

# Economic Trends

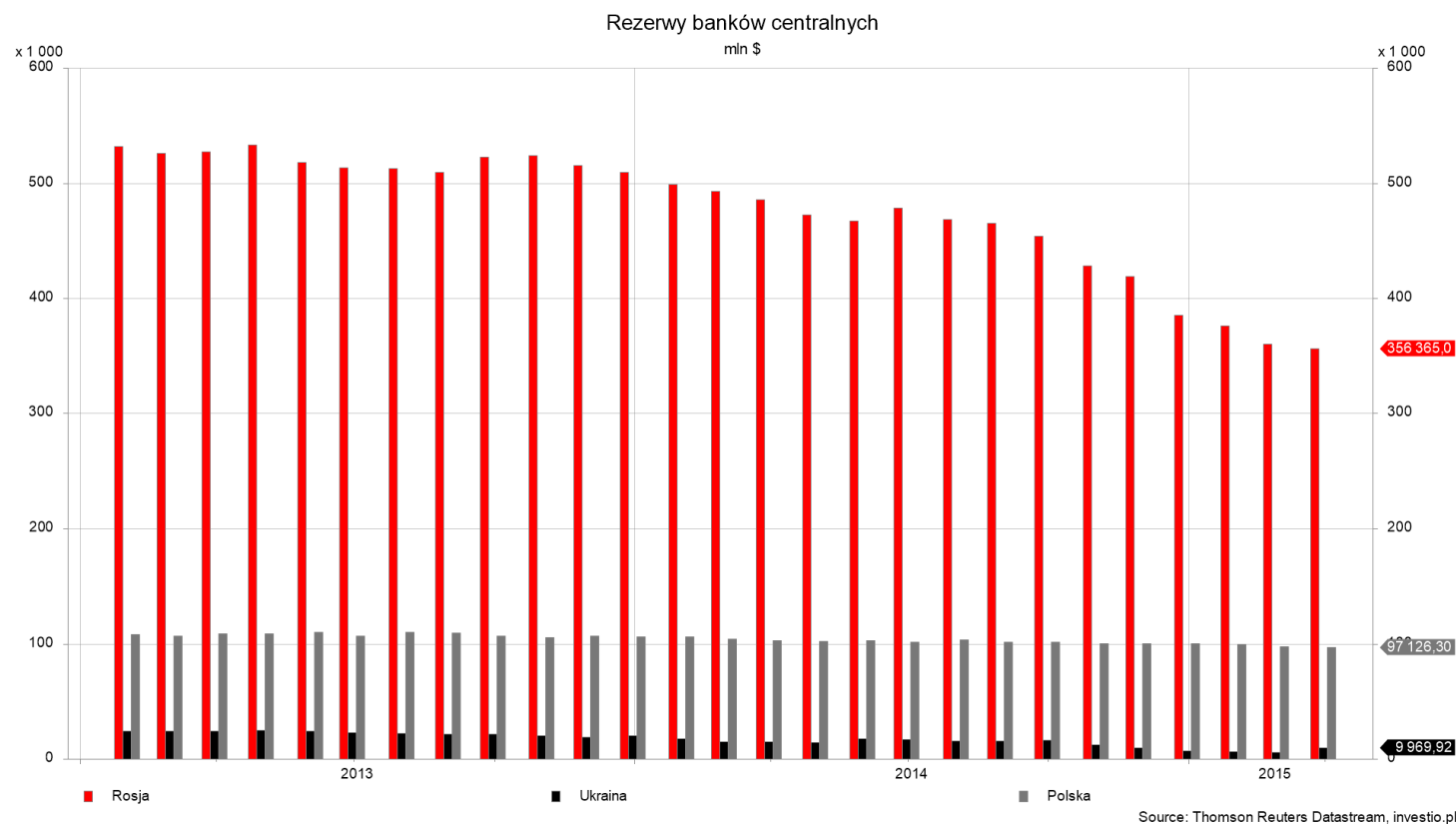
Co wzbudzało emocje przez ostatni rok?

Na łamach serwisu [www.analizy.investio.pl](http://www.analizy.investio.pl) od ponad już roku cyklicznie publikujemy „Wykres Tygodnia”, który jest graficznym komentarzem do najciekawszych aktualnych wydarzeń na rynku finansowym. Niniejszy raport prezentuje najciekawsze z wykresów tygodnia opublikowanych w tym okresie, wraz z niezmiennym komentarzem oraz dodatkowymi uwagami do sytuacji obecnej. Zapraszamy do zapoznania się z publikacją i do śledzenia cyklu [Wykres Tygodnia](#) na bieżąco!

## SPIS TREŚCI

Rezerwy banków centralnych	3 marca 2014	3	Notowania ropy i poszczególnych par walutowych	8 grudnia 2014	21
QE nie prowadzi do inflacji	14 kwietnia 2014	4	Prawdopodobieństwo bankructwa w pięcioletnim okresie	15 grudnia 2014	22
Amerykańscy inwestorzy mocno zlewarowani	19 maja 2014	5	Indeks dolarowy	5 stycznia 2015	23
Rynek pracy - zatrudnienie i średnie płace	2 czerwca 2014	6	Ogłoszenie QE a indeksy giełdowe	6 stycznia 2015	24
Stopy procentowe w wybranych krajach	23 czerwca 2014	7	Akcje greckiego sektora bankowego	9 lutego 2015	25
Japonia - CPI i USDJPY r/r	30 czerwca 2014	8	OIS swap curve	16 lutego 2015	26
Wykorzystanie dźwigni - SIB	14 lipca 2014	9	Dynamika wzrostu PKB a stopa inflacji	23 lutego 2015	27
Zmiana WIG do kwartalnej zmiany PKB r/r	21 lipca 2014	10	Podaż pieniądza M1 a PMI	2 marca 2015	28
Stopa dywidendy vs. rentowność 10l obligacji	28 lipca 2014	11	Zatrudnienie w pomocy tymczasowej w USA a S&P500	9 marca 2015	29
Chińskie rezerwy a EURUSD	11 sierpnia 2014	12	Europejskie QE w akcji	16 marca 2015	30
Oprocentowanie depozytów	8 września 2014	13	Obligacje vs. giełdy	23 marca 2015	31
Oprocentowanie europejskich dwulatek	15 września 2014	14	Indeks zaskoczeń (CESI) - USA	30 marca 2015	32
Rozwój (?) amerykańskiej gospodarki	22 września 2014	15	Surowce rolne	13 kwietnia 2015	33
Bilans BOJ i EBC	3 listopada 2014	16	Hossa na Shanghai Composite Index	20 kwietnia 2015	34
S&P500 a zyski przedsiębiorstw	10 listopada 2014	17			
Realny wzrost przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	17 listopada 2014	18			
Udział złota w całkowitych rezerwach SNB	24 listopada 2014	19			
Efekt grudnia - S&P500	1 grudnia 2014	20			

