009 roku. Np. ostatnio prognoza BNP Paribas zakłada spadek polskiego PKB w 2009 r. o -1,8%. Oficjalny konsensus prognoz ekonomistów obecnie wynosi około +0,4 % (pisał o tym Puls Biznesu 26 marca), ale tak naprawdę większość oczekuje gorszego PKB niż ich "oficjalne" prognozy, które były wydawane, zanim pojawiły się bardzo złe dane (np. spadek eksportu Japonii prawie o -50% r/r w lutym).

(jeżeli chodzi o czarne wizje PKB Polski w 2009 w wysokości np. -3%, odsyłam do mojego komentarza nr. 9 poniżej tego artykułu: raczej tak nie powinno być, bo pojawi się dodatni eksport netto)

Poniżej piszę o:

- Przypominam mój artykuł z jesieni 2008, gdzie pisałem, że ruchy na giełdzie generalnie wyprzedzają to, co będzie działo się w gospodarce a na jesieni 2008 giełda "dyskontowała" mocne spowolnienie/recesję w polskiej gospodarce
- Stawiam tezę, że jak wskazują dane z poprzedniego spowolnienia w latach 2001-2002, **wbrew temu, co słyszy się w mediach, słabe PKB Niemiec, czy nawet recesja, nie**

miało specjalnego wpływu na polski wzrost gospodarczy, a nawet było korzystne dla polskiej gospodarki (Niemcy to największy odbiorca polskiego eksportu (25%), który z kolei w ich imporcie stanowi niecałe 2%), a **kluczowe znaczenie ma...**

- **Kurs złotówki w relacji do euro, ta zależność była po prostu wprost niewiarygodnie zadziwiająca, kierunek dynamiki PKB był taki sam jak ruch na euro. Dlaczego? Bo przy wzroście kursu EUR/PLN z jednej strony nasz eksport jest bardziej konkurencyjny (tańszy dla zagranicy) a z drugiej import jest droższy i więcej jest kupowanych produktów wytworzonych w naszym kraju**
- To wszystko można zobaczyć na kilku wykresach w pliku excel poniżej
- Jak widać, ponownie warto przytoczyć mój artykuł [Warto widzieć świat takim jakim jest czy takim, jakim chcielibyśmy aby był?](#)... o czym pisałem również przy próbie odpowiedzi na pytanie dlaczego złotówka tak mocno się osłabiła : [Czynniki wpływające na kurs waluty cz.4: ważne są stopy procentowe czy PKB? a tym samym jaki docelowy kurs PLN/EUR w 2009?](#)
- No i wreszcie chyba najważniejsze:-) na koniec I kwartału 2009 roczny spadek WIGu będzie najprawdopodobniej mniejszy niż ten z IV kwartału 2008, co jeżeli historyczne zależności i tym razem się potwierdzą, świadczy o tym, że dołek na Polskim PKB będzie coś koło III kwartału 2009:-)
- **Na końcu robię podsumowanie, stawiam tezę na temat PKB Polski w 2009 i 2010 r. oraz podaję argumenty, dlaczego nie spodziewam się, wbrew niektórym opiniom, bardzo mocnego wzrostu bezrobocia (oczywiście musi ono wzrosnąć, ale bardziej będzie to “zdrowy”, oczyszczający (dla gospodarki) wzrost bezrobocia niż wariant hiszpański, gdzie bezrobocie wzrosło z 8% w połowie 2007 do prawie 15% początkiem 2009 r.)**

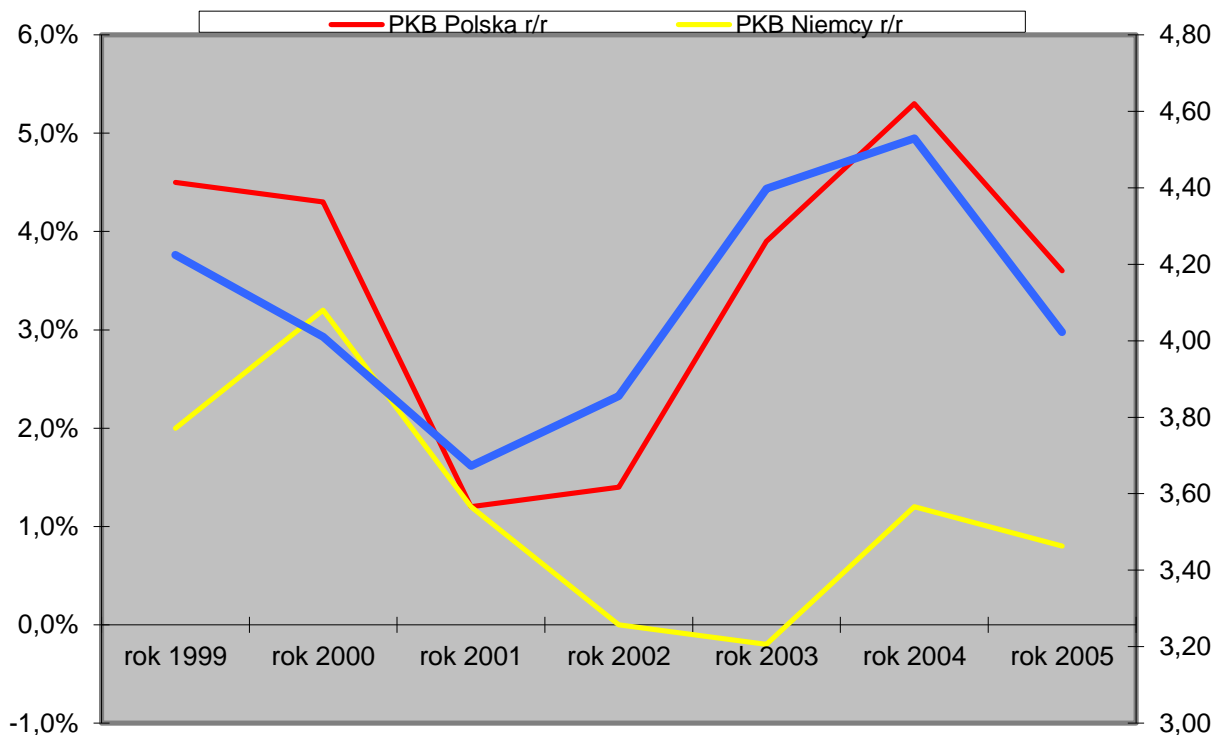
To co się dzieje i będzie działo w polskiej gospodarce nie jest dla mnie jakimś specjalnym zaskoczeniem. Indeksy giełdowe zaczęły dyskontować spowolnienie już prawie dwa lata temu, np. WIG (Warszawski Indeks Giełdowy) ustanowił szczyt hossy 7 lipca 2007 r. i od tego czasu zaczął trend spadkowy.

A to, że w gospodarce będzie bardzo słabo i o możliwości nawet recesji można było się spodziewać już po drugim kwartale 2008 po tym, jak giełda spadła w ciągu roku -37%. Pisałem o tym na jesieni 2008 w artykule: [Giełda dyskontuje wydarzenia w realnej gospodarce?](#) Był to już większy roczny spadek niż w poprzedniej bessie z lat 2000-2001, kiedy to w minimum w IV kwartale 2001 PKB wyniosło zaledwie 0,2% r/r, (w II kwartale 2001 roczny spadek giełdy wyniósł -35%) czy roczny spadek giełdy w III kwartale 1998 r. (kryzys rosyjski), kiedy spadek wyniósł -28%, a dynamika PKB wyniosła zaledwie 1,6% w I kwartale 1999. A już dosadnym sygnałem, że w gospodarce będzie bardzo słabo był roczny spadek w wysokości ponad -50% na koniec 2008 r.

Poniżej w pliku, na wykresie:

[pkb-polski-i-niemiec-plus-pln-i-eur-2000-2009](#) (aby łatwiej zrozumieć “cyferki” polecam najpierw zapoznać się z zakładką “dane” oraz przejrzeć szybko wszystkie wykresy, kluczowy jest wykres 1.)

1. PKB Polski (czerwony, lewa skala) i Niemiec (żółty, lewa skala) od roku 1999 do 2005



Jak widać w 2000 r. PKB Niemiec wyniosło 3,2% a Polski 4,3%. W 2001 r. Niemieckie PKB wzrosło jedynie 1,2%, wiele osób za konsekwencję tego uważało spadek dynamiki polskiego PKB w tym samym roku do również 1,2%. Gdyby tak rzeczywiście było, to w 2002 r. na polskim PKB powinno być znacznie gorzej (PKB Niemiec 0%) a w 2003 już wogóle katastrofa (PKB Niemiec spadło o -0,2%). A jak było? W 2002 polskie PKB wzrosło o 1,4% a w 2003 aż o 3,9%!

Na pewno do wzrostu PKB nie przyczyniła się konsumpcja (wzrost średniego bezrobocia z 12% w 1999 do 18% w 2003) oraz kredyty bankowe, bo banki wtedy podobnie jak teraz nie udzielały kredytów z oczywistych powodów (ryzyko+ bezrobocie).

Jaki czynnik był więc odpowiedzialny za polskie PKB? Odpowiedź jest jednocześnie zaskakująca jak i interesująca, a mianowicie kurs złotówki do euro (niebieski, prawa skala, średni kurs EUR/PLN w ciągu roku liczony dla poszczególnych dni).

Najpierw trzeba zacząć od niższego polskiego PKB w 2000 r. (4,3%) niż w 1999 (4,5%). Gdyby rzeczywiście zależało ono od niemieckiego PKB, to w 2000 powinno być znacznie lepiej, bo PKB Niemiec zwiększyło się wtedy o 3,2% a w 1999 tylko o 2%.

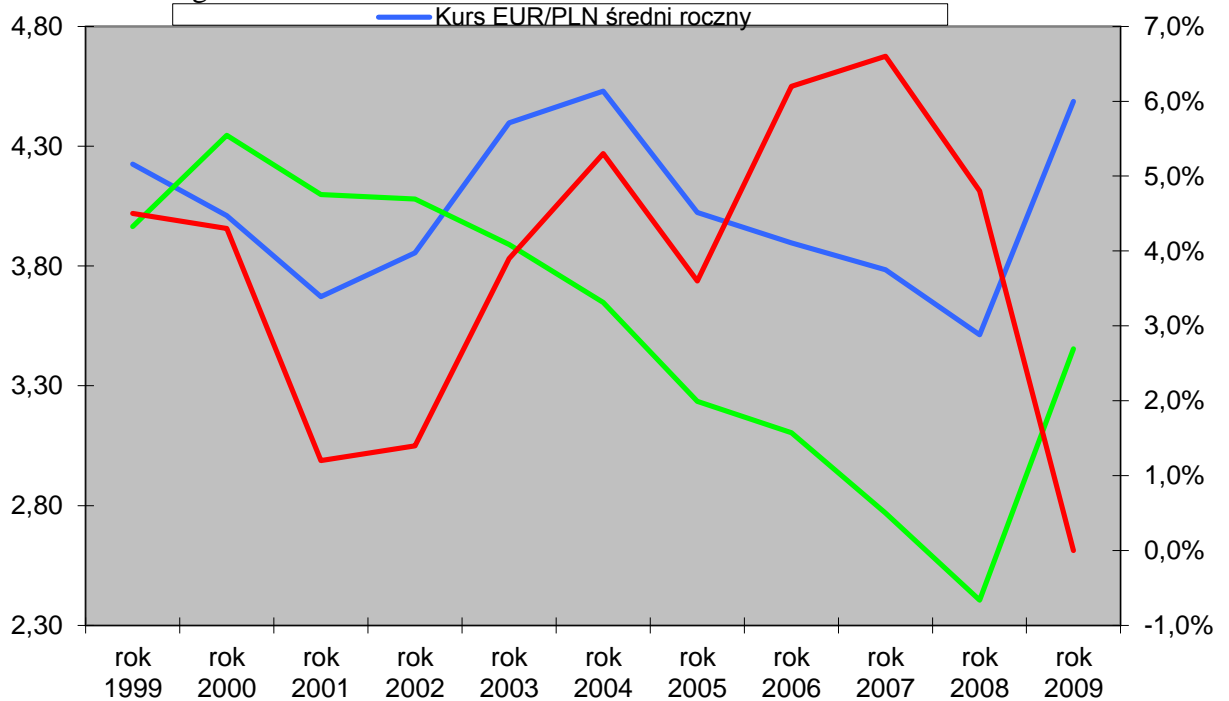
Jednak jak widać średni kurs euro w 1999 r. było to 4,22 a w 2000 4,01, czyli spadek o -5%. (na temat tego, jak ważny jest kurs waluty dla eksporterów pisałem tutaj:

[Czynniki wpływające na kurs walutowy, czyli co decyduje o sile/słabości złotówki cz.1](#)).

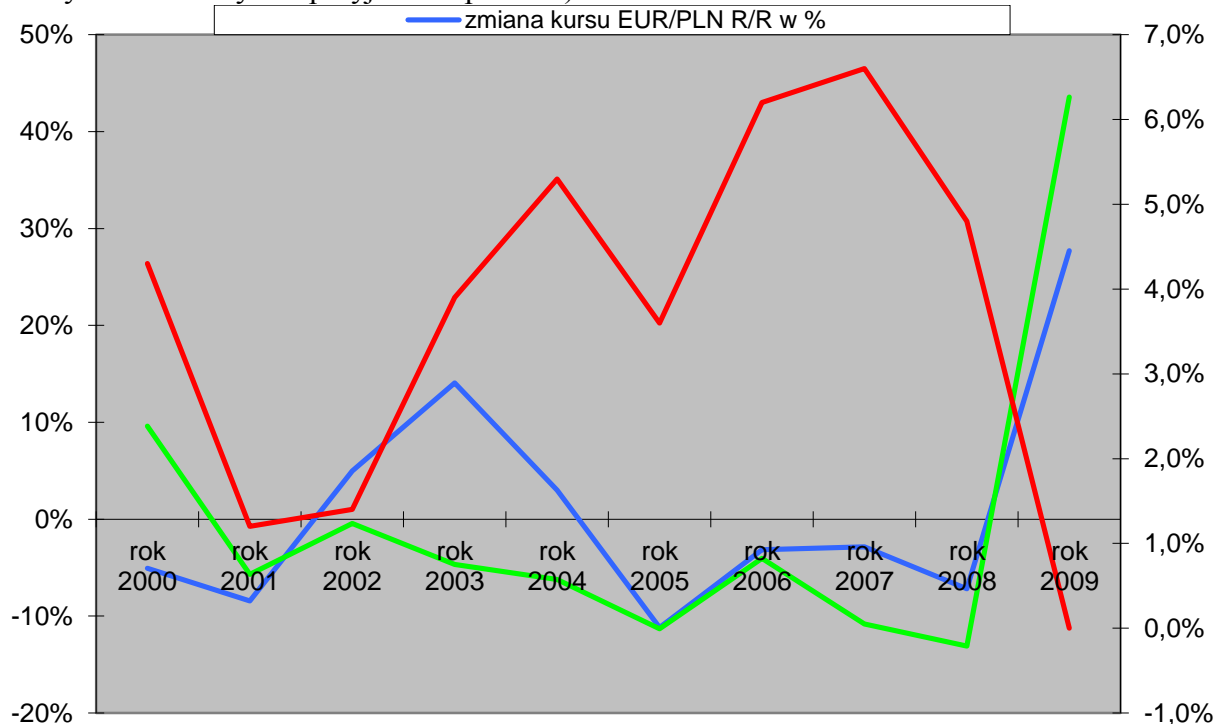
W 2001 roku średni kurs euro do 2000 r. spadł o kolejne -8% (spadek PKB aż do 1,2%). **Ale w lipcu 2001 nastąpił początek wzrostu kursu euro i zakończył się dopiero na wiosnę 2004. Co ciekawe było to kilka miesięcy przed dolkiem kwartalnym PKB r/r w IV kwartale 2001...** W 2002 euro wzrosło średnio o +5% (PKB już lepsze, bo 1,4%) a w 2003 euro wzrosło o... +14% a PKB o 3,9% (w Niemczech była recesja -0,2%!). W 2004 euro wzrosło średnio o 3%, PKB Polski wzrosło o 5,3% (dodatkowo cały czas działał efekt wzrostu euro +14% z 2003 r.)

A co stało się w 2005? Euro spadło średnio -11% a dynamika polskiego PKB “siadła” i wyniosła tylko 3,6%. I tutaj również warto wspomnieć, że Niemcy wyszły już z recesji i w 2004 PKB wyniósł 1,2 a w 2005 0,8% a jednak w 2005 w Polsce było mocne spowolnienie.

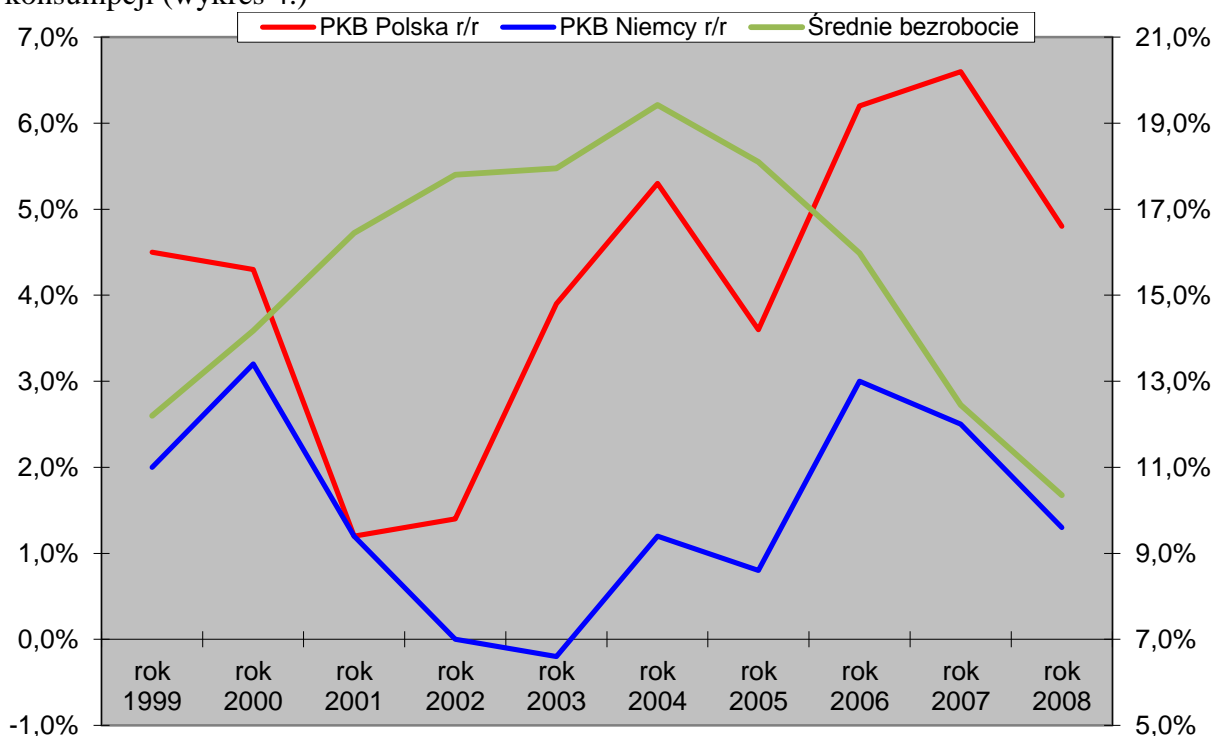
2. Wykres drugi pokazuje, że zależność PKB i euro nie jest zbyt widoczna w latach 2006 i 2007. Dlaczego?



a) jak widać na wykresie 3 w tych latach euro spadło zaledwie o -3% i polscy eksporterzy mogli się do tego ruchu dostosować, pewnie jakiś wpływ miało niemieckie PKB 3% 2006 i 2,5% 2007 (zresztą wogóle w tych latach kurs euro był relatywnie stabilny co sprzyjało eksportowi):



b) główny “motor napędowy” polskiego PKB w tych latach to spadek średniego bezrobocia z 18% w 2005 do 12,5% w 2007 a to oznaczało znaczny wzrost konsumpcji (wykres 4.)



c) połączone z dużym wzrostem zadłużenia oraz spadającym dolarem (większy import, wykres 3) dodatkowo zwiększyło PKB

- Wykres trzeci pokazuje opisywane średnie roczne zmiany kursu euro oraz dolara. Jak widać rok 2008 to spadek średniego kursu euro o -7% (do 3,51). **I to właśnie jest główna przyczyna słabych danych o PKB w drugiej połowie 2008 i w pierwszej połowie 2009** (zaburzonych wciąż wysoką konsumpcją). Należy pamiętać, że minimum na euro to było 3,2 w połowie 2008, czyli -15% w stosunku do 2007. A to spowodowało, że wiele firm stało się nierentownych, bo dodatkowo rok 2006 oraz 2007 to również było -3%.

Jest jeszcze jeden ważny czynnik, wpływający na PKB inny niż eksport. Mocna złotówka to był również bardzo duży wzrost importu (głównie euro i dolary). A to oczywiście powoduje, że kupowano znacznie mniej produktów produkowanych w Polsce (dolar spadł -11% w 2007 i -13% w 2008, ale min. w połowie 2008 to było aż prawie -40% r/r) .

Z kolei słaba złotówka to nie tylko większy eksport, ale i mniejszy import i większe zapotrzebowanie na produkty krajowych producentów (co wspiera wzrost PKB w krótszym terminie), np. nie będzie już takiego importu z USA czy Chin (w \$).

A jak jest w 2009? **Jak na razie są to dane za pierwszy kwartał euro wzrosło średnio o +28% względem 2008 a dolar wzrósł aż o 44%.**

Pytanie, co będzie dalej. Jak pokazuje teoria na temat kursów waluty, w przeciągu kilku kwartałów obecne poziomy powinny być zachowane (jeżeli to miało być dokładnie jak z teorii, to powinno być stopniowe, lekkie umocnienie złotówki) i raczej jest bardzo małe prawdopodobieństwo, że wrócą w okolice dołka z połowy 2008, pisałem o tym tutaj:

Czynniki wpływające na kurs waluty cz.4: ważne są stopy procentowe czy PKB? a tym samym jaki docelowy kurs PLN/EUR w 2009?