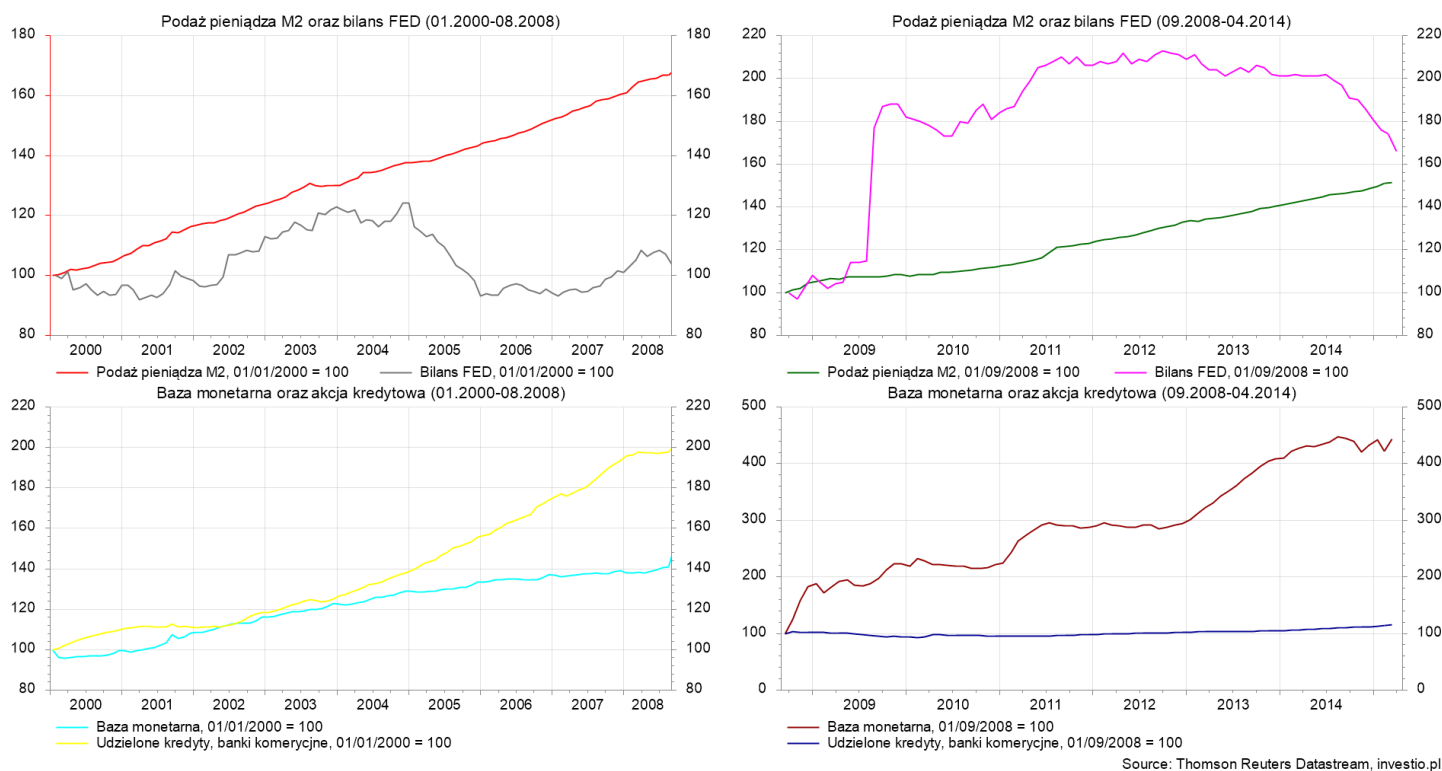
„Trwający konflikt między Rosją a Ukrainą toczy się nie tylko na polu geopolitycznym, lecz przede wszystkim ekonomicznym. Ukraina, jako kraj na skraju bankructwa, posiada już tylko niespełna 18 miliardów dolarów rezerw (waluty, złoto oraz inne aktywa), przez co nie jest w stanie oddziaływać w żadnym stopniu na rynki, czy własną walutę. Sytuacja Rosji wygląda całkowicie odmiennie, gdyż z rezerwami sięgającymi 500 mld. dolarów, rosyjski bank centralny jest w stanie w razie konieczności dokonać interwencji na rynku.” (03.03.2014)



Tak wyglądała sytuacja ponad rok temu. Obecnie rezerwy Ukrainy skurczyły się niemalże dwukrotnie do poziomu niespełna 10 mld dolarów a rezerwy Rosji na skutek interwencji spadły do poziomu 356 miliardów dolarów.

Jak pokazują dwa pierwsze górne wykresy, w latach 2000-2008 (do września, czyli do upadku banku Lehman Brothers) podaż pieniądza opisana głównym agregatem M2 wzrosła o prawie 70%, choć bilans Rezerwy Federalnej Stanów Zjednoczonych de facto ten ośmioletni okres zakończył bez zmian. Natomiast od września 2008 roku do chwili obecnej, czyli przez trzy rundy programu QE, bilans FED wzrósł ponad dwukrotnie, podczas gdy wzrost podaży pieniądza wyniósł ledwie ponad 40%. Dlaczego podaż pieniądza nie rośnie proporcjonalnie do działań FED? Ponieważ program QE nie jest dodrukiem pieniądza tylko swapem aktywów, którego celem jest obniżenie terminowej struktury stóp procentowych w wyniku, którego nie powstają żadne nowe aktywa netto.

## QE nie prowadzi do inflacji



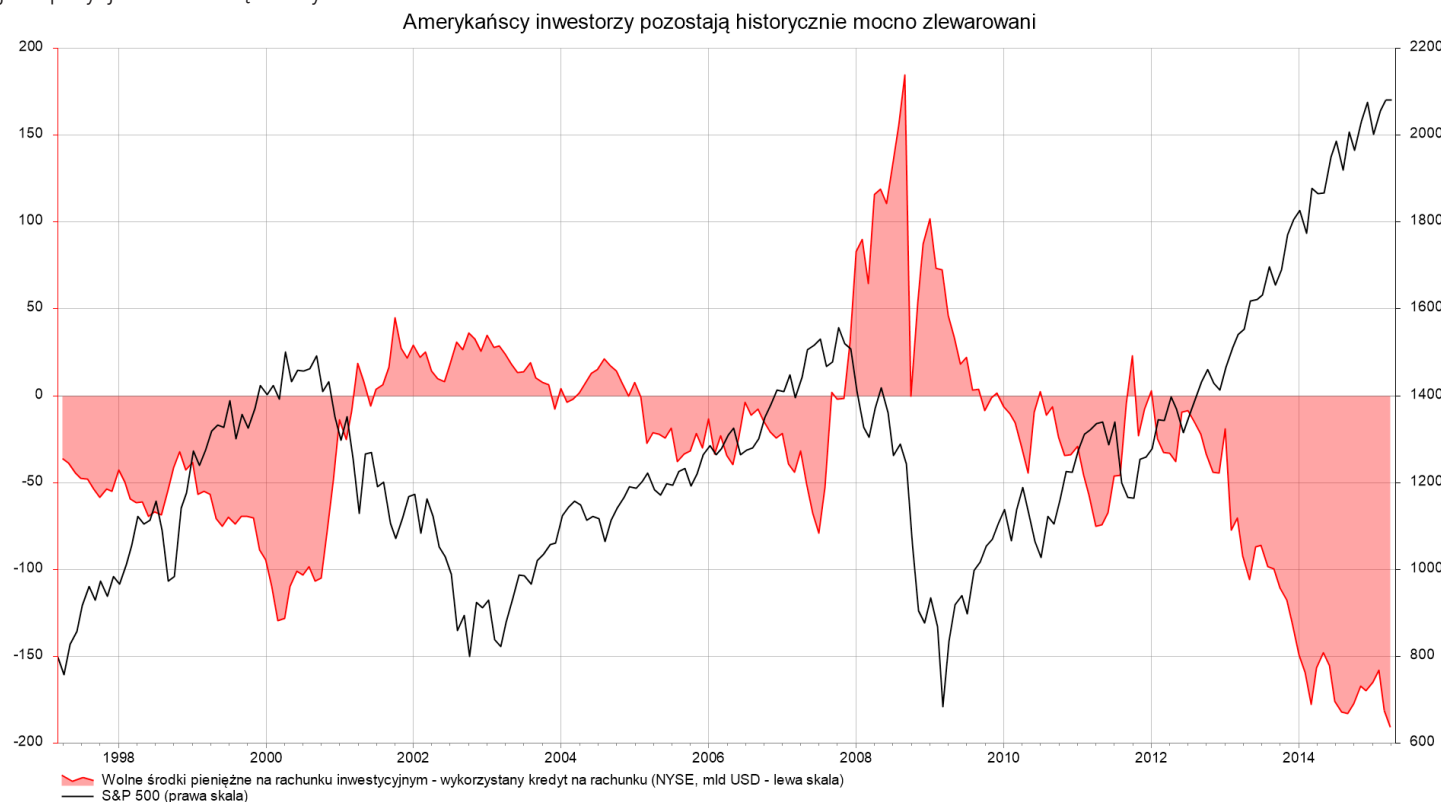
Dwa niższe wykresy udowadniają, iż nieprawdziwe jest spostrzeżenie, że wzrost bazy monetarnej doprowadzi do (hiper)inflacji. Jak widać na wykresie, w okresie 2000-08.2008 baza monetarna wzrosła zaledwie o 40%, podczas gdy wartość udzielonych kredytów wzrosła dwukrotnie. Od września 2008 roku baza monetarna z kolei wzrosła ponad czterokrotnie a akcja kredytowa nie uległa zmianie. Dzieje się tak, ponieważ banki nie pożyczają swoich rezerw a zasada opisująca w ekonomii oddziaływanie bazy monetarnej na podaż pieniądza znana, jako mnożnik kreacji pieniądza we współczesnym systemie monetarnym jest mitem. Banki obecnie nie są związane poziomem rezerw, gdyż to od strategii banku względem akcji kredytowej wyznaczany jest ich poziom, nigdy na odwrót.

„Niniejszy wykres pokazuje SP500 na tle lewaru użytego obecnie przez inwestorów. Lewar określam, jako różnicę wolnych środków pieniężnych na rachunkach inwestycyjnych a użytego kredytu na owych rachunkach (firmy brokerskie udzielają klientom kredytu na rachunku inwestycyjnym pod zastaw zakupionych papierów wartościowych). Jeżeli saldo jest dodatnie oznacza to, że inwestorzy mają więcej dostępnej gotówki natomiast saldo ujemne świadczy o wykorzystaniu kredytu do zakupu akcji. Korzystanie z długu do zakupu naturalnie wiąże się z oczekiwaniem wzrostu wartości posiadanych papierów wartościowych. Jeżeli inwestorzy spodziewają się końca hossy, zamykają pozycje i redukują swoje zadłużenie. W okresach bessy saldo szybko staje się coraz mniej ujemne, gdyż u części inwestorów zamykane są pozycje automatycznie (margin call) a reszta stara się wyjść z pozycji za nim to się zdarzy.

Jaki z tego płynie wniosek, który można wykorzystać? Dla okresu widocznego na wykresie, ekstrema na stworzonym wskaźniku wyprzedzają ekstrema na indeksie SP500 średnio o 7 miesięcy (korelacja -65%). Obecnie inwestorzy są zlewarowani jak nigdy przedtem i do tego możliwe, że utworzył się dołek. Po dołku (maksimum zlewarowania), szczyt na SP500 wypadał:

1. luty 2000 -> kwiecień 2000 oraz drugi szczyt we wrześniu 2000
2. czerwiec 2007 -> październik 2007
3. luty 2014 (?) -> wrzesień-październik 2014?

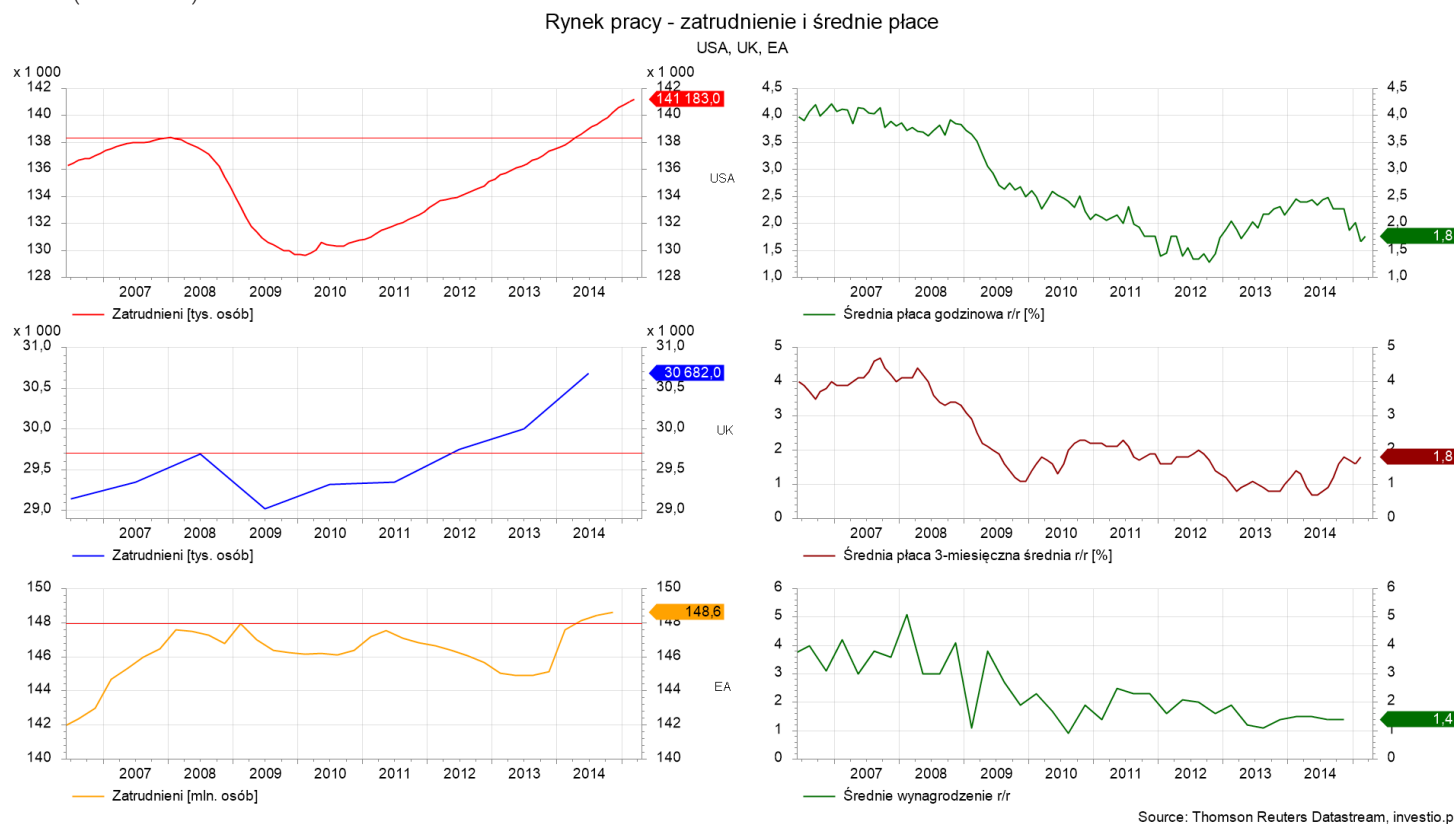
Gdyby obecny historycznie wysoki lewar nie został jeszcze zwiększony i poziom zadłużenia z lutego pozostałby ekstremum to patrząc na analogiczne sytuację w historii można oczekiwać, że do jesieni bieżącego roku na indeksie SP500 zostanie utworzony szczyt.” (19.05.2015)