Jak pokazuje historia, powinno się to przełożyć pozytywnie na Polski PKB:

1. Firmy ze strefy euro, które mają spółki zależne w Polsce przesuną do nas produkcję (to już się dzieje).
2. Polskie firmy dostaną więcej zamówień i nawiążą nowe kontakty w ciągu najbliższych kwartałów z firmami ze strefy euro (ale nie tylko, bo i pozostałe waluty mocno wzrosły).
3. A tak się dzieje/stanie, bo jeżeli nawet ktoś nie chciałby z jakichś powodów polskich produktów w okresie dobrej koniunktury, to teraz stoi “pod ścianą” i dla wielu firm spoza Polski jest to “być albo nie być”. Albo obniżą koszty, albo zbankrutują. Podobny efekt wystąpił właśnie w 2001 i w 2002 roku i dlatego u nich była recesja a u nas dobrze.
4. Dla przykładu jeżeli polska firma przyjdzie do niemieckiej i powie np.:
” Słuchajcie przy kursie 3,2 za euro było ciężko, już mieliśmy zamykać firmę, bo się nam nie opłacało produkować. Obecnie wasze koszty w Euro to 100 mln, ale macie przychody tylko 80 mln i stratę 20 mln. Nasze całkowite koszty wynosiły 320 mln zł, (i dalej tyle wynoszą, konserwatywnie zakładam, że od połowy 2008 nie nastąpiło dalsze cięcie kosztów, dla uproszczenia zakładam, że koszty polskiej firmy są tylko w zł), czyli równowartość 100 mln EUR po 3,2 za euro. Konkurencja miała podobne ceny. Jednak my teraz możemy zrobić wam promocję:-) powiedzmy zrobimy promocję i sprzedamy wam to o -21% taniej czyli za 79 mln euro. Nie dość, że nie macie straty to jeszcze zysk! A my na tym mamy zysk 35,5 mln zł (79 mln eur*4,5 za euro=355,5 zł; 355,5 zł – 320 mln zł=35,5 mln zł) co daje nam rentowność i tak 35,5/320 mln czyli 11%. Co wy na to?”
5. To oczywiście tylko przykład:-), ale tak to właśnie teraz będzie wyglądało. Oczywiście na świecie inne państwa mają problem, bo spadają wolumeny handlowanych produktów. Jednak w przypadku Polski nie jest to specjalny problem. Jak widać historyczne zamówienia wolumenów produktów (a właściwie wartość w euro) mogą spaść o prawie 29% (bo 100 mln eur po obecnym kursie 4,5 to 450 mln zł, a koszty 320 mln to było 100 mln eur po 3,2. Teraz jendak 450 mln pomniejszone o prawie 29%, czyli 320 mln zł=79 mln euro razy 4,5 zł daje zwrot kosztów w wysokości 320 mln).
6. Innymi słowy dla historycznych wolumenów (jakie były przy kursie znacznie poniżej 4 zł za euro) wolumeny mogą spokojnie spaść o 29% i eksporterzy będą “na zero”. A przecież obecny kurs euro powoduje, że z czasem (kwaraly) powinny się pojawić nowe wolumeny, bo polskie firmy mogą znacznie obniżyć ceny, o czym już pisze się w prasie.
7. **Wracając jeszcze do Niemiec, eksport do tego kraju stanowi 25% polskiego eksportu, ale ten sam eksport stanowi zaledwie niecałe 2% w niemieckim imporcie... Wystarczy, aby zwiększył się np. do prawie 4%, a cały polski eksport wzrósłby wolumenowo o 25%... (100% razy 25%) i to będzie przeciwdziałało spadkom wolumenów (podobnie eksport do innych krajów).**
8. No i spadnie import (już za styczeń dynamika jego spadku była -26,5% r/r a eksportu tylko -25,5%).
9. A co do **spadku eksportu Japonii o -50%, to wynika to dużej mierze z... ogromnego umocnienia się Jena względem pozostałych walut, czyli efekt przeciwny do osłabienia złotówki.**

Podsumowanie:

1. Jak widać dane historyczne pokazują, że głównym czynnikiem wpływającym nie tylko na zyski eksporterów ale i PKB Polski była relacja euro względem złotego. Nawet kilkuprocentowy ruch na tej walucie powodował dużą zmianę PKB.
2. Aby pokazać, jak duży jest to "efekt" wystarczy napisać, że Polskie PKB wynosi trochę ponad 1 bilion złotych, a udział naszego eksportu w połowie 2008 roku było to około 40% PKB czyli jakieś 450 mld zł. Wzrost kursu o 40% daje wyższe wpływy w złotówkach o $450 \cdot 40\% = 180$ mld zł, czyli jakieś 15% PKB! Oczywiście również koszty są w innych walutach czy też słaba złotówka powoduje droższy import, ale jak wskazują dane historyczne widać, że ma to ogromny wpływ na PKB. Ponadto koniec 2008 i PKB 2009 będzie "obniżony" przez historię z opcjami walutowymi (jeżeli jest to około 20 mld zł. to jest to niecałe 2% PKB, stąd PKB za 2009 będzie takie słabe). Jednak jest to zdarzenie "jednorazowe" a firmy, które do tej pory nie zbankrutowały (niewiele jest takich przypadków, gdzie firma wyłożyła się przez opcje) wykorzystają to w przyszłości.
3. No i wreszcie kolejna sprawa. Nie zdziwią mnie fatalne dane o PKB w kolejnych kwartałach (może nawet i któryś kwartał jakieś -2 czy -3% r/r), ale to już tak naprawdę jest historia i w znacznej mierze efekt umacniania się złotówki praktycznie od 2004 roku, a szczególnie na przełomie 2007 i 2008.

Po drugie PKB będzie też słaby ze względu na szybko pogarszającą się konsumpcję. Jednym z powodów są obawy o bezrobocie (a drugim po prostu nadmierna konsumpcja i życie "na kredyt"). Ale czy naprawdę bezrobocie tak mocno wzrośnie? Przy szybkim spadku bezrobocia zatrudniono nowe osoby, które nie miały doświadczenia a przez to spadła wydajność pracy (wyższe koszty jednostkowe pracy to niższe PKB). Jednak "trochę strachu" jest też potrzebne, aby "zmotywować" ludzi do ciężkiej pracy (a z tym bywało różnie w ostatnich czasach:-) A druga sprawa to oczywiście opisywany już niż demograficzny: [Giełda dyskontuje wydarzenia w realnej gospodarce?](#) Rocznie bezrobocie będzie z tego powodu relatywnie niższe o około 1% (bo około 75 tyś. odchodzi na emeryturę ze względu na wiek, a na rynek pracy wchodzi 75 tyś mniej nowych pracowników niż w poprzednich latach- niż demograficzny)

4. **Jednak jak zamknie się cały 2009 rok, szczególnie druga połowa? No i jak będzie wyglądał 2010r? Jak widać po prognozach i nastrojach wiele osób spodziewa się katastrofy.**

Jednak firmy eksporterzy oraz producenci substytutów z importu i firmy z nimi powiązane będą miały o wiele łatwiej niż większość się spodziewa (właśnie dlatego, że były negatywne nastroje związane z eksporterami i jest tam teraz relatywnie mała konkurencja a kurs euro jest bardzo korzystny).

Myślę, że o ile złotówka nagle się nie umocni ponownie do 3,5, to pewnie 2009 będzie słaby (kluczowy jest eksport w drugiej połowie 2009), w 2010 roku może być nawet 2-3% PKB. Wskazywałby na to również wreszcie mniejszy roczny spadek WIG na koniec pierwszego kwartału w porównaniu do IV kwartału 2008.

Niskie stopy powinny też wreszcie zadziałać a i na świecie pewnie będzie lepiej, bo ostatnio z USA wychodzą jeszcze relatywnie słabe dane, ale lepsze niż oczekiwania).

Tutaj z kolei zagrożeniem jest potencjalna inflacja, ale w dobie takiego "strachu" być może nie będzie to miało zbyt dużego wpływu.

Pozdrawiam serdecznie i życzę wszystkim czytelnikom mojego bloga aby historyczne zależności i tym razem się sprawdziły:-)

P.S. Jeżeli uważasz, że ten artykuł jest ciekawy wyślij link do znajomych. Może kogoś naprowadzi na użyteczne wnioski.

10. Czynniki wpływające na kurs walutowy, czyli co decyduje o sile/słabości złotówki cz.1

(Wpis z 10 sierpień 2008)

Jakiś czas temu w poście: [Ciekawy artykuł dotyczący czynników wpływających na umacnianie się złotówki](#) wspomniałem o artykule z Gazety Parkiet, gdzie poruszono kwestię czynników wpływających na umacnianie się złotówki.

W tym artykule chciałem napisać parę zdań na temat analizy fundamentalnej spółek eksporterów oraz generalnie wpływu waluty na wyniki spółek giełdowych a w kolejnych postach postaram się przeanalizować czynniki wpływające na kurs walutowy. Artykuł opisujący kluczową teorię, co wpływa na kurs walutowy w krótszym terminie (kwartały) znajduje się tutaj: [Czynniki wpływające na kurs waluty, czyli co decyduje o sile/słabości złotówki cz.3: krótki okres – oczekiwany dochód](#) natomiast aby zrozumieć, co wpływa na kurs waluty w dłuższym terminie, warto zapoznać się z tym artykułem: [Czynniki wpływające na kurs walutowy, czyli co decyduje o sile/słabości złotówki cz.2: rząd i Bank Centralny](#)

Kurs walutowy jest ważny w [analizie fundamentalnej](#) co najmniej z dwóch powodów. Po pierwsze ma wpływ na inflację o czym pisałem w tym artykule: [Czynniki wpływające na inflację](#) a po drugie wpływa na zyski eksporterów, o czym szczególnie obecnie można się przekonać analizując wyniki za II kwartał 2008 spółek takich jak np. Grajewo czy Świecie. Dla przykładu tutaj wrzuciłem plik z wynikami za kilka ostatnich kwartałów oraz za półrocze dla wspomnianych spółek: [2-q-2008-grajewo-i-swiecie.xls](#). Na czerwono zaznaczyłem dynamiki poszczególnych pozycji rachunku wyników.

Analizując wyniki eksporterów warto zwrócić uwagę na dwa sposoby w jaki eksporterzy mogą się zabezpieczyć przed zmianami kursu złotówki. Po pierwsze eksporterzy mogą stosować zabezpieczenie naturalne, czyli ponosić koszty w tej samej walucie co przychody. Na przykład w uproszczeniu jeżeli przychody wynoszą 100 mln EUR, koszty 90 mln EUR to zysk firmy wynosi 10 mln EUR. Przy spadku EUR o 10 % (prawie takie umocnienie się złotówki jakie miało miejsce np. w II Q 2008) zysk spadnie do 9 mln EUR czyli o 10% (przychody 90 mln EUR a koszty 81 mln EUR). Innymi słowy otwarta pozycja długa w EUR w wysokości 10 mln EUR (100 mln – 90 mln) powoduje spadek zysku o 10 % przy założeniu, że kurs EUR spadnie o 10%.

Firma może się zabezpieczać “naturalnie” np. poprzez zakup materiałów w walucie obcej, ale również np. poprzez zaciąganie kredytów czy też odpowiednie planowanie nakładów inwestycyjnych, gdzie koszty ponosi się w walucie.

Teoretycznie w sposób naturalny firma może się zabezpieczyć nawet w 100 % (przy założeniu, że nie jest 100% eksporterem, gdyż zazwyczaj np. koszty ogólnego zarządu są ponoszone w złotówkach)

Problem zaczyna się, jeżeli spółka ma przychody w walucie obcej a znaczne koszty w złotówce. Dla powyższego przykładu, jeżeli powyższe koszty w wysokości 90 mln EUR ponoszone są w złotówkach, przy spadku EUR o 10% przychody firmy zrównują się z kosztami ($100 \text{ mln EUR} * 0,9 = 90 \text{ mln}$) a przy dalszym spadku EUR spółka może zacząć ponosić straty.

Oczywiście w krótszym terminie spółka może się zabezpieczać przed ryzykiem kursowym stosując np. kontrakty walutowe. W takim wypadku zyski/straty z transakcji zabezpieczających pojawiają się w przychodach lub kosztach finansowych lub ujemowane są bezpośrednio po stronie przychodów, w zależności od stosowanych zasad rachunkowości. Warto skorygować wyniki finansowe spółki właśnie o te transakcje.

Niestety technika zabezpieczania jest skuteczna tylko w krótkim terminie, kiedy obowiązują stare kontrakty. W momencie podpisywania nowych kontraktów firma może się zabezpieczyć już po obecnym, nowym kursie walutowym, który może już być mało korzystny.

W przypadku spółek giełdowych warto wiedzieć na ile kwartałów “w przód” firma może i zabezpiecza się. Czasem może to być krótki okres np. jednego kwartału a czasem nawet kilka kwartałów. W pierwszym przypadku pogorszenie wyników (podpisywanie nowych kontraktów przy nowym kursie) będzie szybko widoczne w wynikach finansowych, natomiast w drugim przypadku bieżące wyniki finansowe będą pokazywały pogorszenie wyników finansowych ze znacznym opóźnieniem, co nie będzie oddawało rzeczywistej sytuacji firmy.

Okres czasu, na jaki firma jest w stanie się zabezpieczać może np. zależeć od sytuacji w danym sektorze. Jeżeli np. w danym sektorze jest trudna sytuacja (z różnych powodów, może to być np. nadprodukcja czy też spowolnienie gospodarcze), to odbiorcy produktów z danego sektora mają relatywnie większą siłę przetargową i oczekując dalszych spadków cen tych produktów mogą akceptować tylko krótkie kontrakty, szczególnie jeżeli sami nie są pewni co do popytu na swoje produkty. Ostatnio np. taka sytuacja ma miejsce w przemyśle drzewno-papierniczym, gdzie producenci płyt dla sektora meblowego (90 % polskiej produkcji mebli to eksport) są w trudnej sytuacji i muszą akceptować krótsze terminy kontraktów.

Czasem firmy eksporterzy mogą starać się podnosić ceny swoich produktów czy też obniżać koszty i tutaj pomocna może być analiza [Pięciu Sił Portera](#) aby ocenić jak szybko, w jakiej wysokości i czy wogóle będzie to możliwe.

Mocna złotówka ma wpływ nie tylko na spółki eksporterów, ale również na spółki importerów, gdyż firmy te mogą importować produkty lub usługi po niższych kosztach. Często również firmy płacą czynsze denominowane w walucie obcej. Umacnianie się złotówki działa pozytywnie dla takich firm, z kolei jest to negatywny czynnik dla deweloperów biurowych oraz budujących centra handlowe.

Ponadto mocna złotówka ma również wpływ na inne firmy, jak np. firmy budowlane zajmujące się infrastrukturą (np. drogi, koleje, ochrona środowiska). Po pierwsze przy umacniającej się złotówce spada wartość środków w EUR dostępnych z UE (siłą rzeczy ogranicza to inwestycje), a po drugie firmy budowlane startujące w przetargach mogą się zabezpieczyć przed ryzykiem walutowym w już wygranych kontraktach. Ryzyko walutowe pojawia się jednak podczas składania ofert na poszczególne budowy, firma nie wie czy wygra przetarg, dlatego zazwyczaj musi “wkalkulować” ryzyko zmian kursu EUR w ofertę

przetargową, co podnosi koszty inwestycji, Przy znacznych i nagłych zmianach kursu EUR poszczególne kontrakty mogą być nawet nierentowne.

Oczywiście, jeżeli złotówka mocno się osłabi zadziałają efekty przeciwne do opisywanych powyżej. Na temat eksporterów wspomniałem również w tym artykule: [Wykład profesora Pedro Videla zorganizowany przez UniCredit CAIB Poland S.A. oraz Rzeczpospolitą](#)

Kontynuacja tego artykułu znajduje się tutaj: [Czynniki wpływające na kurs walutowy, czyli co decyduje o sile/słabości złotówki cz.2: rząd i Bank Centralny](#)

11. Czynniki wpływające na kurs walutowy, czyli co decyduje o sile/słabości złotówki cz.2: rząd i Bank Centralny

(Wpis z: 5 luty 2009):

Jakiś czas temu napisałem artykuł: [Czynniki wpływające na kurs walutowy, czyli co decyduje o sile/słabości złotówki cz.1](#), w którym pisałem, że kurs walutowy w dużym stopniu wpływa na zyski spółek giełdowych eksporterów.

Dzisiaj chciałbym opisać, co teoria mówi na temat kształtowania się kursu walutowego, szczególnie w średnim terminie, bo jak widać zmiany mogą być bardzo dynamiczne.

Poniższy artykuł napisałem na podstawie podręcznika do Ekonomii dla studentów: "Ekonomia: Makroekonomia" David Begg, Stanley Fischer, Rudiger Dornbusch; Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.

Poniżej piszę o różnych sposobach, w jaki rząd lub Bank Centralny może wpływać na gospodarkę, co stanowi punkt wyjścia do wyjaśnienia teorii na temat kursu walutowego. Ponadto zastanawiam się jak teorię tą odnieść do obecnych warunków, w których znajduje się Polska.

Analizując, co teoria mówi na temat kursów walutowych, najpierw trzeba zacząć od tego, w jaki sposób państwo wpływa na wzrost gospodarczy. Dzieje się to na dwa sposoby:

- Przez wydatki rządowe oraz
- przez politykę monetarną prowadzoną przez bank centralny (w Polsce Rada Polityki Pieniężnej)

Powyzsze instytucje mogą zachowywać się na dwa sposoby:

- ekspansywnie (czyli powodować, że w gospodarce pojawia się relatywnie coraz więcej pieniądza, w stosunku do poprzedniego okresu) lub
- restrykcyjnie (czyli w gospodarce pojawia się relatywnie mniej pieniądza)

Innymi słowy rząd może wydawać więcej lub mniej a Bank Centralny może obniżać lub podwyższać stopy procentowe. Działania te powodują, że gospodarka jest pobudzana lub spowalniana.

Na podstawie powyższych zachowań mogą powstać cztery typy zachowań i cztery typy konsekwencji dla gospodarki tych zachowań:

1. **Obie instytucje prowadzą ekspansywną politykę**, czyli “pompują” pieniądź w gospodarkę (rząd zwiększa wydatki pod naciskiem poszczególnych grup społecznych, czyli pojawia się deficyt budżetowy, a Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na zbyt niskim poziomie), co w dłuższym okresie prowadzi do mega przegrzania gospodarki, bąbla, dużej inflacji a potem gwałtownego załamania gospodarczego.
2. **Obie instytucje prowadzą restrykcyjną politykę**, co prowadzi do mocnego spowolnienia/recesji w gospodarce.
3. **Rząd prowadzi ekspansywną politykę.**
 W tej sytuacji Bank Centralny nie ma wyboru i aby nie przegrzać gospodarki musi prowadzić **restrykcyjną politykę monetarną**. Objawia się to w relatywnie wysokich stopach procentowych (znacznie powyżej inflacji). Innymi słowy **realne stopy procentowe muszą być dosyć wysokie** (np. stopa ustalana przez RPP - inflacja).
Konsekwencją tego jest:
 - a) Rząd musi zadłużać się np. poprzez emisję dodatkowych obligacji, aby pokryć większe wydatki. Aby uplasować na rynku większą ilość obligacji musi zapłacić wyższe oprocentowanie. W dłuższym terminie, aby pokryć wyższe wydatki i wyższe oprocentowanie rząd musi podnieść podatki i inne tego typu daniny jak np. akcyza od paliwa (bo w dłuższym terminie tylko stąd są wpływy do budżetu państwa).
 - b) Pojawia się efekt “wypychania”. Inwestorzy (banki, zagranica, TFI, OFE i inwestorzy indywidualni) inwestują w obligacje emitowane przez rząd (ze względu na wysokie oprocentowanie) ale przez to nie inwestują/ nie udzielają kredytu dla firm, no bo po co, jak stopa zwrotu z obligacji jest relatywnie bardzo atrakcyjna (wysoki zysk przy małym ryzyku)?
 - c) Przez wyższe stopy procentowe wymuszone na Banku Centralnym przez zachowanie rządu, zarówno firmy jak i osoby indywidualne płacą wyższe odsetki od kredytów (czyli niższe inwestycje i konsumpcja). Dodatkowo przez “efekt wypychania” firmy nie mogą inwestować tyle, ile by chciały, co w sumie powoduje wolniejszy rozwój gospodarczy.
4. **Rząd prowadzi restrykcyjną politykę a Bank Centralny ekspansywną.** Innymi słowy rząd wydaje rozsądnie pieniądze, zmniejszając deficyt oraz wydatki. W tej sytuacji Bank centralny może prowadzić ekspansywną politykę monetarną, czyli utrzymywać stopy procentowe na niskim poziomie, czyli realna stopa procentowa jest relatywnie niewielka.
 Dzięki temu, co prawda rząd ograniczając wydatki nie “pompuje” pieniędzy do gospodarki, ale funkcję taką spełniają niskie stopy procentowe.

Wariant 3) i 4) powoduje, że z czasem w gospodarkę “pompowane” są podobne ilości pieniądza, ale zaletami wariantu 4), czyli kontrolowania wydatków przez rząd są:

- niższe stopy procentowe
- w konsekwencji niższe koszty obsługi zadłużenia państwa oraz przez niższe wydatki, niższe podatki i inne daniny pobierane przez państwo w dłuższym terminie
- niższe koszty odsetek dla firm i osób indywidualnych, co umożliwia wyższą konsumpcję i inwestycje (bo brak efektu “wypychania”)
- Efektywniejsze wykorzystanie zasobów, bo pieniądze kierowane są w sektory gospodarki, gdzie liczy się zwrot z inwestycji
- Wyższy długoterminowy wzrost gospodarczy
- A co za tym idzie niższe bezrobocie

Tyle teoria mówi na temat zachowań rządu i Banku Centralnego. Wydaje się, że wariant 4) jest najlepszy dla gospodarki w dłuższym terminie. Trzeba jednak zaznaczyć, że zagrożeniem dla tego wariantu jest niekontrolowane (nierozsądne) udzielanie kredytów na dużą skalę. Dlaczego? Bo wtedy przez jakiś czas PKB jest "pompowane" przez coraz większą ilość pieniądza w gospodarce, ale prędzej czy później trzeba oddać pieniądze. Jeżeli kredyty były udzielone firmom czy ludziom, którzy nie będą w stanie oddać tych pieniędzy, wtedy pojawia się problem podobny do obecnego w USA.

Warto też zwrócić uwagę, że w Polsce od 1989 roku kolejne rządy prowadziły ekspansywną politykę gospodarczą. Innymi słowy, co roku, my jako państwo wydawaliśmy więcej niż mieliśmy dochodów, czego konsekwencją jest deficyt budżetowy i wzrost zadłużenia. W związku z tym RPP zmuszona była do utrzymywania stóp procentowych na relatywnie wysokim poziomie (w stosunku do inflacji). Realne stopy procentowe były bardzo wysokie, jedne z najwyższych na świecie.

Jak odnieść powyższą teorię do obecnych czasów?

Wydaje się, że rząd chce zastosować wariant 4) czyli trzymać wydatki w ryzach przez co RPP będzie mogła mocno obniżyć stopy %. W przeciwnym wypadku znaczne zwiększenie deficytu budżetowego, czyli emisja dodatkowych obligacji przy tak ogromnych emisjach innych państw, oznaczałaby przymus znacznego podniesienia oprocentowania nowoemitowanych obligacji, bo Polska jest jednak uważana za mało znaczącego gracza. A to zgodnie z teorią spowodowałoby opisany "efekty wypychania".

Inna sprawa, że Polska może sobie pozwolić na obniżki stóp %, bo ma jeszcze z czego obniżać (było 6% jest 4,25%), w odróżnieniu od USA (stopy % 0-0,25%) czy strefy euro (jest 2%) i tam już rządy są "pod ścianą", czyli jedyny sposób to zwiększanie wydatków rządu a przez to będą musiały podnieść oprocentowanie obligacji.

Jaki to będzie miało efekt? Za parę miesięcy na dobrej lokacie w banku będzie można dostać pewnie ze 2 lub 3%. Obecnie gospodarstwa domowe mają ponad 300 mld lokat w bankach (jest to niecałe 30% PKB Polski, które wynosi około 1 100 mld zł). Pewnie połowa z nich to lokaty krótkoterminowe ulokowane na wysokie kilka %. Jak lokaty te się zaraz skończą, ludzie nie będą mieli wyboru i część tych środków po prostu albo skonsumują albo zainwestują (biznesy, nieruchomości, inne formy inwestycji), co powinno przeciwdziałać spowolnieniu gospodarczemu.

Oczywiście aby tak się stało RPP musi mocno obniżyć stopy %. A jeżeli RPP obniży mocno stopy procentowe, to dodatkowo raty kredytów w PLN mocno się obniżą (w zależności od okresu kredytu i obniżki stóp procentowych rata może być nawet niższa o 30 czy 40%).