Source: Thomson Reuters Datastream, investio.pl

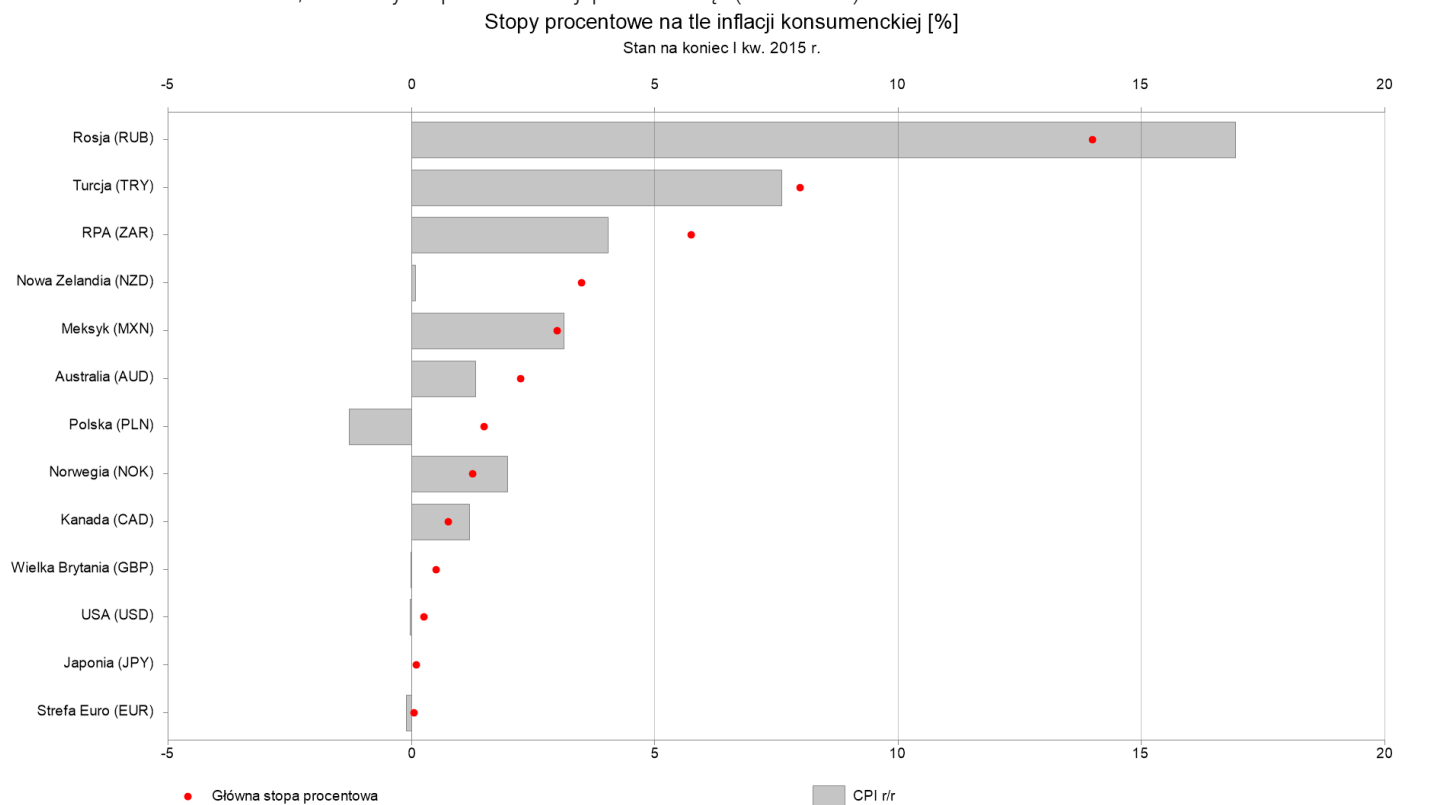
Od publikacji tego wykresu wartość wykorzystywanej przez inwestorów dźwigni jeszcze wzrosła, co pozwoliło trwać hossie na indeksie SP500. Niemniej jednak widać zahamowanie w dynamice tych wzrostów, co jest sygnałem ostrzegawczym.

„Wykres pokazuje obraz rynku pracy trzech gospodarek (Stany Zjednoczone, Wielka Brytania, Strefa Euro) w dwóch wymiarach (liczba osób zatrudnionych oraz zmiana średniego wynagrodzenia). W USA prawdopodobnie po piątkowym odczynie NFP zostanie osiągnięty poziom zatrudnienia z szczytu z przełomu 2007 i 2008 roku. Oznacza to, że wszystkie utracone etaty, choć oczywiście w znaczącej mierze o innym charakterze, zostały w gospodarce przywrócone. Jeżeli spojrzymy natomiast na Wielką Brytanię to widzimy, że w tym wypadku szczyt z 2008 roku został już przebity dwa lata temu, czyli zatrudnienie posiada więcej osób niż przed kryzysem. W strefie euro sytuacja wygląda całkowicie odmiennie i nie dość, że europejska gospodarka jest daleka od odrobienia strat powstałych przez ostatni kryzys to na domiar złego wciąż się od tego poziomu oddala.” (02.06.2014)

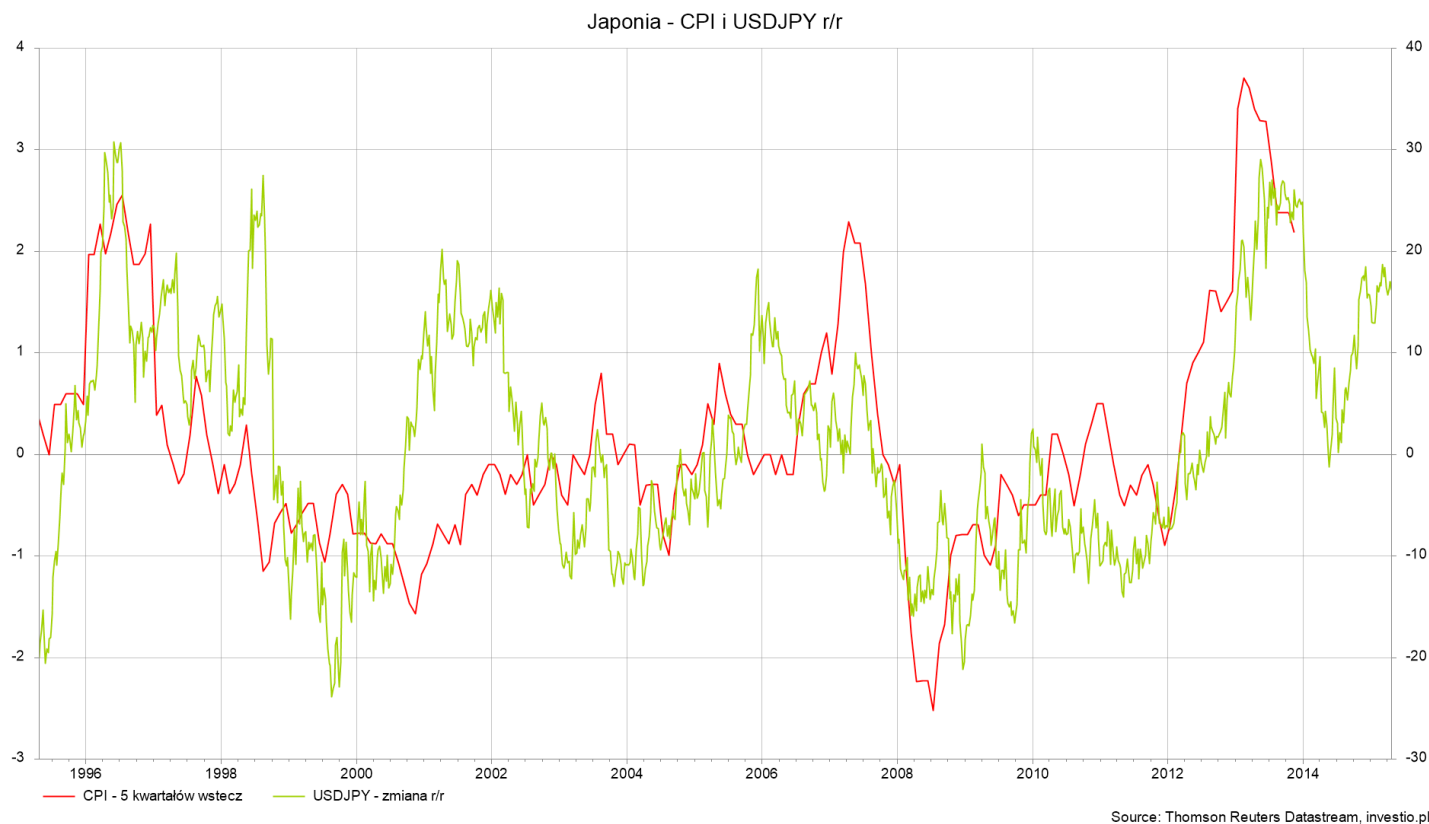


Jak się okazało, na moment pisania powyższego komentarza znajdowaliśmy się w dołku spowolnienia na rynku pracy. Obecnie chociaż również w Strefie Euro zostały przywrócone etaty stracone w wyniku kryzysu to wciąż w porównaniu do silnego trendu w USA jak i w UK sytuacja wygląda słabo.

„Ten wykres łączy dwie najważniejsze kwestie ostatnich miesięcy, czyli poziom stóp procentowych oraz stopy inflacji w poszczególnych krajach. Jak pokazuje powyższy wykres, różnice pozostają znaczące. Wśród kluczowych dla rynków państw kontynuowana jest polityka ZIRP (zero interest-rate policy), czyli utrzymywanie stóp procentowych bliskich zeru w celu pobudzenia zagregowanego popytu i w konsekwencji umiarkowanego wzrostu inflacji. Najgorzej z tym zadaniem radzi sobie w dalszym ciągu strefa euro oraz co pokazały ostatnie dane także i Polska, choć nasza krajowa sytuacja jest zdecydowanie odmienna. Z drugiej strony kraje wchodzące w skład grupy krajów rozwijających się (emerging markets) charakteryzuje dużo wyższy poziom stóp procentowych jak i inflacji. Najwyższą stopę procentową wśród krajów rozwiniętych posiada aktualnie Nowa Zelandia, która trzyma poziom inflacji pod kontrolą.” (23.06.2014)



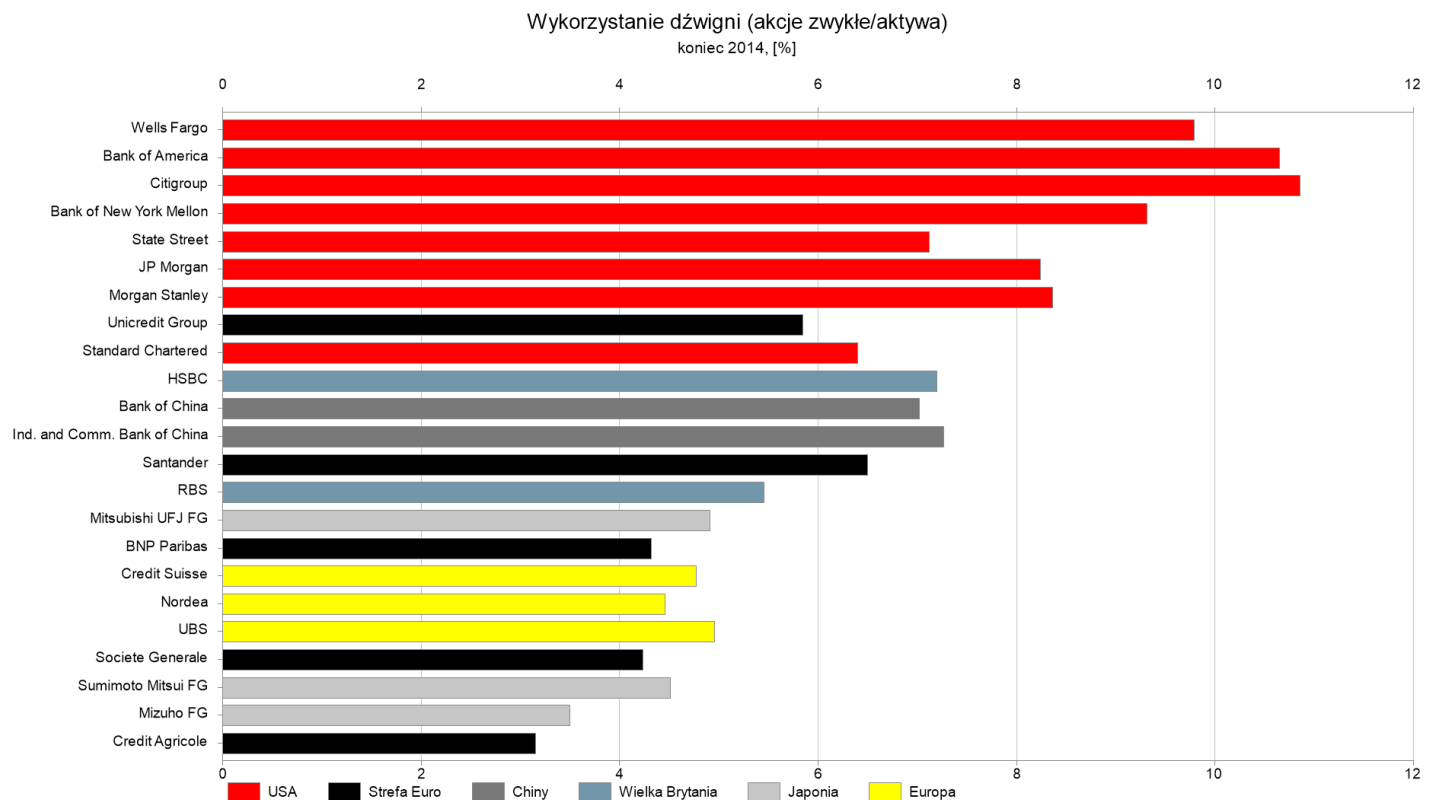
Od zeszłego roku, pomimo przeciwnych prognoz, poziom inflacji jak i stóp procentowych dalej spadał a więc polityka ZIRP jest jeszcze bardziej wszechobecna.



Ten wykres został opublikowany w momencie, gdy inflacja w Japonii była na samym szczycie a wskazana korelacja dawała sygnał do tego, iż w kolejnych miesiącach zobaczymy jednak spadki inflacji. Tak też się stało przez co Bank Centralny Japonii zmuszony był zwiększyć skalę prowadzonego przez siebie programu luzowania polityki monetarnej (QE).