Po tym wprowadzeniu można przejść do teorii związanej z kursem walutowym: [Czynniki wpływające na kurs waluty, czyli co decyduje o sile/słabości złotówki cz.3: krótki okres – oczekiwany dochód](#)

12. Czynniki wpływające na kurs waluty, czyli co decyduje o sile/słabości złotówki cz.3: krótki okres – oczekiwany dochód

(Wpis z: 11 luty 2009):

Poprzednim razem w artykule: [Czynniki wpływające na kurs walutowy, czyli co decyduje o sile/słabości złotówki cz.2: rząd i Bank Centralny](#) pisałem jak zachowanie rządu i Banku Centralnego może wpływać na gospodarkę. Dzisiaj napiszę parę słów, co wpływa na kurs walutowy w krótkim terminie. Krótki termin to okres kilku kwartałów. Jak widać np. po kursie złotówki, w krótkim terminie kurs waluty może się zmieniać gwałtownie.

Po zapoznaniu się z tym artykułem polecam artykuł: [Czynniki wpływające na kurs waluty cz.4: ważne są stopy procentowe czy PKB? a tym samym jaki docelowy kurs PLN/EUR?](#), gdzie podaję przykład monetycznych obniżek polskich stóp procentowych z przełomu 2005/2006, kiedy to złotówka się umocniła...

Poniższy artykuł opieram na cytowanej już książce w poprzednim artykule. Co ciekawe ta sama teoria (choć napisana bardziej przystępnym językiem) znajduje się w materiałach do ekonomii z drugiego etapu [CFA](#) (Economics str. 510-547).

Poniżej piszę:

- Co wpływa na kursy akcji oraz kurs waluty w krótszym okresie czasu
- Podaję przykład dla stóp procentowych w Polsce i w strefie euro
- Piszę dlaczego ruchy waluty to odpowiedź na oczekiwane dochody z inwestycji w danym kraju, co związane jest z PKB (w książkach CFA do drugiego etapu jest fajny przykład z zachowania się \$ wobec jena w latach 2000-2004. Najpierw w latach 2000-2002 dolar się umocnił, bo oczekiwano mocniejszego spowolnienia PKB w Japonii niż w USA, natomiast w latach 2002-2004 dolar się osłabił, bo oczekiwano szybszego wzrostu PKB w Japonii niż w USA, Volume I, str 529-530)
- Co na podstawie tej teorii może zrobić RPP

Co wpływa na kursy akcji oraz kurs waluty:

Na początek warto przytoczyć początkowe słowa z tego artykułu: [Zachowanie się kursu spółki giełdowej oraz zysku netto przypadającego na akcję, czyli dlaczego kursy akcji spadają/wzrastają](#):

“(…) Patrząc na kursy giełdowe warto zwrócić uwagę, że zazwyczaj handluje się niewielką częścią z całej puli wyemitowanych akcji. Główny pakiet ma zazwyczaj inwestor większościowy, długoterminowy (oczywiście, jeżeli taki jest). Zazwyczaj inwestor taki nie dokonuje na bieżąco transakcji, bo interesują go długoterminowe dochody, np. dochody z dywidendy.

Dobrym przykładem jest tutaj np. France Telecom, inwestor strategiczny w TPSA czy Warren Buffet, dla którego giełda mogłaby być otwarta tylko raz na parę lat, kiedy dokonuje transakcji na danej spółce (pisałem o nim tutaj: [Warren Buffet i analiza fundamentalna](#)).

Tak więc kurs giełdowy, który można codziennie obserwować, jest wypadkową bieżących transakcji inwestorów. Oczywiście dokonując tych transakcji, inwestorzy uważają, że w perspektywie czasu dobrze na tym wyjdą(...)"

Co prawda powyższe słowa dotyczą kursów akcji, ale na rynku walutowym mają również zastosowanie. Bieżący kurs waluty to tylko bieżące transakcje relatywnie niewielkiej części uczestników rynku.

W przypadku firmy, można chcieć być jej właścicielem na dwa sposoby:

- Długoterminowo (np. co najmniej kilka lat, np. właściciel, inwestor strategiczny, fundusz emerytalny, rzadko niestety inwestor indywidualny)
Takiego inwestora interesuje średnia stopa zwrotu możliwa do osiągnięcia w długim terminie (głównie wypłata dywidendy+skup akcji, bo każda spółka prędzej czy później powinna zacząć wypłacać dywidendę, w przeciwnym wypadku inwestor musiałby sprzedać duży pakiet akcji a to spowodowałoby znaczne obniżenie kursu giełdowego i mniejszy zysk)
- Krótszy termin (max do kilku lat, ale zazwyczaj kilka kwartałów)
W tym wypadku bardziej liczą się obecne i oczekiwane zyski, a mniej co będzie ze spółką za kilka lat. Dlaczego"? Bo oczekiwania co do zysków wpływają na bieżący kurs akcji, pisałem o tym tutaj: [Zachowanie się kursu spółki giełdowej oraz zysku netto przypadającego na akcję, czyli dlaczego kursy akcji spadają/wzrastają](#)
Jeżeli ktoś inwestuje w krótszym okresie, mniej liczy się np. dywidenda a bardziej "zyski kapitałowe" ze zmian kursów akcji.
Dla przykładu jeżeli akcja kosztuje 10 zł i wypłaci 10% dywidendy, inwestor ma 1 zł zysku. Jeżeli jednak np. jej kurs wzrośnie z 10 zł do 12, inwestor ma 2 zł zysku, czyli potencjalnie więcej, bo jest to 20%.
Inna sprawa, że systematyczne zarabianie na "zyskach kapitałowych" to trudna sprawa, bo do wyceny akcji używa się często np. [metody DCF](#), która jest bardzo czuła na zmiany w założeniach dotyczących np. [wzrostu przychodów, marż](#) czy np. [kapitału obrotowego](#). Założenia te w dużym stopniu zależą od oczekiwanego PKB.

Na podstawie powyższego rozumowania można dojść do ciekawego wniosku. W okresie kwartałów liczą się oczekiwane zyski generowane przez spółki i to jest czynnik decydujący. Nie ma jednak specjalnego znaczenia wielkość zainwestowanego kapitału. Na przykład jeżeliby ktoś kupował akcje, za duże pieniądze, od szczytu hossy w 2007 roku i robił to wbrew analizie fundamentalnej to i tak nie byłby w stanie "podtrzymać" kursów akcji w dłuższym terminie. Po prostu grałby wbrew "fundamentom" a kursy akcji i tak musiałyby się dostosować do obecnych (i oczekiwanych) poziomów zysków firm. Co zresztą cały czas się dzieje razem z napływającymi informacjami.

Nie będzie wielkim odkryciem, jeżeli napiszę, że waluta danego kraju może ponownie interesować inwestorów na dwa sposoby:

- długoterminowo (np. inwestycja w Polskie akcje, obligacje, mieszkania, biznesy co najmniej na kilka lat)
- krótkoterminowo, czyli max do kilku lat zazwyczaj kilka kwartałów

Przykład dla stóp procentowych w Polsce i w strefie euro:

I tutaj pojawia się pytanie, co wpływa na kurs walutowy w krótszym terminie. Odpowiedź brzmi ponownie: oczekiwany dochód.

Dla przykładu, jeżeli założyć, że:

- W Polsce i w strefie Euro oczekiwane stopy procentowe wynoszą 0% a
- bieżący kurs walutowy wynosi np. 4 PLN/EUR, to jest to “stan równowagi” przy takich założeniach

Co jednak stanie się, jeżeli z gospodarki zaczną napływać informacje, że np. w Polsce inflacja mocno wzrasta i trzeba podnieść stopy procentowe do np. 10% w skali roku (oczywiście z inflacją może walczyć też rząd przez ograniczenie wydatków, ale w Polsce nie jest to popularne politycznie rozwiązanie, o czym świadczy coroczny deficyt budżetowy)?

Innymi słowy pytanie sprowadza się do odpowiedzi na pytanie, ile teraz trzeba zainwestować w PLN aby osiągnąć za rok 1 EUR=4 zł (bo wiemy, że w strefie euro mamy 0% i za rok dzisiejsze 4 zł nie przyniesie dochodu z lokaty). Wiemy też, że nie może być różnicy w całkowitym dochodzie pomiędzy różnymi aktywami (odsetki+zyski kapitałowe), bo rynki są efektywne i inwestorzy szybko “eliminują” takie możliwości (przez arbitraż).

Łatwo to policzyć ze wzoru (ogólny wzór 1 dzielone przez $(1+r)$, inaczej “stopa dyskontowa”): $4/(1+\text{stopa procentowa})=4/(1+10\%)=3,636$ PLN, czyli obecnie zainwestowane 3,636 PLN na 10% w skali roku da po roku 4 PLN, czyli tyle samo co 1 EUR zainwestowane na 0%.

Kurs 4 PLN/ 1 EUR to był kurs w momencie oczekiwanych stóp procentowych na poziomie 0% w obu krajach. Jeżeli pojawiłaby się informacja (albo takie oczekiwanie), że stopy w Polsce mają być 10% przez rok, to **złotówka bardzo szybko powinna się dostosować do nowych oczekiwań i umocnić do 3,636, czyli o +9%**

Oczywiście w tym wypadku nie ma znaczenia, co o tym ruchu sądzi większość inwestorów (może ich być nawet i 90%), czyli ludzi, którzy nie zdają sobie sprawy, że za jakiś czas stopy procentowe wzrosną **do 10%**. Oni po prostu albo stoją z boku i nie dokonują transakcji albo po prostu są drugą stroną transakcji.

To tak jak na giełdzie. Jeżeli ktoś kupował akcje w 2007 roku, to nie zdawał sobie sprawy, co będzie działo się z gospodarką w 2008 i 2009, bo inaczej nie kupiłby akcji. Jednak ten, kto sprzedawał zrobił odpowiednią analizę i sprzedał akcje, zanim informacje o spowolnieniu/recesji/spadku zysków spółek trafiły na pierwsze strony gazet.

Wracając do stóp %. Z upływem czasu informacja o podwyżce dotrą do “szerokiego grona” ale, aby na tym zarobić trzeba to przewidzieć w momencie, kiedy cena złotówki jest 4 zł za EUR (albo “szerzej” powyżej 3,64) a oczekiwania stóp procentowych 0% w każdym państwie. Tutaj podobnie, jak w przypadku giełdy ([Giełda dyskontuje wydarzenia w realnej gospodarce?](#)) kurs waluty pierwszy powinien “zdyskontować” zmianę w oczekiwanym dochodzie.

Powyżej opisałem zmianę oczekiwań dla stóp procentowych z jednego roku. Pojawia się jednak pytanie, jak zmieni się kurs złotówki, jeżeli oczekiwania będą, że wyższe oprocentowanie w złotówkach będzie dostępne przez więcej lat?

Poniżej procentowe umocnienie złotówki dla różnej ilości lat: (“stopa dyskontowa” powstaje przez obliczenie takiego działania: jeden dzielone przez $(1+\text{stopa procentowa})$ i ten nawias do

takiej potęgi jak liczba lat, w excelu to: $1/((1+r)^{\text{lata}})$; natomiast kurs PLN/EUR po umocnieniu to: 4 zł mnożone przez stopę dyskontową.)

strefa Euro %	lata	Polska %	stopa dyskontowa	PLN/EUR	umocnienie waluty	osłabienie waluty o ile % aby było 4 PLN/EUR?
0		0		4	kurs obecny	
0	1	10%	0,91	3,64	-9%	10%
0	2	10%	0,83	3,31	-17%	21%
0	3	10%	0,75	3,01	-25%	33%
0	4	10%	0,68	2,73	-32%	46%
0	5	10%	0,62	2,48	-38%	61%
0	6	10%	0,56	2,26	-44%	77%
0	7	10%	0,51	2,05	-49%	95%
0	8	10%	0,47	1,87	-53%	114%
0	9	10%	0,42	1,70	-58%	136%
0	10	10%	0,39	1,54	-61%	159%

Jak widać zmiana oczekiwanego oprocentowania w dłuższym okresie czasu może spowodować znaczne umocnienie się złotówki w stosunku do początkowego okresu, nawet o kilkadziesiąt procent, przy założeniu różnicy w oprocentowaniu w wysokości 10%. Na przykład jeżeli stopa w Polsce ma być 10% przez trzy lata, to złotówka szybko powinna umocnić się z 4 zł/EUR do 3,01 czyli o 25%. Dlaczego? bo 3,01 zł zainwestowane na trzy lata na 10% da 4 zł.

Ta sama zasada działa w drugą stronę, czyli jeżeli oczekiwana stopa procentowa powróciłaby do 0% w obu państwach (a oczekiwano 10% w jednym państwie), waluta powinna się osłabić. Powyżej np. pozycja “osłabienie waluty o ile %?” w zależności od tego, ile lat w przyszłości oczekiwano 10%. Oczywiście wtedy najpierw waluta umocniła się np. z 4 zł do 2,05 za EUR, jeżeli oczekiwania były 10 % dla 7 lat. Z kolei osłabienie z 2,05 do 4 zł czyli 95% to zmiana, przy ponownie zmienionych oczekiwaniach, czyli np., że będzie to 0% w obu państwach. Bo wiemy, że 4 zł/EUR to punkt równowagi dla 0%.

Pozostają jeszcze dwie kwestie. Autorzy książki, na której opieram ten artykuł dzielą reakcję waluty na dwa etapy

1. Najpierw gwałtowne umocnienie waluty (np. złotówki), w efekcie uwzględnienia nowych oczekiwań a
2. W następnym okresie następuje stopniowe osłabienie waluty tak, aby w końcowym okresie kurs PLN?EUR powrócił do 4 zł

Dlaczego ruchy waluty to odpowiedź na oczekiwane dochody z inwestycji w danym kraju, co związane jest z PKB?

Druga, ważna sprawa, to rozszerzenie analizy ze stóp procentowych na dochody oczekiwane również z innych aktywów, jak np. obligacje, akcje czy generalnie biznesy. Innymi słowy inwestorzy porównują oczekiwane stopy zwrotu z różnych aktywów w różnych państwach (porównują i inwestują pieniądze w tych państwach, gdzie spodziewają się uzyskać więcej, a wycofują z tych, gdzie oczekują mniej, jest to możliwe, bo istnieje swoboda w przepływie

kapitału). A dochody te zależą między innymi od... PKB. Mówią o tym materiały CFA, Volume I, wykres i komentarz str. 529-530., pisałem o tym na początku tego artykułu.

Im wyższy oczekiwany PKB tym mocniejsza waluta danego państwa a im słabszy oczekiwany PKB tym niższe oczekiwane dochody i słabsza waluta. W tym kontekście ruchy na stopach procentowych dokonywane przez Bank Centralny są to tylko konsekwencją tego, co dzieje się w gospodarce.

Po prostu najpierw gospodarka rozwija się coraz szybciej więc inwestorzy oczekują, że w danym kraju będą wyższe stopy zwrotu, waluta się umacnia. Po pewnym czasie pojawia się inflacja, Bank Centralny podnosi stopy %, waluta nadal się umacnia. W pewnym momencie pojawiają się oczekiwania, że gospodarka spowolni, waluta zaczyna się osłabiać, po jakimś czasie Bank Centralny jest zmuszony obniżyć stopy % aby pobudzić gospodarkę i cykl się zamyka. To tak jak z cyklem hossy i bessy na giełdzie.

Paradoksalnie decyzje Banku Centralnego mogą być odczytywane jako “sygnał”, co będzie się działo z gospodarką. Jeżeli stopy są obniżane, z gospodarką będzie słabo, więc stopy zwrotu z inwestowania w danym kraju będą słabsze a w efekcie waluta się osłabia. W momencie podwyższania stóp % jest dokładnie na odwrót.

Oczywiście jak bardzo waluta (złotówka) się osłabi/umocni zależy od tego, jakiego PKB oczekiwano w początkowym okresie. Idąc tym tropem ostatnie bardzo mocne osłabienie złotówki nastąpiło dlatego, że jeszcze rok temu oczekiwano, że Polska będzie “wyspą”, której nie dotknie prawie kryzys (PKB w 2009 miało być coś koło 4 czy 5%). Stąd też umacnianie się złotówki na przełomie 2007 i 2008. Po prostu PKB Polski miało być znacznie wyższe niż reszty świata. W momencie, gdy fakty zaczęły wskazywać, że PKB będzie znacznie gorsze a co za tym idzie stopy zwrotu będą gorsze niż oczekiwano jeszcze rok wcześniej, kurs PLN zaczął się dostosowywać do nowych informacji (oczekiwań). A jeżeli oczekiwania znacznie wyższego PKB w Polsce nie dotyczyły tylko najbliższego roku, ale większej liczby lat, to i “wycena” złotówki to uwzględniała, czyli z perspektywy czasu złotówka była “przewartościowana”. A teraz oczekiwania znacznie spadły, co zgodnie z powyższą tabelką powinno osłabić złotówkę o kiladziesiąt procent.

Co na podstawie tej teorii może zrobić RPP?

W tej sytuacji RPP stoi przed dylematem, czy obniżyć mocno stopy procentowe czy też może nie, ze względu na osłabiającą się złotówkę. Jeżeli wierzyć w teorię przytaczaną przez autorów cytowanych książek, tak mocne osłabienie złotówki to w dużej mierze zasługa zmiany oczekiwań dotyczących PKB Polski (mocne oficjalne cięcia prognoz PKB miały miejsce dopiero na jesieni 2008; złotówka zaczęła się osłabiać w sierpniu 2008, bo już wtedy część inwestorów zdała sobie sprawę, że PKB będzie znacznie słabsze niż oczekuje większość). Tak więc brak obniżek stóp procentowych doprowadziłby jedynie do jeszcze mocniejszego spowolnienia/recesji w Polsce a to oczywiście nie miałyby pozytywnego wpływu na złotówkę.

Ponadto jeszcze mocniejsze spowolnienie doprowadziłoby do mniejszych wpływów podatkowych państwa i zmusiło rząd do zwiększenia deficytu a to spowodowałoby, opisywany w poprzednim artykule efekt “wypychania inwestycji”, czyli znowu mniejszą konsumpcję, inwestycje a co za tym idzie PKB. (zresztą pewnie i tak rząd będzie musiał zwiększyć deficyt, chyba, że dodatkowo przytnie wydatki)

Kontynuacja tego artykułu znajduje się tutaj: [Czynniki wpływające na kurs waluty cz.4: ważne są stopy procentowe czy PKB? a tym samym jaki docelowy kurs PLN/EUR?](#)

13. Czynniki wpływające na kurs waluty cz.4: ważne są stopy procentowe czy jednak PKB? a tym samym jaki docelowy kurs PLN/EUR w 2009 r.?

(Wpis z: 15 marzec 2009):

Jakiś czas temu w artykule [Czynniki wpływające na kurs waluty, czyli co decyduje o sile/słabości złotówki cz.3: krótki okres – oczekiwany dochód](#) pisałem na temat tego, co wpływa na kurs waluty w krótszym terminie (kwartały). W powszechnej opinii za główną przyczynę ruchów na walutach uważa się różnicę pomiędzy stopami procentowymi (dysparytet stóp procentowych) w różnych państwach. I tutaj można przytoczyć mój poprzedni artykuł [Warto wiedzieć świat takim jakim jest czy takim, jakim chcielibyśmy aby był?](#) i zadać pytanie czy aby na pewno?

Poniżej:

- Podaję przykład z przelomu 2005/2006, kiedy to bardzo mocne obniżki stóp procentowych (obniżka z 7,25% do 4,25%) spowodowały, że złotówka... się umocniła.
- Dlaczego? Bo oczekiwano mocnego wzrostu PKB w kolejnych kwartałach a zgodnie z teorią to głównie oczekiwania dotyczące PKB wpływają na kurs walutowy
- Na końcu robię podsumowanie dlaczego złotówka się tak osłabiła, piszę o RPP oraz stawiam tezę, na temat docelowego kursu dla PLN/EUR w kolejnych kwartałach.

Poniżej w pliku na wykresie numer:

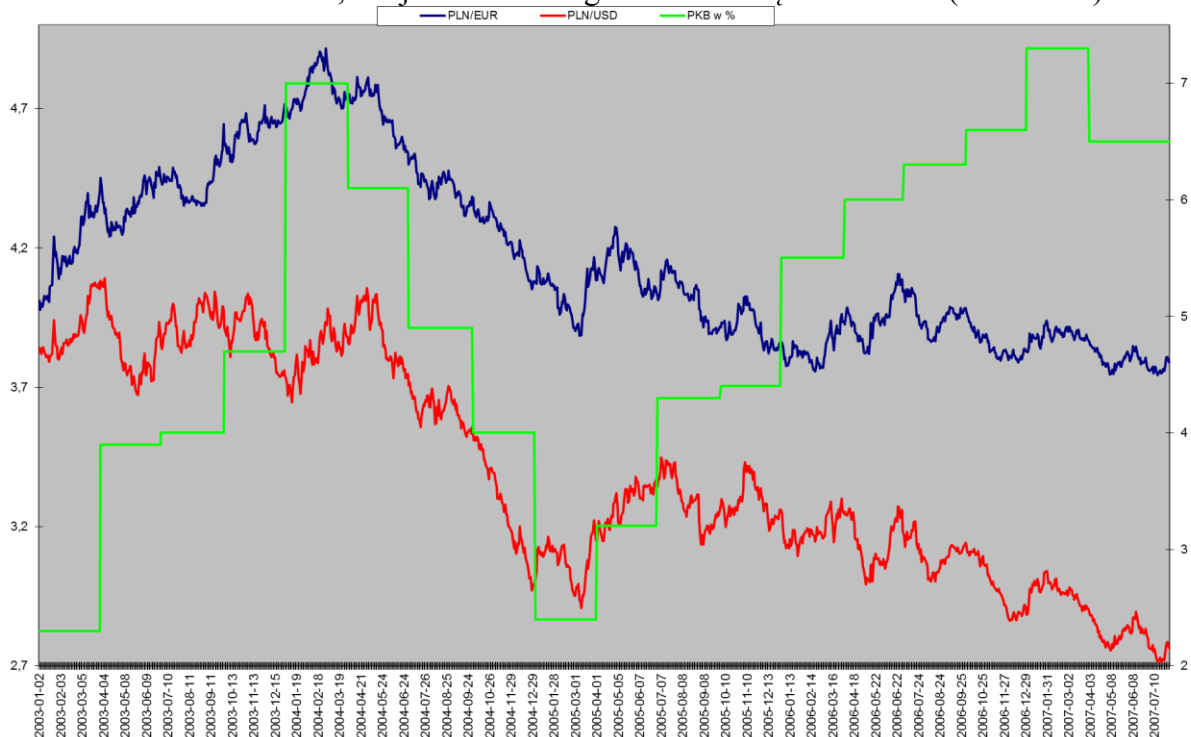
[kurs-pln-pkb-oraz-stopy-procentowe-od-2003-do-2007](#)

1. “PLN i stopy % 05 i 06” podaję przykład mocnego spadku polskich stóp procentowych (prawa skala w %) na przełomie 2005/2006 r. (14 miesięcy, spadek z 7,25% do 4,25%).



Co wtedy stało się ze złotówką? Jeżeli wierzyć, że na kurs walutowy wpływają stopy procentowe, złotówka powinna się mocno osłabić (lewa skala). Oczywiście tak się nie stało. Widać to na wykresie PLN i Euro oraz PLN i USD. Złotówka umocniła się względem Euro prawie o 8 %, a względem USD kurs się nie zmienił (analizując daty pomiędzy pierwszą obniżką w marcu 2005 a ostatnią w maju 2006).

2. “PLN i PKB od 01 do 07”, tutaj widać dlaczego złotówka się nie osłabiła (lewa skala):



Bo inwestorzy już od wiosny 2004 (kurs walutowy jak i warszawski indeks giełdowy) dyskutowali wysoką dynamikę PKB (prawa skala w % r/r) w Polsce w 2005 i w 2006. O “dyskontowaniu” PKB przez indeks giełdowy pisałem tutaj: [Giełda dyskontuje wydarzenia w realnej gospodarce?](#).