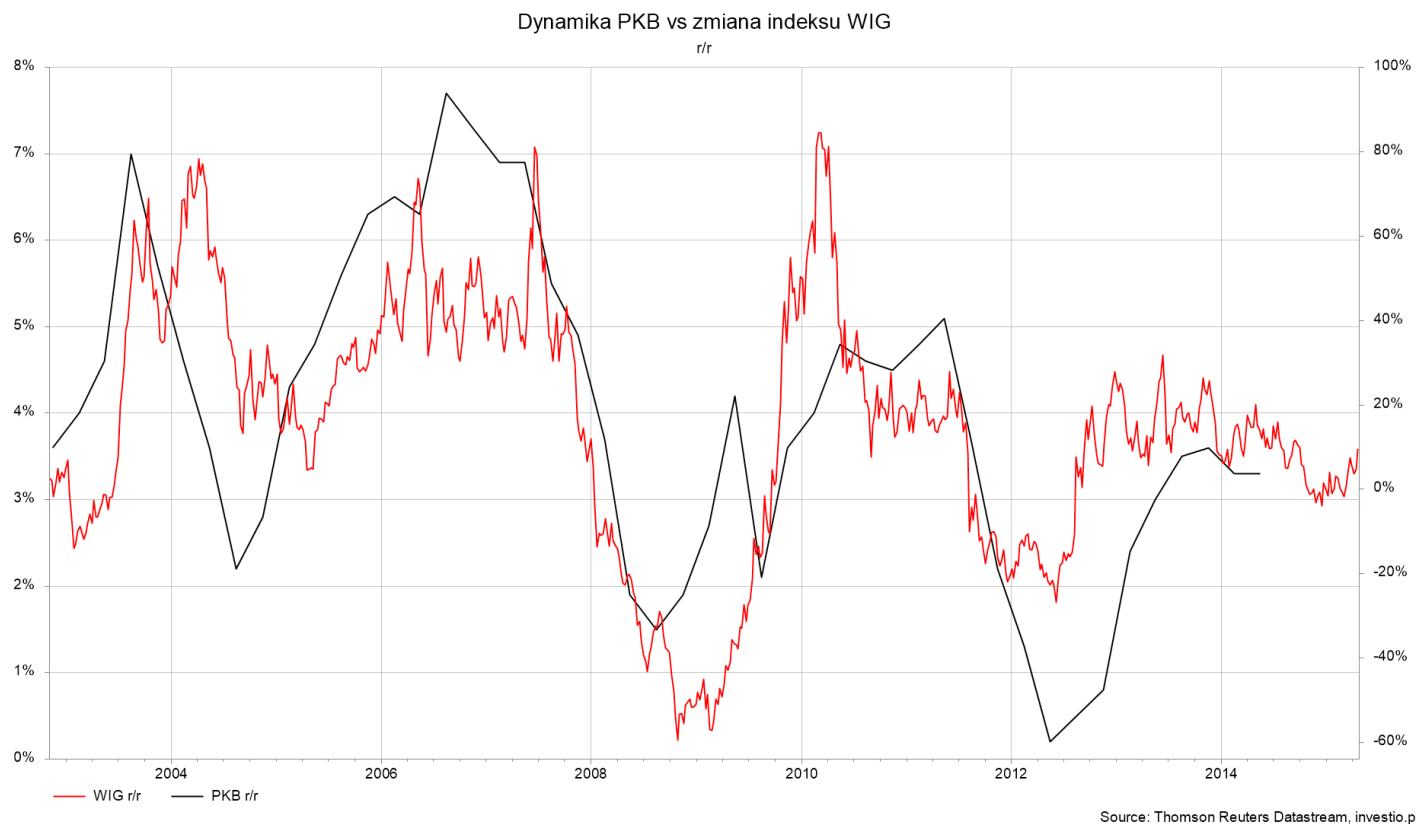


„Wykres przedstawia tzw. SIB/SIF, czyli Systemically Important Banks/Financial Institutions oraz poziom wykorzystania przez nie dźwigni. Są to instytucje mające newralgiczne znaczenie dla międzynarodowego systemu finansowego. W języku polskim na tę grupę przyjęło się określenie „zbyt duże by upaść”. Dźwignia określona jest jako stosunek akcji własnych i zarazem nieuprzywilejowanych do posiadanych aktywów. Dla przykładu Societe Generale ma ten wskaźnik na poziomie około 4%. Oznacza to, że aż 96% posiadanych aktywów jest finansowana kapitałem obcym, czyli mówiąc wprost – długiem. I tak jak w wypadku dźwigni na rynku terminowym, tak samo w biznesie rozsądnie wykorzystywana dźwignia pozwala zwiększać poziom zysku, jednak nadmierne lewarowanie może doprowadzić do bardzo wysokich



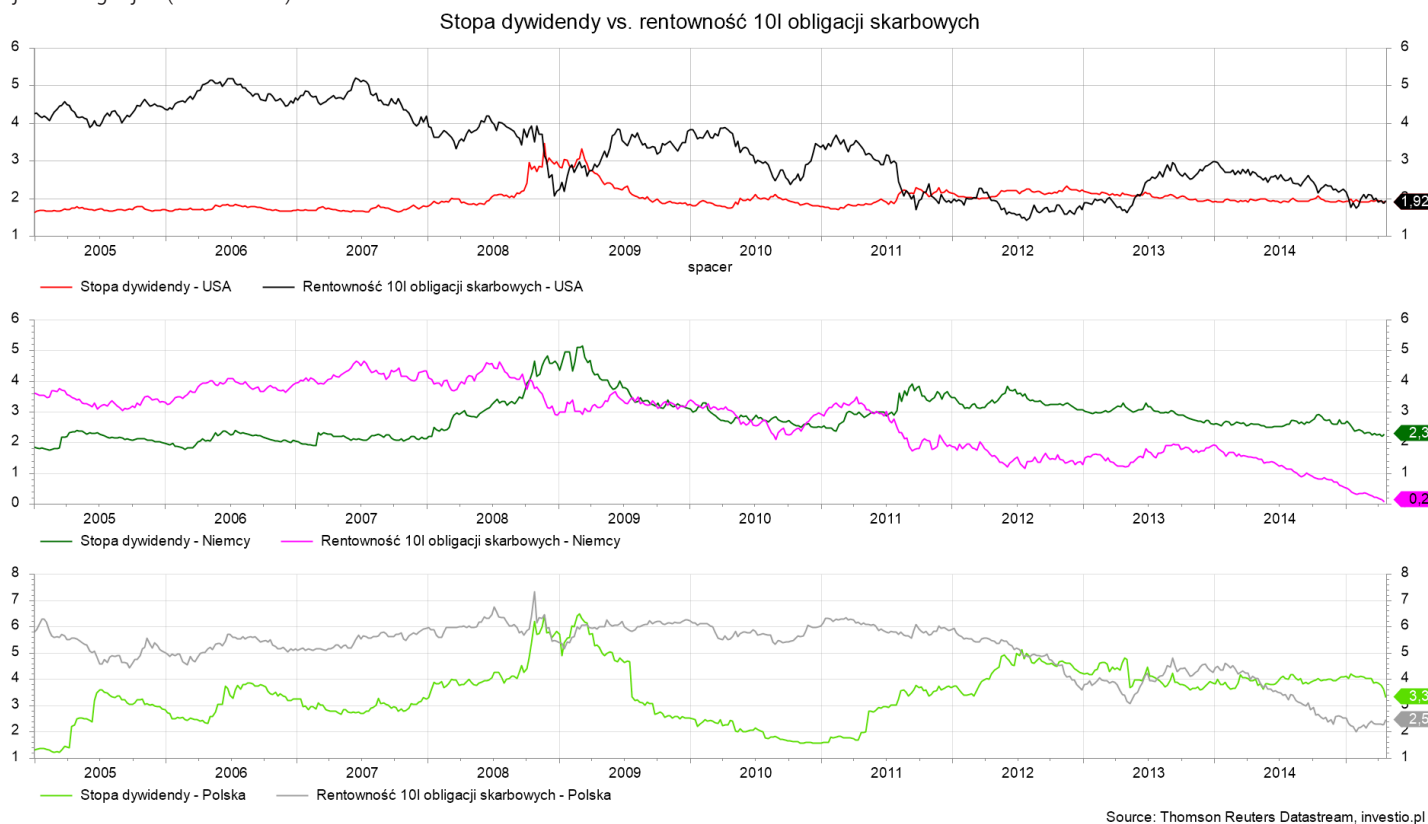
strat, jeżeli spełni się scenariusz odwrotny do założonego. Dopóki stopa zwrotu z posiadanych aktywów przewyższa koszt obsługi długu, tak długo lewar przynosi korzyści. Wysoki poziom (niższy wskaźnik) zwiększa jednak ryzyko w wypadku nagłych szoków na rynku.” (14.07.2014)