Zresztą na podstawie powyższych danych widać, że mocne umocnienie złotówki w 2004 roku to również nie był raczej efekt trzykrotnych podwyżek stóp procentowych z 5,75% wiosną 2004 do 7% na jesieni tego samego roku, ale raczej oczekiwania na mocny wzrost PKB po wejściu Polski do Unii Europejskiej oraz wejście polskiej gospodarki w kolejny boom po spowolnieniu 2001/2002.

Jeżeli wczytać się w teorię związaną z kursem walutowym, można dojść do wniosku, że tak naprawdę kwestia dotyczy oczekiwanego dochodu z inwestowania w różnych państwach. A to w głównej mierze związane jest z oczekiwaną dynamiką PKB.

Paradoksalnie zmiany kursu walutowego wiązane są z ruchami na stopach procentowych, gdyż zazwyczaj w tym samym czasie podobny trend występuje na PKB. Powstaje jednak pytanie co jest przyczyną a co skutkiem.? Tak naprawdę ruchy na stopach procentowych to tylko odpowiedź na to, co dzieje się z PKB. Jeżeli dynamika PKB jest wysoka, czyli można spodziewać się relatywnie wysokiej stopy zwrotu z inwestowania w aktywa w danym państwie (waluta się umacnia), Bank Centralny, w celu schłodzenia gospodarki, podnosi stopy procentowe. Jeżeli oczekiwana dynamika PKB będzie niska (czyli waluta się osłabia bo niższe oczekiwane stopy zwrotu), Bank Centralny obniża stopy procentowe.

Podsumowanie:

Jak pokazują dane historyczne, np. za okres 2005 i 2006, ruchy na walutach w okresie kwartałów powodowane są zmianami w oczekiwanym PKB danego kraju względem oczekiwanego PKB w “reszcie świata”. Oczywiście kurs walutowy “dyskontuje” oczekiwane PKB, a nie historyczne, podobnie jak np. robiąc lokatę w banku nie interesuje nas historyczne oprocentowanie, ale oprocentowanie, jakie będzie w przyszłości.

Ponadto na podstawie powyższego przykładu można postawić tezę na temata mocnego osłabienia złotówki na przełomie 2008/2009. Spowodowane zostało prawdopodobnie “rozjechaniem” się oczekiwań z początku 2008 r. dotyczącymi PKB w Polsce i “reszcie świata”. Po prostu najpierw początkiem 2008 oczekiwano, że Polska będzie “wyspą”, do której w niewielkim stopniu dojdzie spowolnienie. Jednocześnie już wtedy oczekiwano mocnego spowolnienia/recesji w USA i Europie. Przełożyło się to na dużą różnicę pomiędzy oczekiwanym PKB w Polsce i reszcie świata.

Powiedzmy w Polsce miało to być np. 5% w kolejnych kwartałach a w USA czy Europie minus -1%, czyli różnica wynosiła 6 pkt %. Stąd też takie umocnienie złotówki w pierwszej połowie 2008 do 3,2 dla PLN/EUR i 2 dla PLN/USD (bo wcześniej, w 2007, nie oczekiwano nawet recesji w USA czy Europie, więc różnica w oczekiwanym PKB była znacznie mniejsza, więc musiało nastąpić dodatkowe umocnienie złotówki dla 6% PKB). Następnie w drugiej połowie 2008 i na początku 2009 okazało się, że nie będzie to różnica 6% ale np. 3% (np. w USA i Europie minus -3% a w Polsce 0%). Po podstawieniu do wzoru, o którym pisałem w cytowanym artykule (np. na 10 lat, napisze o tym następnym razem), : [Czynniki wpływające na kurs waluty, czyli co decyduje o sile/słabości złotówki cz.3: krótki okres – oczekiwany dochód](#) daje właśnie osłabienie PLN/EUR z 3,5 w okolice 5 PLN/EUR.

No i wreszcie ostatni wniosek, który sam się nasuwa. RPP raczej nie musi się martwić tym, że jej działania (obniżki stóp %) wpływają na kurs walutowy, bo jak pokazują dane, znaczenie ma tak naprawdę PKB i o PKB powinna się martwić. A to co stanie się w przyszłości z kursem złotówki zależy od tego, jaka różnica będzie pomiędzy oczekiwanym polskim PKB i “resztą świata”. Innymi słowy czy polskie PKB względem innych państw będzie jeszcze znacznie gorsze niż już teraz “jest w cenach” złotówki.

Jeżeliby założyć, że korekta oczekiwań dotycząca polskiego PKB i “reszty świata” już się dokonała (zajęło to 7 miesięcy) to raczej trudno spodziewać się dalszego osłabiania złotówki, a raczej można spodziewać się jej stopniowego umacniania. A powinno tak być, zgodnie z teorią, że niższa stopa zwrotu związana z niższym oczekiwanym PKB (w stosunku do tego, co oczekiwano wcześniej) np. w Polsce, musi być zrekompensowana przez zyski z waluty krajowej, w tym wypadku złotówki. Musi tak być, aby dochody z inwestycji na całym świecie były “równe (bo dochód=zysk z inwestycji+strata z waluty). Tak jak pisałem w części 3. o kursie walutowy (pod koniec artykułu) ruch na walucie dokonuje się w dwóch etapach: 1) mocny ruch na walucie uwzględniający nowe oczekiwania (dane), w naszym wypadku mocne osłabienie PLN oraz 2) stopniowy i znacznie mniejszy ruch przeciwny do pkt 1), który rekompensuje niższą stopę zwrotu z podstawowego aktywa (w tym wypadku utożsamiany z PKB).

A dalsze osłabienie złotówki jest tylko możliwe w dwóch przypadkach:

1. Jeżeli Polskie PKB będzie znacznie gorsze niż już teraz oczekują inwestorzy w kursie PLN.

2. Jeżeli Polska miałaby “ogłosić niewypłacalność”, czyli nie spłacać zadłużenia, jak prawdopodobnie Ukraina.
Raczej się na to jednak nie zanosi (75% polskiego długu to “polscy inwestorzy”, po 25% OFE, banki i inwestorzy indywidualni). Ponadto, jak na razie rząd kontroluje wydatki i deficyt budżetowy, więc nie grożą nam duże emisje obligacji, które zwiększyłyby znacznie oprocentowanie naszego długu publicznego a przez to mielibyśmy problem z jego bieżącym regulowaniem. Oczywiście pewnie przy mniejszych zakładanych wpływach prawdopodobnie deficyt będzie musiał być trochę zwiększony, ale o tym już wszyscy wiedzą i jest to “w cenach”.

14. Analiza makrootoczenia

(Wpis z: 18 luty 2008)

Dzisiaj chciałem napisać parę słów na temat analizy makrootoczenia firmy. W przypadku analizy fundamentalnej jest to bardzo ważne zagadnienie, gdyż makrootoczenie determinuje, w jakich warunkach działa przedsiębiorstwo, firma nie ma jednak możliwości zmiany tych warunków.

Jak to powiedział sam Warren Buffet, jeżeli firma jest bardzo dobrze zarządzana ale działa w otoczeniu z marnymi perspektywami, to jej wyniki, chociaż będą powyżej średniej, będą nadal marne.

Tak naprawdę każda spółka działa w innym makrootoczeniu, nawet, jeżeli jest to ten sam kraj czy region. Spółka może mieć różne makrootoczenie w zależności np. od branży, wielkości przedsiębiorstwa, regionu kraju w którym funkcjonuje itd.

Na przykład w Polsce, analizując region, w którym funkcjonuje dana firma, widać wyraźnie skutki rozbiorów w podejściu do prowadzenia biznesu czy też podejście pracowników wobec obowiązków.

Inne jest też makrootoczenie firmy, która znajduje się np. blisko granicy z innym państwem czy też np. funkcjonuje na terenie dużego bezrobocia, co widać od jakiegoś czasu np. w wynikach firm giełdowych, które wcześniej miały niskie koszty wynagrodzeń, gdyż działały na terenach o dużym bezrobociu a ostatnio rynek stał się bardziej “rynkiem pracownika” i firmy te mają kłopoty.

Bardzo duże znaczenie w analizie makrootoczenia ma przynależność do danej branży, gdzie ważna może być polityka rządu, zwłaszcza w okresie zmian systemowych. Duże znaczenie ma również rodzaj działalności oraz wielkość przedsiębiorstwa. W innych warunkach działa spółka obecna tylko na rynku polskim a w innych firma globalna, która ma globalną strategię i musi analizować znacznie więcej danych (np. ceny surowców, rozwój technologii, kwestie demograficzne i polityczne).

Z powodu bardzo silnego wpływu otoczenia, szczególnie w okresie kryzysu gospodarczego lub politycznego, przedsiębiorstwo musi znać najważniejsze szanse i zagrożenia, które związane są z funkcjonowaniem w danym makrootoczeniu. Musi również przewidywać zmiany makrootoczenia w przyszłości i dzięki temu modyfikować swoją strategię rozwoju. Dlatego też w przypadku analizy fundamentalnej ważny jest dobry zarząd, o czym wspomniałem w artykule: [Wywiad z Markiem Świętoniem w Gazecie Parkiet dotyczący analizy fundamentalnej](#)

Definicja makrootoczenia:

Jest to zespół warunków, w jakich funkcjonuje przedsiębiorstwo, np. strefa klimatyczna, klimat polityczny, system prawny, kraj, region itp.

Analiza makrootoczenia:

Autorki książki, na której opieram ten artykuł podzieliły analizę makrootoczenia na 6 sfer:

1. [Otoczenie ekonomiczne](#)
2. [Otoczenie technologiczne](#)
3. [Otoczenie społeczne](#)
4. [Otoczenie demograficzne](#)
5. [Otoczenie polityczne i prawne](#)
6. Otoczenie międzynarodowe

W kolejnych artykułach opiszę poszczególne składowe analizy makrootoczenia: Pierwszy znajduje się tutaj: [Otoczenie ekonomiczne](#)

Na podstawie:

“Analiza strategiczna przedsiębiorstwa”; Grażyna Gierszewska, Maria Romanowska; PWE Warszawa 2003; str. 34-40

15. Analiza fundamentalna sektora: Analiza “pięciu sił” M.E. Portera (znana też jako “analiza pięcioczynnikowa” lub “analiza pięciu sił”) cz.1

(Wpis z: 20 sierpień 2007):

Analiza pięciu sił Portera jest ciekawą koncepcją [analizy branży](#), w której działa dana firma. Dzięki modelowi Portera można zbadać atrakcyjność danego sektora z punktu widzenia obecnych i przyszłych inwestorów. Modelem tym można też starać się wyjaśnić wysokość marż w danej branży, czyli innymi słowy [rentowność spółki](#). Analiza sektora to jedna z ważnych składowych [analizy fundamentalnej](#).

Porter wskazuje następujące czynniki, które wpływają na atrakcyjność branży:

- Siła oddziaływania dostawców i możliwość wywierania wpływu przez nich na daną firmę
- Siła oddziaływania odbiorców i możliwość wywierania wpływu przez nich na daną firmę
- Siła [walki konkurencyjnej](#) w danym sektorze
- Groźba wejścia [nowych konkurentów](#)
- [Groźba wejścia na rynek substytutów](#)

Atrakcyjność sektora jest tym mniejsza im większa jest siła odbiorców i dostawców, im większa możliwość wejścia nowych konkurentów oraz pojawienia się substytutów oraz dodatkowo im większa jest walka konkurencyjna pomiędzy firmami.

Siła dostawców i odbiorców:

Pozycja danej firmy względem dostawców i odbiorców zależy od:

- Relacji podaży i popytu na dany produkt (jeżeli popyt na dany produkt przewyższa podaż, mamy do czynienia z rynkiem producenta i wtedy jego siła przetargowa jest większa. W przeciwnym wypadku, gdy podaż przewyższa popyt mamy do czynienia z rynkiem klienta)
- Stopnia koncentracji sektora dostawcy w porównaniu z sektorem odbiorcy (im wyższa koncentracja tym większa siła dostawcy, np. bank-klient indywidualny)
- Uzależnienia jakości produktu końcowego od jakości komponentów dostarczanych przez dostawcę (im większe uzależnienie tym większa siła, np. mikroprocesory w komputerach)
- Monopolu dostawcy lub odbiorcy (spowodowanego np. dominacją w sektorze czy też niepowtarzalnością technologiczną, użytkową wyrobu).
- Dużego udziału dostawcy w kosztach odbiorcy (z jednej strony umacnia pozycję dostawcy ale z drugiej zwiększa ryzyko nacisków na obniżenie ceny, gdyż nawet mała obniżka kosztów może znacznie zwiększyć zysk odbiorcy)
- Kosztu zmiany dostawcy lub klienta (wiąże się to np. z utratą części rynków zbytu, czy też kosztami poszukiwania nowych dostawców lub odbiorców, zazwyczaj subiektywna ocena tego kosztu jest wyższa od rzeczywistego)
- Możliwości [integracji pionowej](#) (czyli możliwość wytwarzania przez dostawcę wyrobu finalnego lub też rozpoczęcie produkcji danego materiału czy komponentu przez odbiorcę, np. eliminacja hurtowników, gdy producenci sami budują swoją sieć sprzedaży lub detaliści nawiązują bezpośrednie kontakty z producentami)

Według autorów książki “Analiza strategiczna przedsiębiorstwa” analiza obecnej i przyszłej siły dostawców i odbiorców jest bardzo ważną częścią analizy sektora. Dzięki temu firma może zlokalizować czynniki powodujące koszty i zyski przedsiębiorstwa oraz wydzielić strategicznych dostawców i klientów a przez to określić w jakim zakresie mogą się oni przyczynić do sukcesu lub porażki strategii firmy w przyszłości.

Dodatkowo można zidentyfikować przyszłe źródła zagrożeń ze strony dostawców oraz odbiorców (np. zrezygnować z nich) i znaleźć takich partnerów, którzy przyczynią się do rozwoju firmy.

Autorzy książki polecają też zastosowanie dwóch metod pomocniczych: segmentacji marketingowej oraz punktowej oceny dostawców oraz odbiorców.

Opis kolejnych “sił” Portera w następnym artykule: [Pięć sił Portera cz.2 – nowi konkurenci oraz substytuty](#)

Na podstawie:

“Analiza strategiczna przedsiębiorstwa”; Grażyna Gierszewska, Maria Romanowska; PWE Warszawa 2003

16. Bilans spółki czyli źródła finansowania majątku

(Wpis z: 20 styczeń 2008):

Dzisiaj opiszę podstawowe części bilansu spółki czyli aktywa oraz pasywa.

Jeżeli chodzi o analizę poszczególnych pozycji (analizę finansową), jakiś czas temu pisałem o tym między innymi w artykule [Analiza finansowa cz. 1: Ogólna charakterystyka](#)

BILANS:

Bilans firmy składa się z aktywów (majątku firmy) oraz pasywów (kapitałów). Pasywa, inaczej kapitały spółki, obrazują źródło finansowania majątku spółki.

Podstawowa zasada bilansowa to znak równości pomiędzy aktywami i pasywami.

Jakikolwiek składnik aktywów (majątku firmy) musi mieć źródło finansowania po stronie pasywów (kapitałów). Na przykład jeżeli firma zakupiła towary do sprzedaży (z odroczonym terminem płatności), to po stronie aktywów powiększą one “zapasy” oraz jednocześnie po stronie pasywów powiększone zostaną zobowiązania wobec dostawców.

AKTYWA=PASYWA

AKTYWA:

Aktywa składają się z dwóch podstawowych kategorii a mianowicie z **aktywów trwałych** oraz **aktywów obrotowych**.

A. Aktywa trwale składają się z:

- I. Wartości niematerialnych i prawnych
- II. Rzeczowych aktywów trwałych
- III. Należności długoterminowych
- IV. Inwestycji długoterminowych
- V. Długoterminowych rozliczeń międzyokresowych

B. Aktywa obrotowe składają się z:

I. Zapasów

II. Należności krótkoterminowych

III. Inwestycji krótkoterminowych, a tutaj znajdują się między innymi:

-środki pieniężne i inne aktywa pieniężne

IV. Krótkoterminowych rozliczeń międzyokresowych

PASYWA:

Pasywa składają się z dwóch podstawowych kategorii a mianowicie **kapitału własnego** oraz **kapitału obcego** (zobowiązań). Kapitał może być długoterminowy lub krótkoterminowy. Kapitał krótkoterminowy to taki, którego spłata musi nastąpić do jednego roku.

Kapitał własny to z zasady kapitał długoterminowy i zalicza się do niego np. wpływy z emisji akcji oraz zyski zatrzymane przez firmę (zostały wypracowane przez biznes w trakcie funkcjonowania firmy). Z kolei kapitał obcy (zobowiązania) może być oprocentowany (np. kredyty) lub nieoprocentowany (np. zobowiązania handlowe).

A. Kapitał własny

B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania składają się z:

- I. Rezerw na zobowiązania
- II. Zobowiązań długoterminowych
- III. Zobowiązań krótkoterminowych, a tutaj znajdują się między innymi:
 - kredyty i pożyczki
 - zobowiązania z tytułu dostaw i usług
- IV. Rozliczeń międzyokresowych

Z pasywami związane jest też pojęcie **kapitału stałego**, które opisałem w tym artykule: [Kapitał obrotowy, kapitał obrotowy netto, kapitał stały](#)

Na podstawie:

Załącznik do ustawy o rachunkowości z 29 września 1994r.

17. Rachunek zysków i strat-wariant kalkulacyjny

(Wpis z: 31 sierpień 2007):

Na podstawie rachunku zysków i strat można między innymi obliczyć:

Zysk brutto ze sprzedaży, zysk ze sprzedaży, zysk operacyjny (EBIT) oraz zysk netto. Analiza fundamentalna opiera się na analizie historycznych tendencji zachodzących na poszczególnych poziomach marż zysków oraz na prognozie ich zachowania w przyszłości, uwzględniając [analizę makrooczenia](#), [analizę branży](#) oraz [sytuacji spółki](#).

Tutaj znajduje się [przykładowe narzędzie przedstawiające wyniki finansowe spółki giełdowej](#).

Poniżej opis poszczególnych kategorii rachunku wyników oraz kilka spostrzeżeń na ten temat.

Warto też zaznaczyć, że zyski z rachunku zysków i strat nie muszą się przekładać na dopływ gotówki do firmy, gdyż np. firma może dokonywać sprzedaży z odroczonym terminem płatności. W takiej sytuacji firma może utracić płynność i popaść w kłopoty. Dlatego też warto śledzić również [rachunek przepływów pieniężnych](#) (cash flow), który pojawił się w latach 80-tych dlatego, że bardzo rentowna firma zbankrutowała, właśnie z powodu utraty płynności.

Zysk brutto ze sprzedaży (zwany też zyskiem brutto, nie mylić z zyskiem brutto przed podatkiem):

Od przychodów ze sprzedaży należy odjąć koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów. Odnosząc zysk brutto ze sprzedaży do przychodów ze sprzedaży powstaje **marża**

brutto na sprzedaży (inaczej marża brutto). Zazwyczaj marża brutto na sprzedaży nie zmienia się zbytnio porównując ją rok do roku. Wyjątkiem może być duży wzrost przychodów (bo firma ma większą siłę w negocjacjach z dostawcami) lub też np. wprowadzenie lepszych metod produkcji. Trzeba też zauważyć, że w przypadku firm, gdzie koszty wytworzenia produktów stanowią dużą część kosztów (np. firmy budowlane, gdzie koszty materiałów i robocizny to nawet 80-90% kosztów) nawet niewielki wzrost marży brutto na sprzedaży może powodować duży wzrost zysku netto

Na przykład firma budowlana o przychodach 1 mld zł, gdzie koszty produktów (np. materiały i podwykonawcy) stanowią 80%, ma zysk brutto na sprzedaży w wysokości 200 mln zł. Przy spadku kosztów produktów tylko o 1% do 79% daje to, przy innych czynnikach nie zmienionych, wzrost zysku przed opodatkowaniem o 10 mln zł.

Zysk ze sprzedaży:

Od przychodów ze sprzedaży należy odjąć:

- koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów
- koszty sprzedaży
- koszty ogólnego zarządu

Innymi słowy od zysku brutto ze sprzedaży należy odjąć koszty sprzedaży oraz koszty ogólnego zarządu.

Odnosząc zysk ze sprzedaży do przychodów otrzymujemy **marżę na sprzedaży**.

Zazwyczaj koszty sprzedaży wznoszą się podobnie jak wzrost przychodów. W mniejszym stopniu mogą wznoszą koszty ogólnego zarządu. W przypadku, gdy koszty sprzedaży i ogólnego zarządu wznoszą się wolniej niż przychody pojawia się dźwignia operacyjna, czyli większy procentowy wzrost zysku niż przychodów.

Zysk z działalności operacyjnej (EBIT-Earnings before interest and taxes-zysk przed odsetkami i podatkiem):

Od przychodów ze sprzedaży należy odjąć:

- koszty sprzedanych produktów, towarów i materiałów
- koszty sprzedaży
- koszty ogólnego zarządu

-pozostałe koszty operacyjne (np. strata ze zbycia niefinansowych aktywów trwałych, aktualizacja wartości aktywów niefinansowych).

oraz dodać:

+ pozostałe przychody operacyjne (np. zysk ze bycia niefinansowych aktywów trwałych, dotacje)

Lub inaczej od zysku ze sprzedaży należy odjąć/dodać saldo na pozostałych przychodach i kosztach operacyjnych (pozostałe przychody operacyjne-pozostałe koszty operacyjne).

Odnosząc EBIT do przychodów otrzymujemy **marżę zysku operacyjnego** (marżę EBIT)

W analizie rachunku wyników ważna jest analiza powtarzalnych wyników, więc należy wyłączyć jednorazowe pozostałe przychody/koszty operacyjne i analizować tylko zysk na sprzedaży (marżę na sprzedaży).

Zysk ze sprzedaży jest bardzo ważną pozycją, gdyż ukazuje “prawdziwy” potencjał firmy jeżeli chodzi o powtarzalne zyski. Natomiast w zysku operacyjnym (EBIT) mogą w pozostałych przychodach operacyjnych występować np. rozwiązane rezerwy, które zostały utworzone kilka okresów wcześniej i okazały się niepotrzebne. W takim wypadku marża EBIT będzie wyższa, ale nie jest to wynik powtarzalny i nie powinien być zbyt dużego wpływu na wycenę.

Zysk z działalności gospodarczej:

Od zysku operacyjnego (EBIT) należy odjąć:

- koszty finansowe (np. odsetki, straty z inwestycji, aktualizacja wartości inwestycji)

oraz dodać:

+ przychody finansowe (np. dywidendy i udziały w zyskach, odsetki, zysk ze zbycia inwestycji, aktualizacja inwestycji)

Warto pamiętać, że w przypadku bardzo dynamicznego wzrostu przychodów firma może być zmuszona do znacznego zwiększenia zapasów oraz należności, co w konsekwencji spowoduje zwiększenie zadłużenia (aby sfinansować zapasy i należności) i ponoszenia znacznych kosztów finansowych a to z kolei zmniejszy zysk netto.

Podobna sytuacja będzie miała w przypadku wzrostu rynkowych stóp procentowych. W takim wypadku będzie działała negatywnie dźwignia finansowa.

Zysk brutto:

Do zysku z działalności gospodarczej należy dodać zyski nadzwyczajne oraz odjąć straty nadzwyczajne.

Zysk netto:

Od zysku brutto należy odjąć:

- podatek dochodowy (należny oraz odroczone)

- pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku

Odnosząc zysk netto do przychodów otrzymujemy **marżę netto**.

Na podstawie:

Załącznik do ustawy o rachunkowości z 29 września 1994r.