„Polska giełda od miesiąca zdecydowanie pozostaje oderwana od zachodnich parkietów, które to osiągają nowe maksima, konsolidując poniżej poziomów z początku roku. Często pojawiającym się pytaniem jest kwestia przyczyn takiego stanu rzeczy. Dzisiejszy wykres tygodnia pokazuje korelację pomiędzy roczną zmianą WIG a zmianą dynamiki wzrostu PKB. Historycznie średnio o dwa kwartały zmiana WIG wyprzedza zmianę PKB.” (21.07.2014)

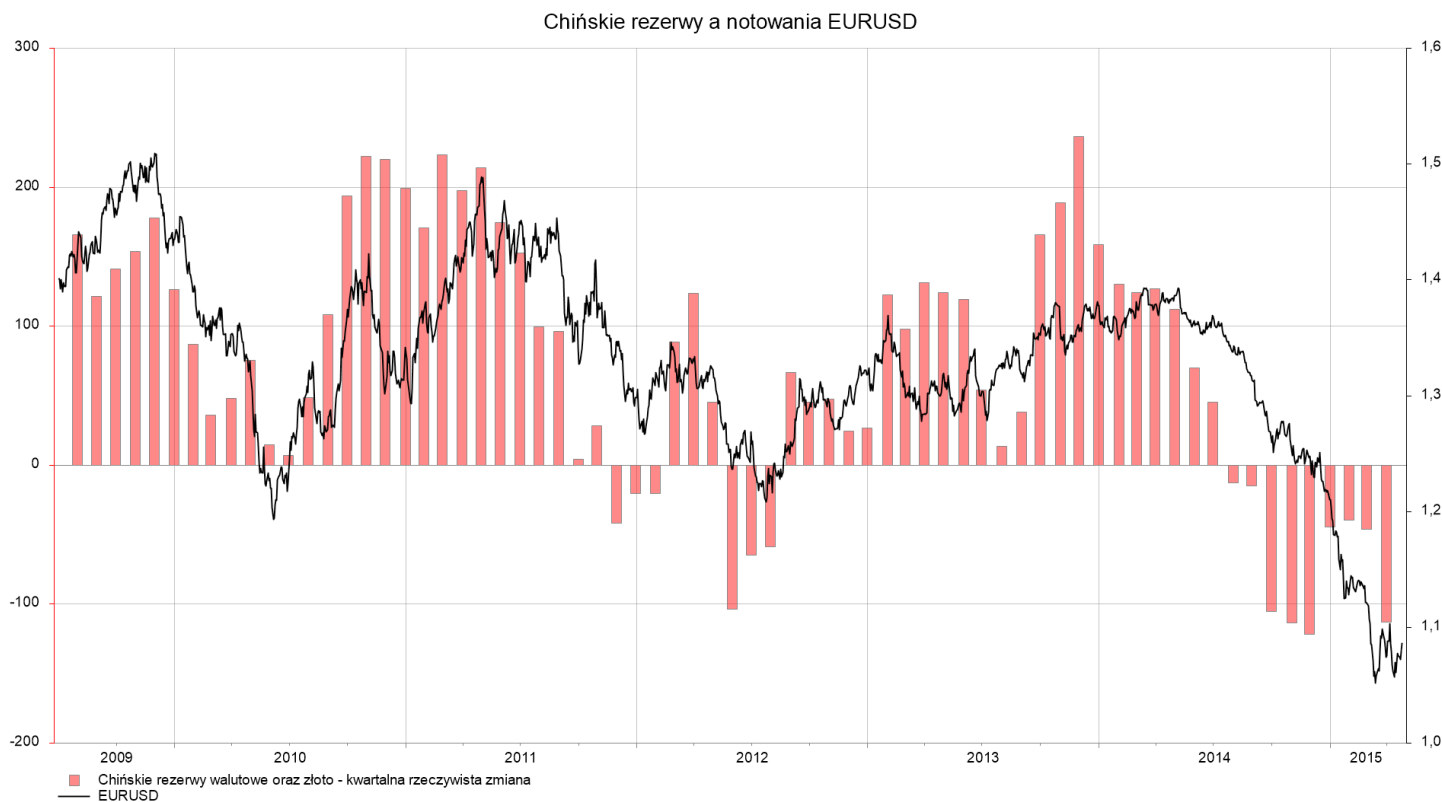


Marazm na GPW był trafnym prognostykiem tego, iż dynamika wzrostu krajowego brutto wyhamuje w kolejnych miesiącach. Ostatnie wzrosty na polskim parkiecie pozwalają pozostać jednak nastawionym optymistycznie.

„Znaczące wzrosty cen obligacji doprowadziły w niektórych krajach do ciekawej sytuacji. Mianowicie stopa dywidendy możliwa do uzyskania z inwestycji w indeks akcji (na wykresie pokazana jest średnia stopa dywidendy dla danych rynków) stała się wyższa niż stopa dochodu w terminie do wykupu 10l obligacji skarbowych poszczególnych krajów. Jak można łatwo zauważyć jest to sytuacją dość rzadką. W Stanach Zjednoczonych miała ona miejsce w 2012 i na początku 2013 roku, po czym ponownie rentowności obligacji stały się wyższe. Inaczej wygląda sytuacja w Niemczech, gdzie spread pomiędzy stopą dywidendy z akcji a rentownością obligacji się poszerza. Również w Polsce obserwujemy, że potencjalnie inwestycja chociażby w fundusz ETF na indeks akcji powinna przynieść większą stopę zwrotu (nie uwzględniając zmiany samej ceny) niż inwestycja w obligacje.” (28.07.2014)