18. Rachunek przepływów pieniężnych (sprawozdanie z przepływów środków pieniężnych-rpp, cash flow) dla jednostek innych niż banki i zakłady ubezpieczeń

(Wpis z: 15 października 2007):

W tym artykule najpierw opiszę co to jest rachunek przepływów pieniężnych a następnie podam z jakich części się składa. Następnie opiszę możliwe sytuacje jakie mogą wystąpić przy analizie tego rachunku. W drugiej części artykułu podam konstrukcję metody pośredniej rachunku przepływów pieniężnych oraz metody bezpośredniej, z podziałem na:

- przepływy pieniężne z działalności operacyjnej (z uwzględnieniem przepływów pieniężnych **netto** z działalności operacyjnej)
- przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej
- przepływy pieniężne netto z działalności finansowej

Natomiast tutaj znajduje się [przykładowe narzędzie przedstawiające wyniki finansowe spółki giełdowej](#), umieściłem w nim również przepływy pieniężne.

Cash flow (sprawozdanie z przepływu środków pieniężnych):

Cash flow zaczęto stosować na szeroką skalę, gdy w latach 80-tych zbankrutowała firma, która była bardzo zyskowna, ale utraciła [płynność finansową](#). Analitycy nie zauważyli sygnałów ostrzegawczych zbliżającej się katastrofy, gdyż zwracali uwagę tylko na [bilans](#) oraz [rachunek zysków i strat](#).

Rachunek przepływów pieniężnych ukazuje przepływ środków pieniężnych w ujęciu dynamicznym, czyli przedstawia źródło finansowania środków pieniężnych i ich wykorzystanie.

W odróżnieniu od rachunku zysków i strat pokazuje rzeczywiste dopływy i odpływy gotówki a nie tylko zapis księgowy. W zapisie księgowym ukazany jest zysk firmy w momencie sprzedaży, ale nie musi się to wiązać z przyływem gotówki, np. sprzedaż produktów z odroczonym terminem płatności powoduje wzrost należności. Gotówka może też być “uwięziona” w zapasach.

Innymi słowy firma może być rentowna (generować zyski) w ujęciu księgowym, ale jednocześnie mieć problemy z [bieżącą płynnością](#), co może doprowadzić nawet do bankructwa.

Budowa cash flow:

Rachunek przepływów pieniężnych składa się z 3 części (opisano je dokładnie w drugiej części tego artykułu):

-Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej, czyli środki generowane z podstawowej działalności firmy;

przepływy brutto to: zysk operacyjny + amortyzacja – zapłacony podatek;

przepływy netto to: przepływy brutto + zmiana kapitału pracującego + zmiana pozostałych aktywów oraz pasywów operacyjnych

zmiana kapitału pracującego to: – zmiana zapasów – zmiana należności + zmiana zobowiązań, przy założeniu, że te trzy kategorie wzrastają; generalnie wzrost zapasów i należności to “uwięzienie gotówki”, inaczej jej odpływ, dlatego liczy się je z “minusem”, jeżeli kategorie te spadają, należy je uwzględnić z “plusem”; z kolei wzrost zobowiązań powoduje, że gotówka nie odpływa z firmy, więc wzrost zobowiązań uwzględnia się z plusem, z kolei jeżeli zobowiązania spadną, to się je odejmuje (bo odpływ gotówki)

-Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej, czyli środki generowane z lub wydatkowane na inwestycje potrzebne do funkcjonowania firmy

-Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej, czyli środki pozyskiwane z zewnątrz, np. kredyty, obligacje, emisja akcji lub też wydatkowane na zewnątrz, np. spłata odsetek, kredytów, obligacji czy też skup własnych akcji

Analiza cash flow:

Przepływ z każdej z trzech działalności może być ujemny (odpływ gotówki, ujemne saldo gotówki) lub dodatni (przyływ gotówki, dodatnie saldo). Różne warianty zostały przedstawione w załączniku:

[cash-flow.xls](#)

Przepływ gotówki z działalności:	Operacyjnej	Inwestycyjnej	Finansowej	
Warianty:	+	+	+	1
	+	-	-	2
	+	+	-	3
	+	-	+	4
	-	-	+	5
	-	+	+	6
	-	+	-	7
	-	-	-	8
1	Dodatnie przepływy z każdej działalności, firma być może gromadzi środki na przyszłe inwestycje			
2	Firma generuje duże zyski, które przeznacza na inwestycje oraz spłatę zobowiązań finansowych			
3	Firma prawdopodobnie dokonuje restrukturyzacji, sprzedaje majątek i spłaca zobowiązania			
4	Sytuacja typowa dla firmy rozwijającej się (jest zyskowna, inwestuje oraz zaciąga zobowiązania)			
5	Sytuacja typowa dla młodych i rozwijających się firm			
6	Firma ma prawdopodobnie przejściowe trudności w funkcjonowaniu			
7	Brak gotówki w firmie powoduje sprzedaż aktywów			
8	Najgorszy przypadek, może oznaczać zagrożenie bankructwem			

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: http://pl.wikipedia.org/wiki/Cash_flow

Warto zwrócić uwagę, że firma jest w dobrej sytuacji, jeżeli generuje dodatnie przepływy pieniężne z działalności operacyjnej. Zazwyczaj dobra sytuacja jest też, jeżeli firma generuje dodatnie przepływy z działalności finansowej, szczególnie, jeżeli są to np. kredyty bankowe. Banki zazwyczaj bardzo konserwatywnie podchodzą do oceny działalności firmy a udzielanie kredytów jest oznaką dobrej oceny kondycji firmy. Zła może być sytuacja, jeżeli firma notuje ujemne przepływy na poziomie działalności operacyjnej oraz finansowej a najgorsza, jeżeli jeszcze dodatkowo na poziomie inwestycyjnym.

Metody sporządzania cash flow:

Sprawozdanie z przepływów pieniężnych można sporządzić według dwóch metod:

Metody pośredniej lub metody bezpośredniej. Różnią się one jedynie w sposobie wyliczania przepływów z działalności operacyjnej. Przepływy z działalności inwestycyjnej i finansowej wylicza się już w taki sam sposób.

Metoda bezpośrednia polega na wyliczeniu przepływów z działalności operacyjnej na podstawie pomniejszenia wpływów z działalności operacyjnej o wydatki operacyjne. Natomiast metoda pośrednia polega na wyjściu od zysku netto i dokonaniu odpowiednich korekt.

Rachunek przepływów pieniężnych metoda bezpośrednia:

Przepływy z działalności operacyjnej (Wpływy-wydatki):

Wpływy:

+Sprzedaż

+Inne wpływy z działalności operacyjnej

Wydatki:

-Dostawy i usługi

-Wynagrodzenia netto

-Ubezpieczenia społeczne i zdrowotne oraz inne świadczenia

-Podatki i opłaty o charakterze publicznoprawnym

-Inne wydatki operacyjne

Rachunek przepływów pieniężnych metoda pośrednia:

Przepływy z działalności operacyjnej (zysk netto+korekty razem)

Zysk netto

+Korekty razem:

amortyzacja

zyski (straty) z tytułu różnic kursowych

odsetki i udziały w zyskach (dywidendy)

zyski (straty) z działalności inwestycyjnej

(w powyższy sposób oblicza się środki pieniężne z działalności operacyjnej przed uwzględnieniem zmian w kapitale obrotowym, korekty w kapitale obrotowym poniżej:)

zmiana stanu rezerw

zmiana stanu zapasów

zmiana stanu należności

zmiana stanu zobowiązań krótkoterminowych, z wyjątkiem pożyczek i kredytów

zmiana stanu rozliczeń międzyokresowych

inne korekty

Dodatkowo odejmując od przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej zapłacone koszty finansowe oraz zapłacony podatek dochodowy powstają przepływy pieniężne **netto** z działalności operacyjnej.

Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej (liczy się je tak samo dla metody bezpośredniej i pośredniej): (**Wpływy-wydatki**)

Wpływy:

+zbycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych

+zbycie inwestycji w nieruchomości oraz wartości niematerialne i prawne

+z aktywów finansowych (dywidendy, udział w zyskach, spłata udzielonych pożyczek długoterminowych, odsetki, inne)

+inne wpływy inwestycyjne

Wydatki

-nabycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych

-inwestycje w nieruchomości oraz wartości niematerialne i prawne

-na aktywa finansowe (nabycie aktywów finansowych, udzielone pożyczki długoterminowe)

-inne wydatki inwestycyjne

Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej (tak samo liczone dla metody bezpośredniej i pośredniej) (**Wpływy-wydatki**)

Wpływy

+wpływy netto z wydania udziałów (emisji akcji) i innych instrumentów kapitałowych oraz dopłat do kapitału

+kredyty i pożyczki

+emisja dłużnych papierów wartościowych

+inne wpływy finansowe

Wydatki

-nabycie udziałów (akcji) własnych

-dywidendy i inne wypłaty na rzecz właścicieli

-inne, niż wypłaty na rzecz właścicieli, wydatki z tytułu podziału zysku

-spłata kredytów i pożyczek

-wykup dłużnych papierów wartościowych

-z tytułu innych zobowiązań finansowych

-płatności zobowiązań z tytułu leasingu finansowego

-odsetki

-inne wydatki finansowe

Przepływy pieniężne netto razem (przepływy z działalności operacyjnej+inwestycyjnej+finansowej)

Na podstawie:

1) http://pl.wikipedia.org/wiki/Cash_flow

2) Załącznik 1 do ustawy o rachunkowości z 29 września 1994 r

19. Ciekawa książka “Wspomnienia gracza giełdowego” Edwina Lefevre

Dzisiaj chciałem napisać parę słów o książce z... 1923 roku. Jej tytuł to “Wspomnienia gracza giełdowego”. Choć książka ta ma już prawie sto lat, część myśli w niej zawartych zapewne nadal jest aktualne. Jest to książka-powieść, która opisuje prawie trzydzieści lat doświadczeń inwestora giełdowego Jessego Livemore’a (początek jego kariery to zapewne coś koło roku 1897, z treści książki trudno określić dokładny początek przygody z giełdą “małego gracza”).

Szkoda, że opis przygód autora kończy się w 1923 roku, bo później “mały gracz” miał swoje wielkie chwile podczas krachu w 1929 roku, kiedy to zarobił bardzo dużo pieniędzy, zresztą jako jedna z niewielu osób (choć trzeba też zaznaczyć, że zanim to nastąpiło dwa razy poniósł duże straty pomiędzy 1923 a 1929).

Książka ta może być źródłem tych “szczegółów” opisywanych w szóstym secjencie w książce [“Szczęście czy fart?”](#). Być może będzie pomocna, jeżeli ktoś chce np. lepiej zrozumieć, co wydarzyło się w ciągu ostatniego roku zarówno na giełdzie jak i na poszczególnych spółkach:-)

Jak już kiedyś pisałem w artykule [Zachowanie się kursu spółki giełdowej oraz zysku netto przypadającego na akcję, czyli dlaczego kursy akcji spadają/wzrastają](#), analiza fundamentalna działa w dłuższym okresie czasu (przynajmniej kwartały). W cytowanym artykule wspominałem, że na wycenę firmy wpływają przede wszystkim oczekiwane zyski generowane przez spółkę. Oczywiście w dłuższym terminie zachowanie się kursu akcji to nie tylko oczekiwania ale również ciągła realizacja lub brak realizacji oczekiwań (np. pod wpływem zmian w [makrootoczeniu](#) lub publikacji wyników finansowych). W krótszym okresie czasu inwestowanie to nie tylko “cyferki”, ale również “inne rzeczy”. Te “inne rzeczy” w bardzo ciekawy sposób opisuje właśnie wspomniana książka. Zresztą zajęło mi trochę czasu, zanim zrozumiałem, że kluczem do sukcesu “małego gracza” była właśnie [analiza fundamentalna](#) ([analiza otoczenia ekonomicznego](#) czy też [wyniki finansowe](#) poszczególnych spółek).

Poniżej kilka rzeczy zaczerpniętych z książki, oczywiście warto samemu przeczytać książkę, bo po pierwsze fajnie się ją czyta a po drugie dla każdego może być co innego użytecznego:

- W inwestowaniu nie wystarczy przewidzieć, co ma się wydarzyć, ale kluczowe jest zajęcie pozycji w odpowiednim czasie i jej utrzymanie. Myśl ta jest bardzo ważna, bo przecież dostęp do wiedzy o inwestowaniu jest stosunkowo łatwy i praktycznie każdy może się nauczyć podstawowych “praw”. Sukces odnoszą jednak ludzie cierpliwi którzy potrafią zająć pozycję w odpowiednim czasie.

Poniżej cytat z książki str. 62-63:

“A teraz pozwólcie, że powiem wam jedną ważną rzecz: po tym jak spędziłem na Wall Street wiele długich lat, i po tym, jak zarobiłem tam i straciłem wiele milionów dolarów, pragnę stwierdzić, że tym co zarabiał dla mnie naprawdę duże pieniądze, wcale nie była ani oszałamiająca inteligencja, ani tajemnicze impulsy – była to umiejętność cierpliwego siedzenia na czterech literach. Rozumiecie ?? Siedzenie na własnej d...! Właśnie tak. Wcale nie tak trudno prawidłowo ocenić rynek. Na początku hossy zawsze dużo jest takich, którzy to wiedzą, podobnie w przededniu bessy wielu uczestników rynku już wie, co się święci. Znałem wielu ludzi, którzy

mieli rację dokładnie w odpowiednim czasie i zaczęli kupować bądź sprzedawać akcje na poziomach zapewniających maksymalny zysk. Ich doświadczenia dokładnie pokrywały się z moimi – nie mieli z tego dużych pieniędzy. Ludzie którzy potrafią równocześnie mieć rację i spokojnie utrzymywać pozycje są rzadkością. Jest to jedna z najtrudniejszych do opanowania umiejętności. (...)

- Prawdziwe pieniądze zarabia się na głównych trendach, aby je wykorzystać należy jednak mieć odpowiedni zasób kapitału
- Podczas hossy większość spółek wzrasta a podczas bessy większość spółek spada
- Bohater nie wykorzystywał “cynków”, pogłosek ani innych “dobrych rad”, bo po prostu wiedział, że na dłuższą metę nie jest to skuteczne, dlatego opierał się na wiedzy, doświadczeniu swoim i innych oraz własnych przemyśleniach
- Giełda i inwestowanie to walka pomiędzy chciwością, nadzieją i strachem, tak było jest i będzie
- Jednego można być pewnym: zawsze są rzeczy, których nie da się przewidzieć, a ich pojawienie się może zniweczyć nawet najlepszy plan czy analizę i trzeba być tego świadomym
- W dłuższym okresie czasu nikt nie może wpływać (manipulować) giełdą, jeżeli ktoś “odrobił lekcję” i zrobił dobrą analizę, to w końcu nadejdzie to co nieuniknione; stanie się tak niezależnie od tego, jakim kapitałem dysponuje ten, kto próbuje wpływać na giełdę; po prostu działa analiza fundamentalna:-)
- Na giełdzie bardzo szybko widać, kto coś potrafi, bo jedynym i sprawiedliwym sędzią jest rynek a o trafności decyzji inwestycyjnych świadczy stan konta w biurze maklerskim i nic nie pomoże “szukanie winnych” odpowiedzialnych za własne decyzje

Myślę również, że do wspomnianej książki warto wracać od czasu do czasu, w miarę jak zdobywa się wiedzę i doświadczenie, ja na przykład za każdym razem, kiedy tak robię, coraz lepiej rozumiem przygody “małego gracza”.

Na podstawie: “Wspomnienia gracza giełdowego”; Edwin Lefevre; Wolters Kluwer Polska – Oficyna, Kraków, 2000

20. Najlepsza prognoza: Michał Stopka:-), czyli wyniki ankiety dotyczącej prognozy zamknięcia WIG20 na koniec 2008 r.

(Wpis z: 2 luty 2009):

Ostatnio otrzymałem wyniki ankiety z początku stycznia 2008 dotyczącej prognozy poziomu WIG20 na koniec 2008 roku. Ankieta została przeprowadzona w styczniu 2008 przez Dom Maklerski Ipopema wśród analityków akcji i zarządzających z polskiego rynku kapitałowego (zresztą jest ona cykliczna już od paru lat).

Co prawda wyniki ankiety nie zostały oficjalnie opublikowane w prasie i czytelnikom mojego bloga pozostaje "uwierzenie na słowo", że okazało się, że... moja prognoza spadku WIG 20 o -28 %, czyli zamknięcie na poziomie 2500, była najlepsza :-)) (dla przypomnienia WIG20 na koniec 2007 miał 3456,05 pkt). Jako "dowód":-) można zobaczyć jednak skan gratulacji z wygrania konkursu przesłany przez pracowników DM Ipopema: [Prognoza WIG20 2008 Ipopema](#)

Poniżej:

- Parę słów na temat tego, dlaczego dałem taką prognozę
- Próba wyjaśnienia, dlaczego WIG 20 zamknął się znacznie niżej.

Dlaczego dałem zamknięcie WIG 20 na poziomie 2500?

Z mojej analizy wynikało, że rok 2008 powinien być rokiem mocnych spadków na giełdzie. Zakładałem taki scenariusz z dwóch powodów.

1) Po pierwsze założyłem, że rzeczywiste wyniki spółek giełdowych mogą być spokojnie niższe o -30% w stosunku do tego, co było w cenach ze szczytu hossy w lipcu 2007. Dlaczego? Od jakiegoś czasu banki centralne (Europejski Bank Centralny oraz Rada Polityki Pieniężnej) podnosiły stopy %. Zgodnie z teorią powinno przełożyć się to na słabsze przychody oraz marże spółek giełdowych. Generalnie uważa się, że wpływ stóp procentowych na gospodarkę to około 18 miesięcy od danego ruchu, więc zakładałem, że znaczne pogorszenie oczekiwań oraz prawdziwych wyników firm dopiero nastąpi.

A wyniki gorsze o -30% to niższe ceny akcji o 30%

2) Po drugie pod koniec hossy, w połowie 2007, rentowność obligacji (np. pięciolatek) wynosiła około 5%. Ze względu na rosnącą inflację (o czynnikach wpływających na inflację pisałem [tutaj](#)) można było spokojnie założyć wzrost rentowności do np. 7% czy 8%. Daje to spadek wyceny tych samych zysków na podstawie DCF o około 20-25%, czyli ceny akcji niższe o kolejne 20%.

Dlaczego? Dla przykładu 1 PLN zysku wycenione przy poniższych założeniach:

-5% stopa wolna od ryzyka

-5% premia za ryzyko inwestowania w akcje

W sumie stopa dyskontowa wyniesie wtedy $5\% + 5\% = 10\%$, czyli 1 PLN zysku/10%, czyli 1/0,1 daje wycenę zysku na giełdzie 10 zł. Innymi słowy "[mnożnik zysku](#)" wyniesie "10".

Natomiast przy wzroście stopy wolnej od ryzyka do 7% stopa dyskontowa to:
 $7\% + 5\% = 12\%$, czyli $1/12\% = 1/0,12 = 8,33$, czyli mnożnik zysku wynosi wtedy "8,3"

Przykładowy, prosty model wyceny DCF opisałem [tutaj](#)

Podsumowując założyłem, że indeks powinien spaść od szczytu hossy o 30% (mniejsze zyski) oraz 20% (niższe wyceny z DCF), co razem daje $1 * 0,7 * 0,8 = 0,56$ czyli spadek o -45%. Dałoby to poziom indeksu WIG 20 na koniec 2008 w wysokości około 2250. Końcową prognozę podniosłem do 2500, bo spodziewałem się odbicia indeksu w IV kwartale 2008, podobnie jak było w 2001 r.

Dlaczego Indeksy spadły niżej ? dobre pytanie:-), poniżej próba wyjaśnienia, chociaż oczywiście mogą się mylić:

1) W I połowie 2008 nadal trwała hossa surowcowa, co spowodowało, że Europejski Bank Centralny oraz polska RPP prowadziły cały czas bardzo konserwatywną politykę monetarną, obawiając się wzrostu inflacji.

Podwyżki stóp procentowych trwały przez całą pierwszą połowę 2008 r. **ECB podniósł po raz ostatni stopy % w lipcu 2008** i dopiero w październiku 2008 zaczął obniżać. A ECB podnosił stopy % od połowy 2006 roku... czyli przez prawie 2 lata.

Jak duży wpływ na gospodarkę ma polityka monetarna? Skoro udzielone kredyty w strefie euro jest to kwota około cztery razy większa niż PKB strefy euro, domyślam się, że wpływ ten jest bardzo duży.

Jestem w stanie sobie wyobrazić, że gdyby nie mega hossa na surowcach z przełomu 2007/2008, banki centralne już wcześniej obniżałyby stopy procentowe. A tak stopy % były zbyt długo utrzymywane na relatywnie wysokim poziomie co doprowadziło w konsekwencji do mocnego spowolnienia (Polska) a obecnie do recesji w krajach Zachodniej Europy.

A to oczywiście przełożyło się na oczekiwania co do mocnych spadków zysków spółek giełdowych. Również polskich, bo uważa się, że Polska gospodarka jest "opóźniona" o pół roku w stosunku do procesów zachodzących w Europie Zachodniej.

2) Oczywiście w kontekście mocnego spowolnienia/recesji w Europie oraz sytuacji w USA (rynek mieszkaniowy) pojawił się brak zaufania w systemie bankowym oraz procesy, które opisał w lutym 2008 prof. Videla, pisałem o tym tutaj: <http://www.michalstopka.pl/wyklad-profesora-pedro-videla-zorganizowany-przez-unicredit-caib-poland-sa-oraz-rzeczpospolita/>. Mechanizm jest dosyć prosty. Skoro do bankowców dotarła wiadomość, że wiele firm będzie miało kłopoty finansowe i znacznie wzrosło ryzyko bankructw uznali oni, że udziałnie kolejnych kredytów byłoby po prostu stratą pieniędzy. A na taką stratę banki nie mogą sobie pozwolić, szczególnie w kontekście strat związanych z rynkiem kredytów subprime.

W połączeniu z restrykcyjną polityką monetarną prowadzoną w Europie od dwóch lat, brak zaufania dodatkowo pogłębił spowolnienie/recesję co przełożyło się na kursy akcji poprzez oczekiwania co do bardzo słabych wyników spółek giełdowych w kolejnych kwartałach.

3) No i wreszcie ostatnia rzecz to bardzo mocny spadek KGHM w 2008. Udział KGHM w indeksie WIG20 na koniec 2007 roku to było około 15%, czyli około 500 pkt ($3456 \text{ pkt} * 15\%$). W 2008 KGHM spadł ze 105,80 na 28,11, czyli około -75%. Innymi słowy sam KGHM spowodował że WIG20 spadł o jakieś 375 pkt ($500 \text{ pkt} * 0,75$).

Jednak gdyby KGHM spadł podobnie jak pozostałe spółki z WIG20 (i spadek o około -45%),

po przeliczeniu na punkty dałoby to spadek prawie o -230 pkt (500 pkt *45%) a nie wspomniane 375, czyli WIG20 zamknąłby się o 150 pkt wyżej (czyli jakieś 1950).

21. Książki

Książek o inwestowaniu jest bardzo wiele. Rzadko trafia się jednak na pozycję, która w przystępny sposób tłumaczy procesy zachodzące w gospodarce czy w firmie, co przekłada się na kursy giełdowe, o czym pisałem w artykule: [Zachowanie się kursu spółki giełdowej oraz zysku netto przypadającego na akcję, czyli dlaczego kursy akcji spadają/wzrastają.](#)

Poniżej lista książek, które wydają mi się ciekawe. **Szczególnie polecam książkę Glena Arnolada “Inwestowanie w wartość”, którą miałem przyjemność jakiś czas temu recenzować zanim została wydana w Polsce (poniżej krótki opis).**

Ponadto poniżej utworzyłem dwie kategorie książek. Pierwsza z nich to książki o biznesie, gdyż inwestor kupując akcje kupuje tak naprawdę kawałek firmy.

Druga kategoria to pozostałe książki.

Niekoniecznie wszystkie z poniższych pozycji związane są bezpośrednio z analizą fundamentalną, ale myśli w nich zawarte być może naprowadzą na ciekawe wnioski. Może są tam gdzieś te “drobne szczegóły”, potrzebne do osiągnięcia sukcesu, zgodnie z szóstym sekretem szczęścia opisanym w książce [“Szczęście czy fart”:-\)](#)

P.S. Zapraszam do dzielenia się informacjami na temat innych ciekawych książek.

- **Glen Arnold “Inwestowanie w wartość” Wydawnictwo profesjonalne PWN:**

Myślę, że książkę Glena Arnolada powinna być podstawową lekturą każdego inwestora, ale nie tylko, bo również właściciele firm/zarządy spółek mogą się wiele z niej nauczyć. Szczególnie ciekawa i użyteczna jest druga część książki, czyli: “Inwestowanie we wzrost wartości (w wartość)”, gdzie autor podaje wiele cennych wskazówek dotyczących analizy firmy oraz otoczenia konkurencyjnego. Innymi słowy podaje “na tacy” wiedzę, dzięki której można zrozumieć, dlaczego pewne sektory, firmy oraz strategie odnoszą sukces, a inne skazane są na porażkę.

Poniżej cytaty z tylnej okładki książki, który oddaje esencję książki:

“... rynek – podobnie jak Bóg – pomaga tym, którzy pomogli sami sobie, jednak – w przeciwieństwie do Boga – nie przebacza tym, którzy nie wiedzą, co czynią...”
(W.E. Buffett, fragment listu do akcjonariuszy Berkshire Hathaway inc.)

Książka stanowi syntezę różnych koncepcji intelektualnych związanych z inwestowaniem na rynku kapitałowym. Jej oryginalność tkwi w sposobie połączenia teorii inwestowania, zasad strategicznej analizy przedsiębiorstwa oraz praktycznych wskazówek największych teoretyków w tej dziedzinie.

Opisuje zasady inwestowania stosowane przez najbardziej wpływowych inwestorów świata: Petera Lyncha, Johna Neffa, Benjamina Grahama, Philipa Fishera, Warrena Buffetta i Charlesa Mungera. Autor dokonuje selekcji najważniejszych elementów koncepcji wymienionych inwestorów i na tej podstawie formułuje ponadczasowy zbiór zasad inwestowania w wartość, które łatwo można zastosować w praktyce.”

1. Książki o biznesie:

- “Szczęście czy fart”; opis: [“Szczęście czy fart?”-bajka o białym i czarnym rycerzu, czyli co liczy się w inwestowaniu...](#)
- “Analiza strategiczna przedsiębiorstwa”; Grażyna Gierszewska, Maria Romanowska; PWE Warszawa 2003; napisałem na jej podstawie wiele artykułów, np. [Analiza makrootoczenia](#), [Analiza pięciu sił Portera](#) czy [Analiza sytuacji spółki: Ogólna charakterystyka](#)
- “Koncentruj się! Strategiczny klucz do przyszłości Twojej firmy”; opis: [Analiza fundamentalna i zasada “Koncentracji” firmy na podstawowej działalności](#) oraz 1) Ogranicz pole działania 2) Oferuj szeroki wybór 3) Kupuj tanio 4) Sprzedawaj tanio 5) Zdominuj swoją kategorię
- “22 niezmiennie prawa marketingu”; opis: [Książka “22 niezmiennie prawa marketingu”, czyli dlaczego firmy odnoszą sukces lub ponoszą porażkę”](#)
- “Kwadrant przepływu pieniędzy”, Robert T. Kiyosaki, Sharon L. Lechter, Wydawnictwo IPE, opis: [Inwestowanie na giełdzie a książka “Kwadrant przepływu pieniędzy” czyli lepiej być pracownikiem, samozatrudnionym, właścicielem biznesu czy inwestorem?](#)

2. Pozostałe książki:

- “Ekonomia: Makroekonomia” David Begg, Stanley Fischer, Rudiger Dornbusch; Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne; na jej podstawie napisałem np.: [Czynniki wpływające na kurs waluty, czyli co decyduje o sile/słabości złotówki cz.3: krótki okres – oczekiwany dochód](#)
- “Ekonomia: Mikroekonomia” David Begg, Stanley Fischer, Rudiger Dornbusch; Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne
- “Wspomnienia gracza giełdowego”; opis: [Ciekawa książka “Wspomnienia gracza giełdowego” Edwina Lefevre](#)
- “Metody wyceny spółki-perspektywa klienta i inwestora”; praca zbiorowa pod redakcją Marka Panfila i Andrzeja Szablewskiego; Poltext; Warszawa 2006; napisałem na jej podstawie artykuły związane z [metodami wyceny](#)

22. “Szczęście czy fart ?”, czyli co liczy się w inwestowaniu

(Wpis z: 15 marzec 2008):

Dzisiaj chciałem napisać parę słów o ciekawej książeczce, którą przeczytałem już parę lat temu. Jej tytuł to: “Szczęście czy fart?”, autorami są Alex Rovira Celma oraz Fernando Trias de Bes. W Polsce książkę wydało w 2004 roku Wydawnictwo Amber Sp. z o.o.

Jest to książka w formie bajki o białym i czarnym rycerzu, którą czyta się w godzinę. Choć sama książka nie dotyczy bezpośrednio inwestowania, (znam parę osób, które dzięki niej odmieniły swoje życie), myśli w niej zawarte są bardzo wartościowe i myślę, że mają zastosowanie szczególnie w inwestowaniu. Pisałem o tym np. w tym artykule: [Sukces zaczyna się tam, gdzie inni się poddają?](#)

Oczywiście nic nie zastąpi przeczytania książki. Rzeczy w niej opisane mogą wydawać się czasem banalne, ale warto je przeczytać, bo są opisane w ciekawy sposób. Poniżej parę cytatów zaczerpniętych z książki:

O autorach:

“Alex Rovira Celma i Fernando Trias de Bes, ekonomiści z dyplomami MBA, wykładają w słynnej szkole zarządzania ESADE w Barcelonie, drugiej według “The Wall Street Journal”

w rankingu najbardziej prestiżowych uczelni w Europie. Prowadzą firmę konsultingową Salvetti & Llombart. Do ich klientów należą m.in.: Microsoft, Pepsico, Sony, Nestle, Dannon, Hewlett-Packard, Mercedes-Benz, Credit Suisse, Frito-Lay i operatorzy usług telekomunikacyjnych: Orange Group, Jazztel, Vodafone (...)

O książce:

“Ta książka odkrywa 10 sekretów szczęścia i opowiada, dlaczego tylko niektórzy odnoszą sukcesy w życiu;
Marco Jesi, prezes Pepsico Europe”

“Dwaj przyjaciele spotykają się po latach. Jeden odziedziczył wielką fortunę, ale stracił wszystko. Miał pecha? Drugi zaczynał od zera i odniósł sukces. Miał fart? Tak właśnie myśli ten, któremu nie powiodło się w życiu. I dlatego ten, któremu się powiodło, opowiada przyjacielowi legendę o czarodzieju Merlinie i dwóch rycerzach...”

“Szczęście czy fart? – piękna i mądra literacka przypowieść – mówi, co robić, żeby odnieść sukces w życiu – osobistym i zawodowym. Ujawnia tajemnicę szczęścia, właśnie szczęścia, nie fartu, nie przypadkowego uśmiechu losu – szczęścia, które można osiągnąć samemu, tworząc mu “odpowiednie warunki”.

10 sekretów szczęścia:

Morał płynący z książki został przedstawiony w postaci 10 sekretów szczęścia (str. 119-123):

PIERWSZY SEKRET SZCZĘŚCIA

Fart nie trwa długo, ponieważ nie zależy od nas. Szczęście tworzymy sami, dlatego trwa wiecznie.

DRUGI SEKRET SZCZĘŚCIA

Wielu ludzi pragnie szczęścia, ale niewielu jest takich, którzy chcą je stworzyć.

TRZECI SEKRET SZCZĘŚCIA

Jeśli teraz nie masz szczęścia, to może dlatego, że działasz w istniejących już warunkach. Żeby mieć szczęście, musisz stworzyć nowe warunki.

CZWARTY SEKRET SZCZĘŚCIA

Stwarzanie nowych warunków dla szczęścia nie oznacza szukania tylko własnej korzyści. Łatwiej stworzyć nowe warunki, pomagając innym.

PIĄTY SEKRET SZCZĘŚCIA

Jeśli stworzenie nowych warunków odłożysz na później, szczęście nie przyjdzie nigdy. Tworzenie nowych warunków to zazwyczaj ciężka praca, ale... zrób to od razu!

SZÓSTY SEKRET SZCZĘŚCIA

Zdarza się, że szczęście nie sprzyja nawet w pozornie

odpowiednich warunkach. Szukaj w drobnych szczegółach czynników pozornie niepotrzebnych, lecz niezbędnych do stworzenia naprawdę odpowiednich warunków.

SIÓDMY SEKRET SZCZĘŚCIA

Tym, którzy wierzą tylko w fart, stwarzanie warunków wydaje się absurdem. Ci, którzy stwarzają warunki, nie liczą na fart.

ÓSMY SEKRET SZCZĘŚCIA

Nikt nie może sprzedać szczęścia. Szczęścia nie da się kupić. Nie ufaj tym, którzy twierdzą, że sprzedają szczęście.

DZIEWIĄTY SEKRET SZCZĘŚCIA

Kiedy już stworzyłeś odpowiednie warunki, bądź cierpliwy, nie rezygnuj. Żeby szczęście przyszło, musisz wierzyć, że przyjdzie.

DZIESIĄTY SEKRET SZCZĘŚCIA

Tworzenie szczęścia to przygotowywanie warunków dla możliwości. Ale możliwości nie mają nic wspólnego z fartem czy szczęśliwym trafem: możliwości są zawsze

Kilka cytatów ze strony 113-116:

“90 % sukcesu to po prostu parcie do przodu.
Woody Allen”

“Warunki? Jakie warunki? Warunki to ja!
Napoleon Bonaparte”

“Owoc szczęścia spada, kiedy dojrzeje.
Fryderyk Schiller”

“Im więcej ćwiczę, tym więcej mam szczęścia.
Gary Player, słynny golfista, wielokrotny zwycięzca prestiżowych turniejów”

“Szczęście to 10% natchnienia i 90% trudu
Thomas Edison”

“Ty jesteś przyczyną większości rzeczy, które ci się zdarzają.
Nikki Lauda”

Na podstawie:

“Szczęście czy fart?”; Alex Rovira Celma oraz Fernando Trias de Bes; Copyright 2003
Wydawnictwo Amber Sp. z o.o.

23. Analiza fundamentalna i zasada “Koncentracji” firmy na podstawowej działalności

(Wpis z: 27 grudzień 2007)

Jedną z kluczowych spraw w [analizie fundamentalnej](#) jest określenie perspektyw rozwoju firmy w przyszłości. Kwestia ta dotyczy zarówno dynamiki przychodów jak i kosztów, co w konsekwencji decyduje o przyszłych [zyskach przedsiębiorstwa](#).

Zasada koncentracji:

W tym artykule chciałbym opisać zasadę koncentracji, opisaną w książce: “Koncentruj się! Strategiczny klucz do przyszłości Twojej firmy”, której autorem jest Al Ries. Według autora kluczem do sukcesu firmy jest koncentracja na podstawowej działalności spółki. Dzięki temu przedsiębiorstwo uzyskuje [przewagę konkurencyjną](#) nad pozostałymi firmami, które łamią tą zasadę.

Książka została wydana w USA w 1996 roku a w Polsce w 1999. Dotyczy firm, które działają w gospodarce rozwiniętej i coraz bardziej konkurencyjnej. Być może jeszcze parę lat temu w Polsce było parę sfer, gdzie konkurencja była słaba, jednak obecnie konkurencja jest coraz ostrzejsza i zasada koncentracji będzie miała coraz większe znaczenie, szczególnie że wiele firm dynamicznie się rozwija i wychodzi poza granice Polski.

Definicja zasady koncentracji:

We wstępie na stronie 11 autor opisuje zasadę koncentracji:

“Słońce jest potężnym źródłem energii. W ciągu godziny pod postacią promieni słonecznych docierają na Ziemię miliardy kilowatów. Jednak uzbrojeni w kapelusz i krem z filtrem UV możemy przez wiele godzin zażywać słonecznych kąpieli bez szkody dla zdrowia.

Laser jest słabym źródłem energii. Aby wytworzyć spójną wiązkę światła, potrzebuje zaledwie kilka watów mocy. Ale z jego pomocą można przewiercać diamenty lub wycinać tkanki zaatakowane przez nowotwór.

Gdy przedsiębiorstwo zawęży pole działania do ściśle określonej dziedziny, osiąga efekt lasera. Osiąga siłę potrzebną do zdominowania rynku. Na tym właśnie polega strategia koncentracji.

Gdy przedsiębiorstwo rozprasza swoją działalność na różne dziedziny, rozprasza także swoje siły. Trwoni energię podobnie jak słońce. Na produkcję zbyt wielu wyrobów i obsługę zbyt wielu rynków”

W ciągu ostatnich kilkudziesięciu lat nastąpił bardzo szybki postęp technologiczny. Fakt ten w połączeniu z możliwością taniej produkcji spowodował, że praktycznie każda firma staje przed pokusą zwiększenia asortymentu produktów i wejścia w nowe obszary. W konsekwencji firma staje się niekonkurencyjna gdyż zarządzanie dużą liczbą produktów i usług przerasta jej możliwości.

Obserwując poczynania niektórych firm w Polsce widać, że łamią zasadę koncentracji w imię “dywersyfikacji”, co jeżeli założyć, że opisywana zasada jest prawdziwa, będzie miało opłakane skutki w przyszłości.

Zasada koncentracji kluczem sukcesu:

Zgodnie ze słowami autora na str.16:

“Udany biznes zaczyna się zwykle od skupienia na pojedynczym wyrobie, usłudze lub rynku. Z czasem firma zaczyna się rozpraszać. Oferuje zbyt wiele produktów na zbyt wielu rynkach i w zbyt wielu wersjach cenowych. Traci orientację. Nie wie, w którą stronę zmierza i po co. Przyjęte wcześniej cele nic już nie znaczą(...) Na początku wszystko idzie dobrze. Wyrób lub usługa okazuje się wielkim sukcesem. Przedsiębiorstwo nabiera rozmachu i ma ogromne apetyty. Jego notowania giełdowe idą w górę z kosmiczną prędkością. Lecz sukcesowi towarzyszą także inne zjawiska. Otwierają się możliwości ekspansji w różnych kierunkach(...). W latach 60. taki scenariusz przerabiał General Motors, w 70. Sears, w 80. IBM a w 90. Microsoft.

Nigdy się nie udaje. Po pewnym czasie machina zaczyna szwankować. To, co wydawało się światem nowych możliwości, okazuje się jednym wielkim problemem. Cele nie są realizowane. Dynamika sprzedaży spada. Maleją zyski.”

Powrót do korzeni:

Do myślenia daje również wypowiedź na str.20-21:

“Kolejne firmy szukają okazji do przejęcia jakiegoś przedsiębiorstwa, dzięki któremu w magiczny sposób sprzedaż i kurs akcji poszybowałyby na niebotyczną wysokość. Na końcu czeka je zazwyczaj zawód i rozczarowanie:

- IBM kupił Rolm w 1984. IBM sprzedał Rolm w 1989
- Coca-Cola kupiła Columbia Pictures w 1982. Coca Cola sprzedała Columbia Pictures w 1989
- Metropolitan Life kupiło Century 21 Real Estate w 1985. Metropolitan Life sprzedało Century 21 w 1995
- Chrysler kupił Gulfstream Aerospace w 1985. Chrysler sprzedał Gulfstream w 1990
- Eastman Kodak kupił Sterling Drug w 1985. Eastman Kodak sprzedał Sterling Drug w 1994
- Dow Chemical kupił Marion Merrell Dow w 1989. Dow Chemical sprzedał Marion Merrell Dow w 1995
- Matsushita kupiła MCA w 1990. Matsushita sprzedała MCA w 1995.

Analiza tych i innych przypadków nabywania i pozbywania się przedsiębiorstw potwierdza, że pierwsze objawy kryzysu małżeńskiego występują po sześciu latach. Sześć lat wystarcza, by firma zorientowała się, że kupiła kota w worku. Sześć lat wystarcza, by inwestorzy zapomnieli o cudownym efekcie “synergii”, który im obiecywano, informując o przejęciu.

Jeśli na froncie *public relations* wszystko pójdzie dobrze, ogłoszenie “powrotu do korzeni” i pozbycie się nieudanej inwestycji spotka się z podobnym entuzjazmem otoczenia, jak poprzednio informacje o zakupie.”

W dalszych artykułach dokładniej przeanalizuję zasadę koncentracji. Wydaje się, że praktycznym przykładem łamania zasad koncentracji może być Ford, o czym pisałem w artykule: [Restrukturyzacja Forda czyli sprzedaż Jaguara i Land Rovera w celu skupienia się na głównych obszarach działalności...](#)

Kolejny artykuł opisujący wspomniane zagadnienie znajduje się tutaj: [Zasada “Koncentracji” i sześć sfer dekoncentracji spółki.](#)

Natomiast zastosowanie “zasady koncentracji” w praktyce w postaci strategii koncentracji opisałem w artykule: [1\) Ogranicz pole działania 2\) Oferuj szeroki wybór 3\) Kupuj tanio 4\) Sprzedawaj tanio 5\) Zdominuj swoją kategorię.](#) Jest to ciekawa strategia, dzięki której tak ogromny sukces osiągnął między innymi amerykański Wal-Mart.

Na podstawie:

“Koncentruj się! Strategiczny klucz do przyszłości Twojej firmy”, Al Ries, Prószyński i S-ka Warszawa 1999

24. Książka “22 niezmiennie prawa marketingu”, czyli dlaczego firmy odnoszą sukces lub ponoszą porażkę

(Wpis z: 21 czerwiec 2008)

Jakiś czas temu w artykule: [Otoczenie demograficzne](#) wspomniałem o pojęciu grupy docelowej na przykładzie LPP i obiecałem powrócić do tego zagadnienia. O LPP wspomniałem również w artykule: [Zachowanie się kursu spółki giełdowej oraz zysku netto przypadającego na akcję, czyli dlaczego kursy akcji spadają/wzrastają](#), gdzie próbowałem pokazać, że w perspektywie kwartałów kurs spółki giełdowej (wartość firmy) zmienia się podobnie jak zmieniają się oczekiwane zyski generowane przez spółkę, co jest podstawą [analizy fundamentalnej](#). Oczywiście przy niezmiennych oczekiwanych zyskach kurs akcji (wartość biznesu) może się również zmieniać ze względu na zmianę stopy wolnej od ryzyka (która używana jest np. do wyceny DCF). Jeżeli stopa ta spada, zyski “automatycznie” są wyceniane wyżej, jeżeli natomiast stopa ta wzrasta zachodzi efekt przeciwny (podobnie jak w banku przy niższym oprocentowaniu potrzeba więcej kapitału na lokatę, natomiast przy wyższym oprocentowaniu wartość potrzebnego kapitału na lokatę (biznes) automatycznie jest mniejsza, przy założeniu, że rozpatrujemy taki sam wymagany dochód). Dla przykładu można np. śledzić zachowanie się [WIBORu 3-miesięcznego](#).

Tak więc w dłuższym terminie powinna zachodzić zależność, że wraz ze wzrostem zysków kurs akcji (wartość firmy) również powinien wzrastać. Kluczowe w tym wypadku jest określenie, które firmy mogą znacznie zwiększać przychody a przez to zyski.

Parę ciekawych tez i przykładów znalazłem w książce “22 niezmiennie prawa marketingu”, której autorami są Al Ries i Jack Trout. Jack Trout uznawany jest za “ojca” pojęcia pozycjonowania, zresztą parę miesięcy temu miał swój wykład w Warszawie. (Al Ries napisał również książkę, o której już pisałem np. w artykule: [Analiza fundamentalna i zasada “Koncentracji” firmy na podstawowej działalności](#)). Przykład LPP i zachowanie się kursu giełdowego w latach 2005-2007 jest szczególnie ciekawym przypadkiem, który można starać się wyjaśnić na podstawie kilku praw opisanych w powyższej książce.

Podstawowa kwestia, którą podnoszą autorzy wspomnianej książki to fakt, że istnieją niezmiennie prawa marketingu. Warto podkreślić, że użycie pojęcia marketingu jest tutaj trochę niefortunne, gdyż książka ta bardziej mówi o podstawowych, “fundamentalnych” prawach, które nie dotyczą tylko marketingu w wąskim rozumieniu, ale generalnie strategii firmy i czynników sukcesu lub porażki poszczególnych firm.

Druga kwestia to fakt, że wiele przykładów firm podanych w książce odnosi się do firm, które są dobrze znane w USA, ale niekoniecznie w Polsce. Jeżeli jednak zastanowić się nad

polskimi przykładami firm to można bardzo łatwo znaleźć firmy, które odniosły sukces/porażkę ze względu na “niezmiennie prawa marketingu”.

Poniżej cytuję z wprowadzenia do książki. W kolejnym artykule podam spis 22 praw marketingu i postaram się krótko je opisać. Książka jest stosunkowo krótka (170 stron) i szybko się ją czyta. Na pewno warto ją przeczytać, aby “poczuć” tok rozumowania autorów i zobaczyć wiele ciekawych przykładów. Oczywiście nie ze wszystkim trzeba się zgadzać, niemniej jednak można dojść do paru ciekawych wniosków:

“Zmarnowano miliardy dolarów na programy marketingowe, które – mimo ich błyskotliwości i przeznaczonych na nie środków – okazały się nieskuteczne. (...)

Kiedy dzisiaj firma popełnia błąd, konkurenci szybko odbierają jej klientów. Aby ich odzyskać, musi poczekać, żeby ktoś inny popełnił błąd, a następnie wymyśleć, w jaki sposób wykorzystać sytuację.

Jak zatem unikać popełniania błędów? Prosta odpowiedź polega na upewnieniu się, czy programy są zgodne z prawami marketingu. (Chociaż nasze pomysły i koncepcje opatrzyliśmy znakiem “marketingu”, przydadzą się one każdemu, niezależnie od stanowiska, jakie zajmuje w firmie, i od wyrobów czy usług, które jego firma sprzedaje.

Jakie są te prawa marketingu? I kto je przyniósł na kamiennych tablicach z góry Synaj?

Fundamentalne prawa marketingu to te, które opisano w tej książce. Ale kto to mówi? W jaki sposób to, co przeoczyło tysiące innych, odkryło dwóch ludzi z Connecticut? Jest w końcu wiele biegłych praktyków i teoretyków marketingu. Dlaczego przeoczyli to, co wydaje się tak oczywiste?

Odpowiedź jest prosta. Na ile zdążyliśmy ustalić, niemal nikt nie zgadza się z tym, że istnieją jakiegokolwiek prawa marketingu – a już na pewno nie takie, które byłyby niezmiennie.

Istnieją prawa natury; dlaczego więc nie miałyby być praw marketingu? Można zbudować samolot o pięknej sylwetce, który jednak nie oderwie się od ziemi, jeżeli nie będzie zgodny z prawami fizyki, a zwłaszcza z prawem grawitacji. Można zbudować architektoniczne cudo na wydmie, ale pierwszy huragan je zniszczy. Wynika z tego, że można zbudować błyskotliwy program marketingowy, a jedno z niezmiennych praw może spowodować, że obróci się wniwecz, jeżeli nie będziemy ich znać. (...)

Kiedy już się zgodzimy z tym, że możliwe jest istnienie praw marketingu, łatwo je dostrzeżemy. Prawdę mówiąc, są oczywiste. Od Ponad 25 lat badaliśmy, co w marketingu jest skuteczne, a co nie. Odkryliśmy, że to, co jest skuteczne, niemal zawsze jest związane z jakąś siłą działającą na rynku. (...)

Po latach zajmowania się zasadami i problemami marketingu sformułowaliśmy podstawowe prawa rządzące sukcesem i niepowodzeniem na rynku. Nazwaliśmy je niezmiennie prawa marketingu. Jest ich 22. Jeśli czytelnik je naruszy, zrobi to na własne ryzyko.”

Kontynuacja tego artykułu, czyli spis 22 praw, kilka przykładów oraz próba wytłumaczenia zachowania się kursu na przykładzie spółki giełdowej LPP znajduje się tutaj: [Spis 22 niezmiennych praw marketingu](#)

Na podstawie:

“22 niezmiennie prawa marketingu”; Al Ries, Jack Trout; PWE; Warszawa 2000; str 7-9

25. Spis 22 niezmiennych praw marketingu

(Wpis z: 23 czerwiec 2008):

W poprzednim artykule: [Książka “22 niezmiennie prawa marketingu”, czyli dlaczego firmy odnoszą sukces lub ponoszą porażkę](#) obiecałem podać listę niezmiennych praw opisanych w książce oraz krótko je opisać. Jeżeli zgodzić się, że niezmiennie prawa rzeczywiście istnieją należy zauważyć, że większość z podanych praw odnosi skutek w dłuższym terminie, bo w krótszym okresie ktoś może mieć “farta” lub po prostu wstrzelić się w koniunkturę (podobnie [analiza fundamentalna](#) też działa w dłuższym terminie:-). Ponadto stwarzając nowe warunki można prawa te “obchodzić” (podobnie jak w walce można stosować różne techniki służące do ataku i obrony).

Na przykład z poniższych praw, do [wyników finansowych i zachowania się kursu LPP w latach 2005-2007](#) można zastosować:

Prawo 4) załamanie sprzedaży w sezonie 06/07 było spowodowane próbą upodobnienia się do “Zary”, jednak “percepcja” klientów LPP była inna. Grupa docelowa marki Reserved była całkiem inna niż “Zary” dlatego sprzedaż “siadła”, powrót do poprzedniego wzornictwa przywróciło jednak sprzedaż

Prawo 1) – byli pierwsi więc odnieśli sukces długoterminowo, powrót do wzornictwa sprzed 06/07 zakończył się sukcesem

Prawo 2) – stworzenie marki Cropp Town to stworzenie nowej kategorii, więc odnieśli sukces

Prawo 12) – nie rozszerzyli marki Reserved dla odzieży dla młodzieży, ale stworzyli odrębną markę (kategorię), więc marka odniosła sukces

Oczywiście na powyższe prawa nałożyła się też dobra sytuacja w [makroooczeniu](#) (wyż demograficzny, spadek bezrobocia i dynamiczny wzrost wynagrodzeń)

Poniżej spis 22 niezmiennych praw marketingu, część z nich opisałem. Pogrubionym tekstem zaznaczyłem nazwy praw, tak jak zostały nazwane w książce. Przy każdym prawie autorzy umieścili “motto”, które ma wyjaśniać znaczenie poszczególnych praw (znajduje się w nawiasie). Oczywiście najlepiej przeczytać samemu książkę:-)

1. **Prawo pierwszeństwa**

(lepiej być pierwszym niż lepszym)

Prawo to sprowadza się do stwierdzenia, że firmy, które były pierwsze w danej dziedzinie zazwyczaj odnoszą sukces. Oznacza to, że firmy te niekoniecznie mają najlepsze produkty czy usługi, ale odniosły sukces głównie dlatego, że były pierwsze. Prawo też można tłumaczyć krzywą uczenia się, o czym pisałem tutaj: [Krzywa doświadczeń \(krzywa uczenia się, efekt uczenia się\), czyli jak szybko może spadać koszt jednostkowy produkcji](#)

Na przykład w Polsce pierwszy był Pioneer TFI i dlatego też ma największy udział w rynku funduszy TFI.

2. **Prawo kategorii**

(Jeżeli nie możesz być pierwszym w danej kategorii, to ustanów nową kategorię, w której będziesz pierwszy)

Prawo to sprowadza się do stwierdzenia, że nie ma sensu konkurować z firmą, która była w danej kategorii pierwsza, bo są duże szanse na porażkę. "Prawo pierwszeństwa" można jednak obejść ustanawiając nową kategorię. Na przykład Opera TFI ustanowiła nową kategorię funduszy, które aktywnie zarządzają środkami, dlatego odnieśli sukces.

3. **Prawo pierwszeństwa myśli**

(Lepiej być pierwszym w czyjejś świadomości niż pierwszym na rynku)

Prawo to tak naprawdę wyjaśnia dlaczego działa "prawo pierwszeństwa". Chodzi o fakt bycia w świadomości klientów. Zazwyczaj fakt, że ktoś był pierwszy powoduje, że zakorzenił się w świadomości klientów. Jeżeli jednak ktoś był pierwszy, jednak klienci o tym powszechnie się nie dowiedzieli, firma taka może ponieść klęskę, a na jej miejsce wejdzie firma, która będzie "pierwsza w świadomości".

4. **Prawo percepcji**

(Marketing nie jest walką na wyroby. Jest walką na percepcje)

Jest to bardzo ciekawe prawo, bo mówi, że nieważna jest jakość danego produktu, ale wyobrażenie klienta o jakości danego wyrobu, co wcale nie musi iść w parze.

Najprostszy przykład to odpowiedzieć sobie z czym kojarzą się różne marki samochodów w zależności od kraju z którego pochodzą, np. samochody japońskie, niemieckie, francuskie itd. Na przykład w Japonii Honda ma stosunkowo niską sprzedaż samochodów, bo Japończycy kojarzą tę markę z producentem motocykli (kto chciałby mieć samochód firmy WSK?:-)

Ponadto autorzy twierdzą, że prawo to jest odpowiedzialne za porażki prób "repozycjonowania marki", czyli zmiany postrzegania danego wyrobu czy też firmy. Dzieje się tak pomimo przeznaczania "góry" pieniędzy na marketing.

Na przykład Fiat od dłuższego czasu próbuje repozycjonować się jako samochód wysokiej jakości, co zgodnie z tym prawem jest skazane na porażkę. Po prostu klienci mając do wyboru podobne samochody i szukający "jakosci" prawdopodobnie wybiorą np. Toyotę czy Volkswagena.

A w Polsce ciekawym przykładem są marki wód. Pomimo kilku prób i ogromnego wsparcia finansowego nie udało się wypromować marki o zachodnim brzmieniu. Udało się natomiast Coca-Coli "z niczego" stworzyć markę Kropla Beskidu. Prawo czwarte może tłumaczyć ten fenomen. Po prostu Polacy kojarzą polskie nazwy ze zdrowiem i zdrowym, polskim środowiskiem, natomiast zachodnie marki źle się kojarzą (w odróżnieniu od większości innych marek nie związanych z żywnością).

5. **Prawo koncentracji**

(Najważniejszą sprawą w marketingu jest zawładnięcie jakimś wyrazem w świadomości potencjalnych klientów)

np. samochody Volvo kojarzą się z bezpieczeństwem Toyoty z niezawodnością,

6. **Prawo wyłączności**

(Jeden wyraz nie może w świadomości potencjalnego klienta kojarzyć się z dwoma firmami)

7. **Prawo drabiny**

(Stosowna strategia zależy od szczebla, który się zajmuje na drabinie)

8. **Prawo dwóch**

(W długim okresie na każdym rynku ścigają się tylko dwa "konie")

W dłuższym okresie daną kategorię dominują dwaj gracze, np. Coca-Cola i Pepsi

9. **Prawo przeciwności**

(Jeżeli zmierzamy do drugiego miejsca, to naszą strategię wyznacza ten, kto zajmuje pierwsze miejsce)

Autorzy uważają, że podstawową strategią dla firmy, która dąży do zajęcia drugiego miejsca powinno być wykorzystanie koncepcji “przeciwności”, większość firm robi zazwyczaj błąd próbując naśladować lidera, bo strategia ta nie może doprowadzić do sukcesu (na niekorzyść działa np. prawo pierwszeństwa dla lidera), np. w ten sposób sukces odniosło Pepsi – przeciwstawiło się tradycji Coca-Coli (“Pepsi generation”)

10. **Prawo podziału**

(Jedna kategoria z czasem ulega podziałowi przekształcając się w dwie lub więcej)

W miarę postępu ludzkości wyłania się nowa kategoria, która z czasem dzieli się na wiele innych, np. na początku był tylko jeden kanał w telewizji, który z czasem podzielił się na różne kanały tematyczne. Często firmy, które były liderami w danej kategorii poniosły porażkę, gdyż nie potrafiły skoncentrować się na jednej nowowylaniającej się kategorii, a “pałeczkę pierwszeństwa” przejmowały nowe firmy (wykorzystywały prawo pierwszeństwa przez stworzenie nowych kategorii, np. wielkie firmy obuwnicze upadły gdy pojawiły się pierwsze firmy ze specjalistycznymi butami jak np. Adidas, Reebok)

11. **Prawo perspektywy**

(Marketing przynosi wyniki dopiero w dłuższym okresie)

Podobnie jak analiza fundamentalna:-) W krótszym okresie istnieje nawet możliwość, że łamiąc 22 niezmiennych prawa firma zwiększy przychody, jednak ze szkodą dla siebie w dłuższym terminie

12. **Prawo rozszerzania asortymentu**

(Istnieje nieodparte dążenie do coraz szerszego stosowania marki)

Jest to bardzo ciekawe prawo, mówi, że często firma odnosi sukces, gdyż [specjalizuje się w danej dziedzinie](#); z czasem firma zaczyna rozszerzać zakres produktów lub usług pod tą samą marką, co w dłuższym terminie kończy się zazwyczaj źle. Autorzy piszą, że marka odniosła początkowo sukces, gdyż korzystała z “niezmiennych praw marketingu” natomiast marka sama w sobie jako nazwa nic nie znaczy, jeżeli nie jest połączona z prawidłową strategią marketingową.

13. **Prawo rezygnacji**

(Trzeba coś poświęcić, żeby coś zdobyć)

14. **Prawo właściwości**

(Każdej właściwości odpowiada przeciwna, skuteczna właściwość)

15. **Prawo szczerości**

(Potencjalny klient uznaje za zaletę otwarte przyznanie się do winy)

16. **Prawo jedyne rozwiązanie**

(W każdej sytuacji istnieje tylko jedno rozwiązanie, które przyniesie liczące się wyniki)

17. **Prawo nieprzewidywalności**

(Nie da się przewidzieć przyszłości, chyba że się samemu opracowuje plany konkurentów)

18. **Prawo sukcesu**

(Sukces często prowadzi do arogancji, a arogancja do klęski)

Jest to również bardzo ciekawe prawo, wyjaśnienie w nawiasie oddaje jak najbardziej jego znaczenie.

19. **Prawo niepowodzenia**

(Należy oczekiwać niepowodzenia i godzić się z nim)

20. Prawo przesady

(Sytuacja często wygląda inaczej, niż to przedstawia prasa)

21. Prawo trendu

(Skutecznych programów nie tworzy się na podstawie chwilowej mody, ale na podstawie trendu)

22. Prawo zasobów

(Pomysł nie ruszy z miejsca bez dostatecznych zasobów finansowych);

No cóż, jak sama nazwa wskazuje nie ma co się łudzić, szczególnie w dzisiejszym świecie, jeżeli nie ma się odpowiednich zasobów, szczególnie finansowych, szanse na porażkę wzrastają

Na podstawie:

“22 niezmiennie prawa marketingu”; Al Ries, Jack Trout; PWE; Warszawa 2000

26. **SZKOLENIA Z INWESTOWANIA: “ANALIZA FUNDAMENTALNA OD PORTERA DO BUFFETA”**

NAJBLIŻSZE SZKOLENIE Z INWESTOWANIA: ”ANALIZA FUNDAMENTALNA OD PORTERA DO BUFFETA”: 10/11 grudzień 2011; 17/18 marzec 2012; 12/13 maj 2012 (2 dni, sobota/niedziela, Warszawa, są jeszcze wolne miejsca); **UWAGA: MOŻLIWE JEST TEŻ SZKOLENIE DLA GRUP, KTÓRE SAME ZORGANIZUJĄ MIEJSCE ORAZ POSIŁKI W INNYM TERMINIE** (jeżeli to możliwe preferuję weekend, więcej informacji w pkt 3 poniżej o cenie szkolenia)

Ponadto na dole strony można również zapoznać się z opiniami uczestników, którzy już wzięli udział w moim szkoleniu, chyba im się podobało:-))

Moje szkolenia mogą być szczególnie użyteczne w kontekście zatrważającej demografii i tej zakładki: [PLANOWANIE FINANSÓW OSOBISTYCH](#).

W pkt. 1) poniżej piszę, dlaczego moje szkolenie może być ciekawe dla:

- Obecnych i przyszłych inwestorów
- Osób chcący uporządkować swoje finanse osobiste...
- Obecnych i przyszłych właścicieli firm
- Osób szukających pracy jako analityk

Giełda to bardzo ciekawe miejsce:-) Jak to jest, że jak zapukasz do drzwi sąsiada i poprosisz go o pożyczenie 100 PLN to bardzo poważnie zastanowi się czy wogóle to zrobić... Ale jeżeli ktoś zaproponuje mu podczas hossy “zainwestować” oszczędności życia na giełdzie, robi to bez wahania. A skutki takich decyzji zazwyczaj prędzej czy później są oplakane...

Stąd też pojawił się pomysł moich szkoleń o analizie fundamentalnej, o których pisałem tutaj: [Zmiana pracy na ING PTE i koniec prowadzenia bloga](#). Co prawda ze względu na charakter mojej pracy na szkoleniach nie mogę mówić o konkretnych wycenach spółek notowanych na GPW (jako przykład podaję analizę i wycenę firmy niepublicznej), jest jednak wiele ważnych rzeczy, których zrozumienie może bardzo pomóc. I tak naprawdę to jest kluczowe w tej całej zabawie związanej z giełdą czy też zrozumieniem dlaczego jedne firmy odnoszą sukces a inne porażkę.

Celem mojego szkolenia jest przedstawienie idei analizy fundamentalnej krok po kroku:

- Potocznie wiele osób myśli, że w inwestowaniu chodzi tylko o cyferki znajdujące się w sprawozdaniu finansowym. Tak naprawdę cyferki to tylko efekt końcowy procesów zachodzących w gospodarce i firmach. Mało kto zadaje sobie trud zrozumienia biznesu, czyli skąd te cyferki się biorą, co na nie wpływa i jakie mogą być w przyszłości. A to jest podstawowa sprawa w inwestowaniu i analizie fundamentalnej.
- Również potocznie wiele osób sądzi, że analiza fundamentalna generuje sygnały transakcyjne za późno i dlatego analiza techniczna jest lepsza. Moim zdaniem nic bardziej mylnego! To właśnie dlatego, że inwestorzy dokonują transakcji na giełdzie na podstawie analizy fundamentalnej “rysowany jest wykres” kursu giełdowego... Pisałem o tym kiedyś w tych artykułach na blogu:

a) [Dlaczego analiza fundamentalna to klucz do sukcesu cz.1 na przykładzie kursu giełdowego dewelopera, rynku nieruchomości oraz stóp procentowych](#)

b) [Dlaczego analiza fundamentalna to klucz do sukcesu cz.2 na przykładzie kwartalnych dynamik kursu euro oraz i PKB Polski](#)

c) [Jak niskie będzie bezrobocie w Polsce w 2009 i 2010? czyli dlaczego analiza fundamentalna to klucz do sukcesu cz. 3.](#)

oraz:

d) [Dlaczego giełda dyskontuje wydarzenie w realnej gospodarce?](#)

- A co najciekawsze giełda to jedyne miejsce, gdzie popyt jest tym większy im wyższe są ceny i tym mniejszy im niższe są ceny... Dokładnie na odwrót niż uczy się w podręcznikach do ekonomii:-)

Sprowadza się to do tego, że ludzie zazwyczaj kupują akcje jak jest zaawansowana hossa (roczne stopy zwrotu są dodatnie) i sprzedają akcje jak jest bessa (roczne stopy zwrotu są ujemne). A to oczywiście zazwyczaj kończy się fatalnie... a główną przyczyną takiego zachowania jest brak wiedzy...

W moim szkoleniu szczególny nacisk kładę na metody wyceny, czyli zrozumienie jak to możliwe, że np. kurs akcji może wzrosnąć z 10 do 50 PLN w relatywnie krótkim czasie. Jednocześnie staram się tłumaczyć analizę fundamentalną tak, aby było to zrozumiałe również np. dla osób nie związanych z finansami.

Mam nadzieję, że uda mi się to zrobić w na tyle szczegółowy, przystępny i zrozumiały sposób, aby wiedza, którą zdobyłem zajmując się giełdą od 2000 r. była również użyteczna dla uczestników mojego szkolenia.

Ktoś może zadać sobie pytanie: po co mi szkolenie o analizie fundamentalnej, przecież sam mogę się tego nauczyć...?

No cóż, ja też tak myślałem jeszcze parę lat temu, ale...

- Po pierwsze wielu rzeczy uczymy się dzięki interakcji z innymi ludźmi oraz gromadzeniu doświadczeń oraz przemyśleń. Siłą rzeczy to co jest dostępne dla jednych osób nie jest dostępne dla innych. Stąd też warto korzystać z doświadczeń innych i uczyć się na cudzych błędach.

Wiele rzeczy niestety przychodzi dopiero z doświadczeniem. Mógłbym uniknąć wielu błędów, niepotrzebnie straconych pieniędzy i zmarnowanego czasu, gdybym kiedyś miał możliwość pójść na takie szkolenie jak moje.

Jeżeli kogoś interesuje moje doświadczenia w kwestii inwestowania zapraszam tutaj: [autor](#)

- Po drugie jakiś czas temu uświadomiłem sobie, że najcenniejsze aktywo, jakie ma każdy z nas to nasz własny czas. Na przykład straciłem bezsensownie czas na

zdobywanie wiedzy na temat rzeczy związanych z prowadzeniem działalności gospodarczej. Oczywiście na końcu i tak skorzystałem z usług poleconego internetowego serwisu www.ifirma.pl .

Jak przeliczę ile czasu namarnowałem w porównaniu do ceny jaką płacę za usługi tej firmy, to wychodzi mi, że bardzo nisko cenię mój czas. Totalny bezsens.

Podobnie można podejść do moich szkoleń o analizie fundamentalnej. Za relatywnie niewielką opłatę można mieć dostęp do, mam nadzieję, ciekawej i przystępnie wytłumaczonej wiedzy na temat inwestowania.

UWAGA: Dokonanie wpłaty za szkolenie o analizie fundamentalnej jest jednoznaczne z zapoznaniem się i akceptacją przez uczestnika poniższych informacji i warunków dotyczących szkolenia:

Poniżej znajdują się informacje o:

1. DLA KOGO MOŻE BYĆ CIEKAWE MOJE SZKOLENIE?
2. MIEJSCU I CZASIE SZKOLENIA
3. CENIE SZKOLENIA
4. CO ZAWIERA CENA
5. WARUNKACH UCZESTNICZENIA W SZKOLENIU
6. POZOSTAŁYCH INFORMACJACH DOTYCZĄCYCH SZKOLENIA
7. NOCIE PRAWNEJ
8. PLANIE SZKOLENIA O ANALIZIE FUNDAMENTALNEJ

W razie jakichkolwiek pytań lub wątpliwości proszę o kontakt mailowy: michal AT michalstopka.pl (w miejsce "AT" proszę wpisać "małpkę", ochrona przed spamowaniem) lub telefoniczny: tel kom 663 370 177 (po 18:00, wcześniej nie będę w stanie odebrać telefonu).

Jeżeli nie odpowiadam na maila w ciągu paru dni, proszę o ponowny kontakt mailowy lub telefoniczny, najprawdopodobniej mail do mnie nie dotarł.

1. DLA KOGO MOŻE BYĆ CIEKAWE MOJE SZKOLENIE?

- Dla obecnych i przyszłych inwestorów:

Tutaj chyba nie trzeba tłumaczyć dlaczego:-) Analiza fundamentalna umożliwia zrozumienie skąd się biorą zmiany kursów giełdowych każdego dnia, co i dlaczego może się w tej kwestii zmienić w przyszłości...

- Dla osób chcący uporządkować swoje finanse osobiste:

Podczas szkoleń część osób uświadamia sobie, że muszą diametralnie zmienić cele w swojej osobistej strategii finansowej. Uczestnicy szkolenia analizując indywidualną sytuację finansową zmieniają zdanie na temat zadłużenia się czy też uświadamiają sobie np. czy warto "bawić" się w giełdę a może warto skoncentrować swoje wysiłki na prowadzeniu firmy. Oczywiście wszystko zależy od indywidualnej sytuacji danej osoby...

- Dla obecnych i przyszłych właścicieli firm:

Tutaj mam ciekawe doświadczenie z pierwszego szkolenia. Do przykładowej analizy wybrałem firmę znajomego i okazało się, że na podstawie analizy makrootoczenia jego firma będzie działała w kolejnych 10 latach w bardzo dobrym otoczeniu (np. demografia). Do tego doszła analiza na niższym poziomie i na podstawie tych spostrzeżeń zrobiłem przykładową wycenę i okazało się... że jej obecna wartość to kilkadziesiąt mln PLN, chociaż w bieżącym roku w modelu założenie było, że zarabia kilkaset tysięcy złotych!

A co najlepsze najbardziej zaskoczony był mój znajomy jak mu to pokazałem. Pomimo tego, że historycznie trochę z nim na te tematy rozmawiałem, to nie zdawał sobie sprawy jaka jest wycena jego ciężkiej pracy i po co warto ciężko pracować w przyszłości:-)

- Dla osób szukających pracy jako analityk, o czym np. pisałem tutaj: <http://www.michalstopka.pl/jak-znalezc-prace-jako-analitik-akcji/>

Co prawda podczas mojego szkolenia zdobywa się wiedzę teoretyczną, którą trzeba nauczyć się stosować później w praktyce i dołożyć do tego swoje praktyczne doświadczenie, jednak podczas aplikowania o pracę:

a) można wspomnieć o zaświadczeniu o ukończeniu mojego szkolenia z analizy fundamentalnej

b) no i nie bez znaczenia jest, że w instytucjach jako podstawowego narzędzia często używa się analizy fundamentalnej, a moje szkolenie umożliwia zapoznanie się z jej podstawowymi aspektami. Myślę, że część osób odpada podczas rekrutacji, bo po prostu nie ma pojęcia jak wygląda proces inwestycyjny w instytucjach finansowych...

2. MIEJSCE I CZAS SZKOLENIA:

Miejsce: Warszawa (Hotel Logos w centrum Warszawy: [Wybrzeże Kościuszkowskie 31/33](#), parę minut od Dworca Centralnego PKP jadąc tramwajem, czwarty przystanek tramwajowy w stronę Wisły, każdy tramwaj jadący w stronę Wisły, na piechotę około 20-30 minut)

Data: Jest u góry tej zakładki: Najbliższe szkolenie z analizy fundamentalnej: DATA

Czas: Sobota 10:00 – 16:00

Niedziela 9:00 – 15:00

3. CENA SZKOLENIA:

Cena: 999 PLN, studenci 699 (po okazaniu legitymacji studenckiej na szkoleniu)

UWAGA: OFERTA DLA GRUP, KTÓRE SAME ZORGANIZUJĄ MIEJSCE ORAZ POSIŁKI (jeżeli to możliwe preferuję weekend, max do 12 osób, mam projektor do prezentacji):

- 2000 zł szkolenie dla grupy w Warszawie
- 3000 zł szkolenie dla grupy poza Warszawą

4. CO ZAWIERA CENA:

- 2 dni szkolenia
- Szkolenie dla max 12 osób
- Obiad (godzinna przerwa 13:00 – 14:00) (nie w ofercie dla grup)
- Dwie przerwy kawowe (nie w ofercie dla grup)
- Materiały szkoleniowe (nie w ofercie dla grup)
- Zaświadczenie o ukończonym szkoleniu z analizy fundamentalnej
- Pliki excel z podstawowymi rocznymi skonsolidowanymi wynikami finansowymi spółek notowanych na GPW dla lat 2004-2010 (poza spółkami, których sprawozdania odbiegają od zazwyczaj spotykanego formatu, jak np. banków i ubezpieczycieli). Przykładowy plik znajduje się tutaj: [Żywiec-2004-2009](#) Są w nim dane potrzebne do analizy mnożnikowej jak i do wyceny DCF. Plik taki można wykorzystać np. do stworzenia własnego narzędzia pomocnego w inwestowaniu. Uwaga: ze względu na inny format danych wśród wyników nie ma wyników niektórych spółek jak np. banków oraz ubezpieczycieli. Pliki te zrobione są na podstawie plików opublikowanych tutaj: [gpwinfostrefa/lista spółek](#) (>>>spółka xgz>>>wiadomości>>>roczne)

Dane potrzebne do analizy fundamentalnej można również uzyskać np. z serwisu [Notoria](#)

- Oczywiście dla każdego uczestnika szkolenia wystawiam rachunek. Jeżeli rachunek ma być wystawiony na firmę, proszę o podanie dodatkowo w mailu: nazwy firmy, dokładnego adresu z kodem pocztowym oraz NIPu.
- Nie ma minimalnej liczby osób, dla których zrobię szkolenie
- Uwaga: Dla poszukujących noclegu: hotel Logos dysponuje pokojami do wynajęcia, cena około 150/200 zł/osoba (zależy od rodzaju pokoju), więcej informacji można znaleźć tutaj: [www.hotellogos.pl](#) (rezerwacja i kwestia związana z zakwaterowaniem we własnym zakresie)

5. WARUNKI UCZESTNICZENIA W SZKOLENIU:

- Wpłata pełnej kwoty za szkolenie na miesiąc przed datą szkolenia na konto:

ABA Consulting Michał Stopka

Mbank: 13 1140 2004 0000 3402 7012 0295

Tytuł przelewu: Imię i Nazwisko/telefon kontaktowy/mail/data szkolenia

- Jeżeli ktoś dokona wpłaty/zgłosi chęć uczestnictwa w szkoleniach po wskazanym terminie, udział w szkoleniach będzie zależał od tego, czy będą wolne miejsca. Podobnie sprawa wygląda w przypadku miejsc noclegowych w hotelu. O kolejności dopisania do listy uczestników decyduje kolejność księgowania wpłat na koncie w mbanku.

6. POZOSTAŁE INFORMACJE DOTYCZĄCE SZKOLENIA:

- Zanim ktoś dokona płatności za szkolenie najpierw proszę o kontakt mailowy: micha@michalstopka.pl lub telefoniczny 663 370 177, abym wiedział, że ktoś chce wziąć udział w szkoleniu i na koncie powinna pojawić się gotówka. Jeżeli nie odpowiadam na maila w ciągu 48 h, prawdopodobnie mail do mnie nie doszedł, dlatego proszę o ponowne wysłanie maila a najlepiej o kontakt telefoniczny.
- Po zaksięgowaniu wpłaty na konto potwierdzę ten fakt mailem lub smsem
- Ze względu na ograniczoną liczbę miejsc decyduje kolejność zgłoszeń
- Jeżeli osoba nie weźmie udziału w szkoleniu opłata za szkolenie przepada (w sytuacjach wyjątkowych rozważę udział w szkoleniu danej osoby w późniejszym terminie)
- Być może zrobię też szkolenia w innych miejscowościach Polski. W takim wypadku proszę o podanie miejscowości w poniższym formularzu: [Szkolenia AF poza Warszawą](#)

7. NOTA PRAWNA:

Firma ABA Cosulting Michał Stopka dokłada wszelkich starań aby informacje przekazywane podczas szkoleń o analizie fundamentalnej były jak najbardziej wyczerpujące i aktualne. Niemniej jednak wszelka odpowiedzialność oraz ryzyko związane z podejmowaniem decyzji inwestycyjnych na podstawie informacji przekazanych podczas szkoleń, spoczywają wyłącznie na uczestniku szkoleń.

Treści przekazane podczas szkoleń chronione są prawem autorskim a ich kopiowanie, nagrywanie oraz rozpowszechnianie lub inne działania o podobnym charakterze wymagają pisemnej zgody ABA Consulting Michał Stopka.

8. PLAN SZKOLENIA "ANALIZA FUNDAMENTALNA OD PORTERA DO BUFFETA":

A. Wstęp do analizy fundamentalnej (czyli co to jest tak naprawdę AF i czy to wogóle ma sens?) (sobota)

B. Składowe analizy fundamentalnej (ze szczególnym uwzględnieniem teorii wyceny DCF krok po kroku, czyli skąd się bierze bieżąca wycena firmy) (sobota)

I. Analiza finansowa spółki (sobota)

II. Wycena spółki (sobota)

III. Analiza makrootoczenia i jego wpływ na wartość firmy (niedziela)

IV. Analiza sektorowa (niedziela)

V. Analiza sytuacji spółki (niedziela)

C. Spostrzeżenia na temat inwestowania (czyli zderzenie teorii z praktyką) (niedziela)

D. Przykład analizy firmy (czyli zastosowanie AF w praktyce) (niedziela)

Uwaga: Jeżeli ktoś ma propozycje, sugestie, potrzebę omówienia czy wyjaśnienia jakiegoś konkretnego zagadnienia proszę mi to sygnalizować mailowo przed szkoleniem, żebym wiedział na co jest zapotrzebowanie.

Pozdrawiam i do zobaczenia na szkoleniu:-)

27. Opinie uczestników na temat mojego szkolenia:

1. *Bartosz* Says:

[październik 24th, 2010 at 12:07 pm e](#)

Bardzo Polecam szkolenie Pana Michała, polecam wszystkim zainteresowanym poszerzeniem wiedzy fundamentalnej. Chętnie wezmę udział w kolejnym.

Pozdrawiam

BS

2. *Michał Stopka* Says:

[październik 25th, 2010 at 1:10 am e](#)

Cieszę się, że się podobało:-)))

Pozdrawiam i jak najwięcej udanych inwestycji

3. *Agata* Says:

[październik 26th, 2010 at 11:55 am e](#)

Hej Michał bardzo fajna stronka, jestem pod wrażeniem!!

4. *Michał Stopka* Says:

[październik 26th, 2010 at 9:18 pm e](#)

Dzięki:-)

5. *Marek* Says:

[listopad 7th, 2010 at 1:53 pm e](#)

Ile będzie kosztowało szkolenie w 2011 roku?

6. *Michał Stopka* Says:

[listopad 7th, 2010 at 5:25 pm e](#)

Docelowo będzie to wspomniane 999 PLN.

Natomiast kiedy dokładnie zakończę promocję w wysokości 499 PLN, czyli to będzie już od początku 2011 to się jeszcze zastanowię.

7. *Bart K* Says:

[grudzień 13th, 2010 at 8:20 pm e](#)

Szkolenie Michała z AF w 100% spełniło moje oczekiwania a te zostały rozbudzone rzetelnym opisem. Zatem 0 'naciągania' u Michała w opisie/reklamie szkolenia oraz w

samym szkoleniu które merytorycznie jest bardzo wyczerpujące. Przez cały dzień Michał daje uczestnikom tak skondensowaną wiedzę (PRAKTYCZNA!!) że potrzeba jednego dnia aby spokojnie samemu wszystko przeanalizować i zastosować. Zatem szkolenie 2 dniowe :)

Michał więcej szkoleń nie tylko z AF!

8. *Marcin Raczyński* Says:
[grudzień 13th, 2010 at 11:48 pm e](#)

Byłem na szkoleniu 11 grudnia i szczerze je polecam wszystkim indywidualnym inwestorom. Michał chętnie dzielił się swoją ogromną wiedzą, doświadczeniem i przemyśleniami. Po tym szkoleniu moje spojrzenie na niektóre zagadnienia zmieniło się dość radykalnie.

9. *Michał Stopka* Says:
[grudzień 15th, 2010 at 12:49 am e](#)

Niezmierni mi miło słyszeć te słowa:-)

Dziękuję i życzę jak najwięcej udanych inwestycji:-)

10. *Paweł Czubiliński* Says:
[luty 20th, 2011 at 11:43 am e](#)

Konkret. Michał ma wiedzę i w ciągu 8 godzin przekazuje skoncentrowane doświadczenie z wielu lat na zasadzie haseł i zwrócenia uwagi co według niego jest ważne. Oczywiście po szkoleniu jest na pewno wiele pracy do zrobienia ale przynajmniej wiadomo gdzie skierować swoją uwagę. Polecam właścicielom firm bo świadomość metody wyceny własnego biznesu pozwala zrozumieć, że naprawdę opłaca się go prowadzić ;-)

11. *Michał Stopka* Says:
[luty 20th, 2011 at 1:01 pm e](#)

Dzięki za te słowa:-)

Cieszę się, że mam kolejnego właściciela biznesu, który uświadomił sobie jak duża kiedyś może być wartość i wycena jego biznesu i ciężkiej pracy. Mam kciuki abyśmy kiedyś spotkali się podczas wprowadzania firmy na giełdę:-)

12. *ANna Zawadzka* Says:
[kwiecień 10th, 2011 at 10:39 pm e](#)

Witam, wszystkim polecam szkolenia Michała z analizy fundamentalnej. Byłam całkowitym laikiem, a teraz moja wiedza jest całkiem niezła:). Teraz jestem w stanie czytać ze zrozumieniem inne artykuły i pogłębiam wiedzę z tego zakresu. Jeszcze raz dziękuję.

13. *Michał Stopka* Says:
[kwiecień 12th, 2011 at 11:04 pm e](#)

Cała przyjemność po mojej stronie:-)

14. *Kuba Says:*

[maj 30th, 2011 at 1:55 pm e](#)

Szczerze polecam szkolenie z analizy fundamentalnej. Michał porusza wszystkie najważniejsze zagadnienia przydatne dla osób zajmujących się zawodowo rynkiem kapitałowym oraz dla ludzi którzy chcą inwestować samodzielnie. Uważam że osoba po szkoleniu wkładając trochę własnej pracy jest w stanie samodzielnie funkcjonować na rynku kapitałowym z pozytywnymi efektami związanymi z coraz grubszym portfelem:)

Jeszcze raz dziękuję za szkolenie.

Pozdrawiam,

Kuba

15. *Michał Stopka Says:*

[maj 30th, 2011 at 10:08 pm e](#)

Niezmiernie mi miło słyszeć te słowa:-)

Ja też bardzo dziękuję za udział w szkoleniu, mam nadzieję, że z perspektywy czasu ROE tej instytucji będzie oszałamiające:-)

16. *wiecon Says:*

[lipiec 9th, 2011 at 10:38 pm e](#)

Wszystkim zainteresowanym pogłębianiem wiedzy z inwestowania, polecam szkolenia z analizy fundamentalnej prowadzonej przez Michała. Są one doskonałym uzupełnieniem wiedzy inwestorów którzy na codzień posługują się Analizą techniczną. AF ogranicza ryzyko i wyjaśniają w dużej mierze wahania kursów oraz wyznacza wartość docelową spółki. W ciągu 8 godzin można w pigułce dowiedzieć tego co każdy inwestor powinien wiedzieć, korzystając z wiedzy i doświadczenia świetnego fachowca.

Szczerze polecam i pozdrawiam

17. *Michał Stopka Says:*

[lipiec 10th, 2011 at 10:51 am e](#)

Dzięki:-)

Ja też pozdrawiam i życzę jak najlepszej stopy zwrotu przy jak najmniejszym ryzyku:-)

18. *Artur Says:*

[lipiec 27th, 2011 at 9:56 am e](#)

Polecam szkolenie Pana Michała.

Zarówno model wyceny spółek z wykorzystaniem DCF jak i spojrzenie na rynek

kapitałowy z perspektywy “insidera”, czyli osoby która na bieżąco podejmuje decyzje w imieniu klientów w dużej instytucji finansowej są warte i czasu i pieniędzy wydanych na szkolenie. Miła atmosfera, bezpośrednie podejście oraz dostosowanie poziomu przekazu do wiedzy konkretnego kursanta. Jeszcze raz polecam !!!

19. *Michał Stopka* Says:
[lipiec 27th, 2011 at 9:53 pm e](#)

A już myślałem, że się jednak aż tak bardzo nie podobało:-)

20. *Michał* Says:
[sierpień 13th, 2011 at 1:18 pm e](#)

Witam,

nie często wystawiam komentarze, ale w tym przypadku chciałbym podzielić się wrażeniami ponieważ trafiłem wreszcie na szkolenie, którego od dawna poszukiwałem. Często takie spotkania prowadzone są przez teoretyków, a nie ludzi chcących się podzielić własnym doświadczeniem. Oczywiście nie umniejszam tutaj wartości szkoleń prowadzonych przez teoretyków ponieważ one również są potrzebne nie mniej jednak ja szukałem czegoś innego. Ludzie z praktycznym podejściem do inwestowania niestety nie zawsze znajdują czas, żeby podzielić się swoją wiedzą z innymi. Dlatego też chciałbym podziękować Panu Michałowi Stopce, że udało mu się znaleźć czas nie tylko na to, żeby przekazać nam swoje spostrzeżenia, ale również za świetnie przygotowane materiały.

W zasadzie mam tylko jedno zastrzeżenie do kwestii organizacyjnej. Jeden dzień to zbyt mało, jak na ilość informacji przekazywanych przez Pana Michała. Rozumiem dlaczego została przyjęta taka forma. Uważam jednak, że spokojnie można byłoby rozłożyć szkolenie na dwa dni. Niewątpliwie przełożyłoby się to na cenę, ale naprawdę warto w taką wiedzę inwestować. Spokojnie mogę powiedzieć, że wartość tego szkolenia jest znacząco wyższa niż jego cena.

Pozdrawiam

21. *Michał Stopka* Says:
[sierpień 15th, 2011 at 7:38 pm e](#)

Dla takich komentarzy warto prowadzić szkolenia:-)))

Rzeczywiście, rozbić tego szkolenia na dwa dni jest ciekawym pomysłem. Zastanowię się i może kolejne szkolenia przyjmą taką formę.

22. *Michał Stopka* Says:
[sierpień 22nd, 2011 at 12:15 pm e](#)

Właśnie postanowiłem rozbić szkolenie na dwa dni:

Pierwszego dnia będzie wstęp, analiza finansowa oraz metody wyceny a drugiego pozostała część, czyli analiza strategiczna, spostrzeżenia na temat inwestowania oraz przykład analizy firmy

23. *Stanisław Says:*
[wrzesień 11th, 2011 at 10:15 pm e](#)

Odkąd namierzyłem Michała na GL, często sięgam do bazy wiedzy prezentowanej przez niego i jestem pod wrażeniem jej merytorycznej zawartości. Mam nadzieję znaleźć kiedyś trochę czasu i stawić się osobiście na którymś ze szkoleń. Pozdrawiam. ps.może lepiej by było aby wszystkie linki z tej strony otwierały się w nowym oknie ?

24. *Michał Stopka Says:*
[wrzesień 11th, 2011 at 11:15 pm e](#)

Dziękuję za te słowa:-) i oczywiście zapraszam w wolnej chwili na moje szkolenie. Od kiedy przestałem pisać bloga w 2009 porobiłem jeszcze spore postępy pracując w ING OFE:-)

Pozdrawiam

P.S. co masz na myśli aby linki otwierały się w nowym oknie?

25. *Jacek Pobłocki Says:*
[listopad 4th, 2011 at 3:30 pm e](#)

Bardzo dobre szkolenie z analizy fundamentalnej.

Na szczególną pochwałę zasługuje zawartość merytoryczna, przystępność, przejrzystość i usystematyzowanie prezentowanych zagadnień oraz (a raczej przede wszystkim) indywidualne podejście do każdego uczestnika. Michał skrupulatnie i dokładnie odpowiada na wszystkie pytania oraz potrafi rozwiązać wszelkie wątpliwości na bieżąco, jednocześnie pozostawiając miejsce na budowanie własnych poglądów i tworzenie osobistej strategii inwestycyjnej. Na szczególną uwagę zasługuje talent pedagogiczny prowadzącego i otwarte podejście, zachęcające do dyskusji, co ułatwia prowadzenie dialogu osobom nie będącym profesjonalistami w dziedzinach ekonomicznych.

Bardzo wartościowym elementem okazała się prezentacja całej ścieżki analizy spółki, osadzona w makroekonomicznym otoczeniu. To dobrze, że jest ktoś, kto jest w stanie wyłożyć laikowi działanie skomplikowanej metody i przeanalizować ją element po elemencie. Teraz, powyższe zagadnienie, wydają mi się proste i oczywiste. Wiem, skąd biorą się jego elementy oraz zmienne. Wiem też, co mogę zmienić, założyć, a co uprościć bądź nawet pominąć.

Zaprezentowana w bardzo przystępny sposób metoda wyceny spółki, może zaoszczędzić wielu lat nauki i poszukiwań.

Podsumowując: Szkolenie zdecydowanie przerosło moje oczekiwania i było warte poświęcenia (ja wybrałem się na nie aż z Sopotu). Kurs z Analizy Fundamentalnej, jako całość, przekazuje ogromną wiedzę i wartościowe doświadczenia.

Jedynie, czego mi brakuje, to drugiej części szkolenia o równie wysokim poziomie i jeszcze większej dawki wiedzy i praktyki :)

26. *Michał Stopka Says:*
[listopad 6th, 2011 at 10:30 pm e](#)

Miło mi to słyszeć:-)

Obecna jakość szkoleń nie byłaby możliwa bez feedbacku uczestników, również Twojego Jacku, za co bardzo Ci dziękuję:-)

27. *Tomek Says:*

[listopad 16th, 2011 at 12:27 am e](#)

Szkolenie bardzo przydatne. Autorski materiał o zawartości wielu ciekawych spostrzeżeń i przemyśleń. Specjalistyczna wiedza z jednej strony aczkolwiek podawana w rozsądnych dawkach wspomaganych wieloma praktycznymi przykładami – to całość konkretna dająca wiele wartościowych wrażeń . Naładowane nie tylko teorią ale dużą dawką praktycznych przykładów, które z jednej strony oczywiste z drugiej w całym zakresie szkolenia zostały pomyślnie wkomponowane. Gratuluję też sposobu przeprowadzenia szkolenia. Dobrym pomysłem było rozdzielenie szkolenia na 2 dni, czasu na dyskusje i wymianę zdań niejednokrotnie jeszcze brakowało. Podsumowując szkolenie warte było poświęcenia weekendu a zakres erytoryki na nim przekazanej spełnił moje oczekiwania. Polecam i będę zaglądał tu czasami.

28. *Michał Stopka Says:*

[listopad 18th, 2011 at 12:47 am e](#)

Do zobaczenia na GPW, mam nadzieję że po tej samej i właściwej dla nas obu stronie:-)

28. Autor

Miejsce urodzenia:

Zakopane, "góral" z dziada pradziada:-)

Miejsce zamieszkania:

Warszawa

Doświadczenie zawodowe:

Wrzesień 2010-obecnie: Wykładowca ABA Consulting Michał Stopka

Oprócz pracy zawodowej opisanej poniżej, prowadzę dodatkowo własne szkolenia/kursy o inwetsowaniu dotyczące analizy fundamentalnej: www.michalstopka.pl/szkolenia

Listopad 2009-obecnie: Analityk Akcji; ING Powszechnie Towarzystwo Emerytalne S.A. (aktywa pod zarządzaniem firmy ponad 50 mld PLN, największe aktywa w Polsce)

Odpowiedzialny za wyniki inwestycyjne części portfela akcyjnego

2007 - 2009: Analityk Akcji; Pocztylion-Arka PTE S.A. (aktywa pod zarządzaniem firmy około 3 mld PLN)

Branże: samochodowa, budowlana, chemia, drzewno-papiernicza, farmacja, handel, materiały budowlane, media, telekomunikacja

2005 – 2007: Analityk Giełdowy; Praca na własny rachunek

2004 – 2005: Młodszy Doradca Finansowy a później Młodszy Kierownik Zespołu; Akademia Xelion. Doradcy Finansowi

2000 – 2007: Aktywny inwestor na GPW w Warszawie

Wykształcenie:

2008 – obecnie: Level II Candidate in the [CFA Program](#)

1999-2005: Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Studia dzienne na kierunku: Finanse i Bankowość

Pozostałe osiągnięcia (ważne dla mnie):

2010 [OFE ING najlepszy w 2010 r.:-\)](#)

Listopad 2009 [Zmiana pracy na ING PTE oraz podsumowanie wyników OFE Pocztylion za poprzednie 2 lata, kiedy tam pracowałem](#)

2009 Recenzent książki: Glen Arnold “Inwestowanie w wartość”; opis książki: [tutaj](#)

Sierpień 2009: [A skoro dołek na PKB był w I kwartale 2009:-\) to jakie PKB w III i IV q oraz w 2009? \(czyli +2% w III, +3% w IV i około +1,7% w całym 2009\)](#)

Lipiec 2009: [Jak niskie bezrobocie w Polsce 2009/2010?](#)

Czerwiec 2009: [Zależności łączące GPW, PKB, produkcję przemysłową oraz sprzedaż detaliczną, czyli dlaczego dołek na PKB Polski był prawdopodobnie w I kwartale 2009 r.](#)

Styczeń 2008: [Najlepsza prognoza: spadek indeksu WIG20 0 -28% Michał Stopka:-\), czyli wyniki ankiety dotyczącej prognozy zamknięcia WIG20 na koniec 2008 r.](#)

2001-2004: Współzałożyciel i Prezes Studenckiego Koła Naukowego Klub Inwestora
www.inwestor.edu.pl

Języki: agnielski i francuski

“DZIESIĄTY SEKRET SZCZĘŚCIA

Tworzenie szczęścia to przygotowywanie warunków dla możliwości. Ale możliwości nie mają nic wspólnego z fartem czy szczęśliwym trafem: możliwości są zawsze” z książki [“Szczęście czy fart?”](#)

“Najlepszym sposobem przewidywania przyszłości jest jej tworzenie”

“Jeżeli mówisz, że coś jest niemożliwe do zrobienia, albo że coś jest możliwe do zrobienia, to za każdym razem masz rację”, Henry Ford, założyciel koncernu samochodowego Ford

“To, że możemy zrobić niewiele nie znaczy, że możemy nic nie robić” autor nieznany

“Ty jesteś przyczyną większości rzeczy, które ci się zdarzają.”

Nikki Lauda, trzykrotnie mistrz Formuły 1, sportowiec, który wygrywał mistrzostwa po wyjściu ze śpiączki po groźnym wypadku: http://pl.wikipedia.org/wiki/Niki_Lauda

“Najgorszym wrogiem wiedzy nie jest niewiedza, lecz wiedza połowiczna”, Enrico Fermi, noblista z fizyki: http://pl.wikipedia.org/wiki/Niki_Lauda