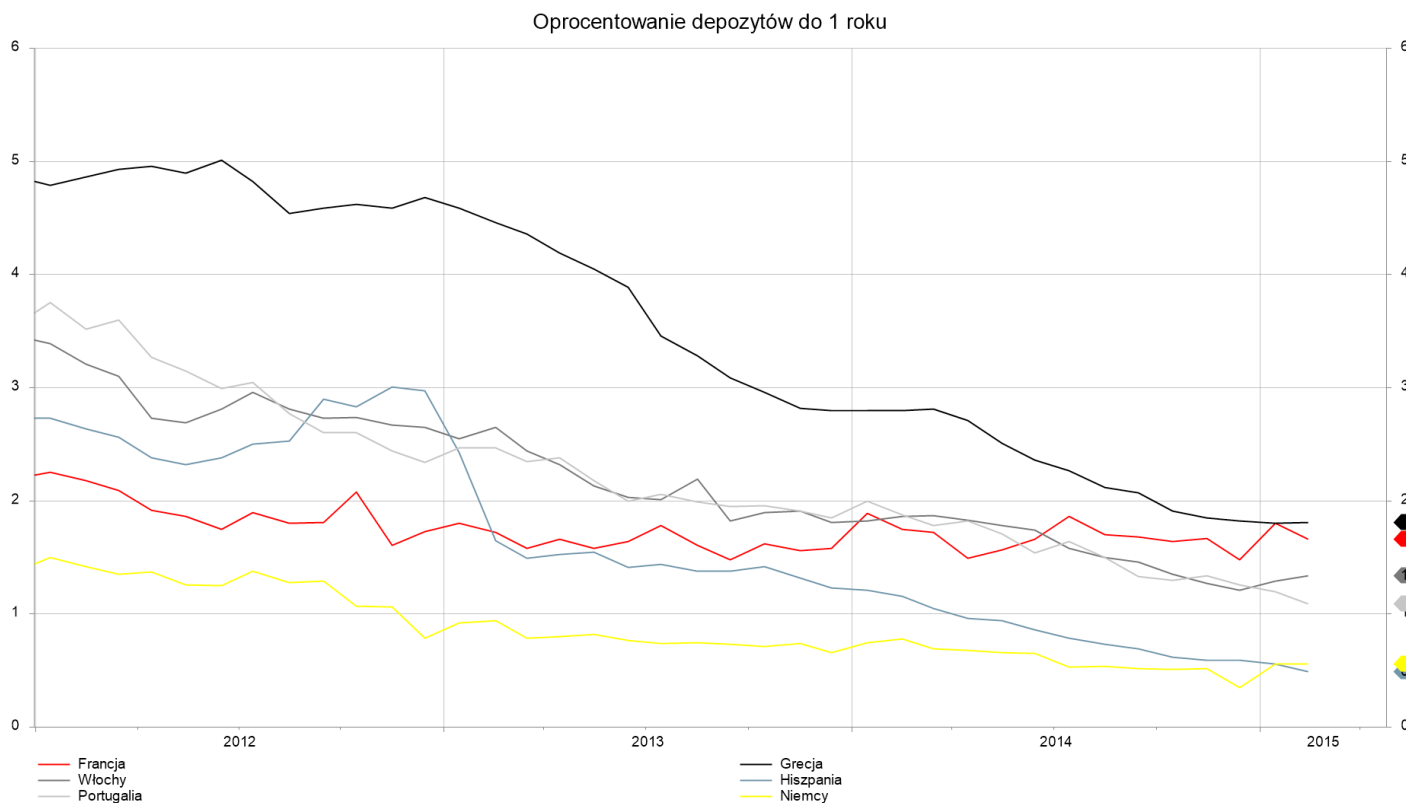


„Chiny są krajem, który posiada największe na całym globie rezerwy walutowe, zdecydowanie pozostawiając w tyle Japonię, która znajduje się na drugim miejscu w takim zestawieniu. Bezdyskusyjnie więc, to w jakim stopniu i czy w ogóle te rezerwy są powiększane ma wpływ na notowania poszczególnych walorów. Jak się okazuje ma to bardzo duże znaczenie dla kursu EURUSD, co nie powinno dziwić gdyż obie te waluty są kluczowe z punktu widzenia rezerw. Dzisiejszy wykres pokazuje zależność pomiędzy rzeczywistą kwartalną zmianą wartości chińskich rezerw walutowych oraz złota w miliardach dolarów a notowaniami EURUSD. Choć zdecydowanie nie można traktować w żadnym wypadku tych danych, jako sygnałów transakcyjnych to dają one ciekawy wgląd w fundamentalne podstawy danych ruchów. Powyższy



wykres pokazuje, że co do zasady w wypadku zwiększenia rezerw przez Chiny o dużą wartość kurs EURUSD zyskiwał, co jest zgodne z napływającymi informacjami, gdyż od dłuższego czasu wiadomo, że Chiny są zainteresowane zwiększaniem ekspozycji na euro kosztem ekspozycji na dolarze. Przy niższych zmianach poziomu rezerw lub nawet przy ich kurczeniu się EURUSD w większości przypadków spadało. Naturalnie nie każdy ruch pozostaje zgodny, gdyż jest to tylko jeden z czynników wpływających na kurs walutowy to pomimo tego warto znać tę zależność.” (11.08.2014)

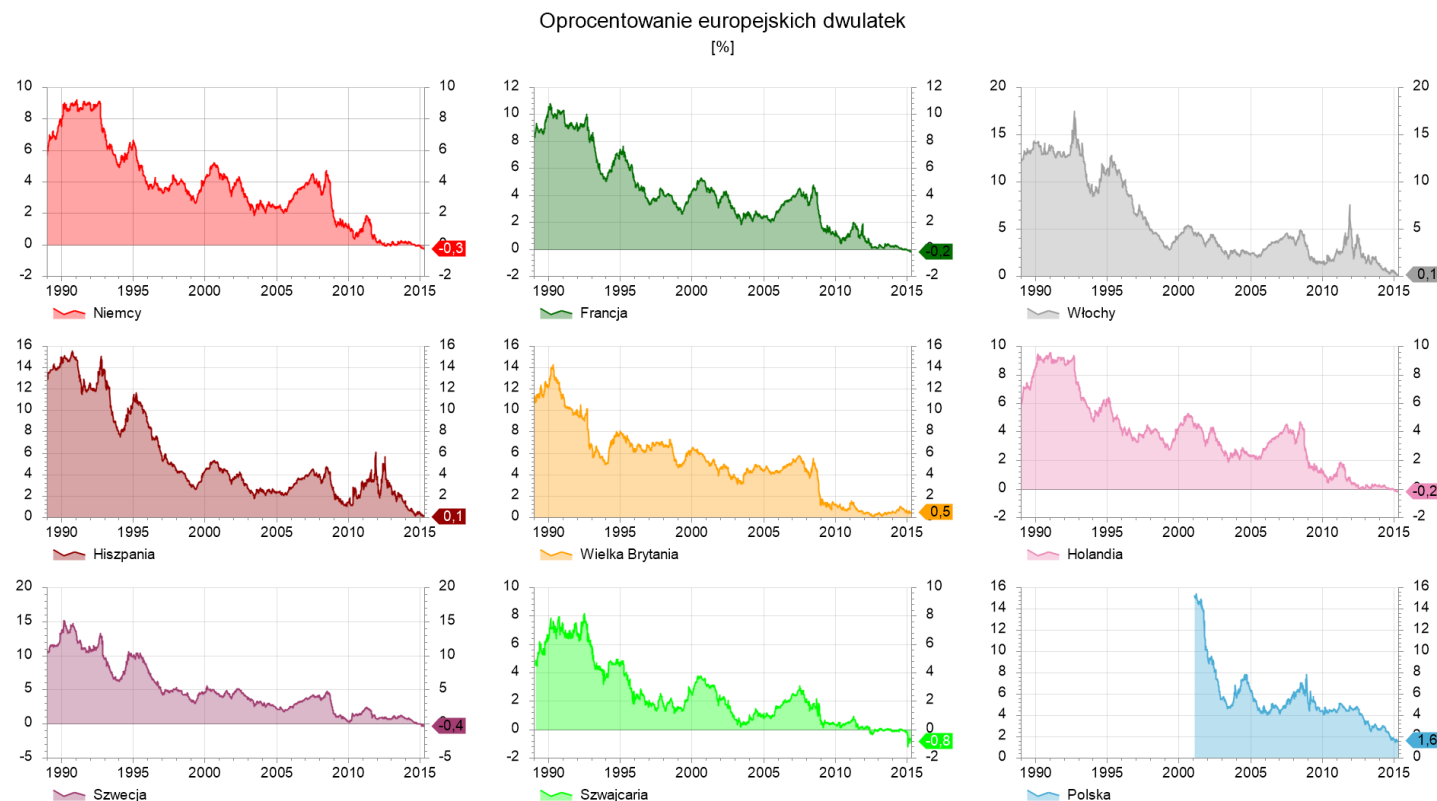
„Wraz ze spadkiem stóp procentowych oraz dalszym luzowaniem polityki monetarnej ku pobudzeniu akcji kredytowej, spada również oprocentowanie depozytów w bankach. Jest to kwestia często stawiana na drugim planie, lecz nie można o niej zapominać, gdyż ma ona znaczące implikacje społeczne. Również z tego powodu to właśnie Niemcy są krajem, który najsilniej przeciwstawiał się kolejnym cięciom stóp przez Europejski Bank Centralny. Nie jest to sytuacja dziwna, jeżeli weźmie się pod uwagę fakt, że to właśnie niemieccy obywatele dysponują największymi oszczędnościami w Strefie Euro i to właśnie oni najbardziej tracą na luzowaniu polityki monetarnej we wspólnocie, którego zadaniem jest głównie pomoc pozostałym krajom.” (08.09.2014)



„18 września rusza zapowiadany w czerwcu przez Europejski Bank Centralny program TLTRO (targeted long-term refinancing operation), który zakłada udzielanie bankom komercyjnym preferencyjnych pożyczek (po ostatnich obniżkach stóp procentowych cena wynosi 15 punktów bazowych, czyli 0,15%) w celu kredytowania sektora prywatnego.

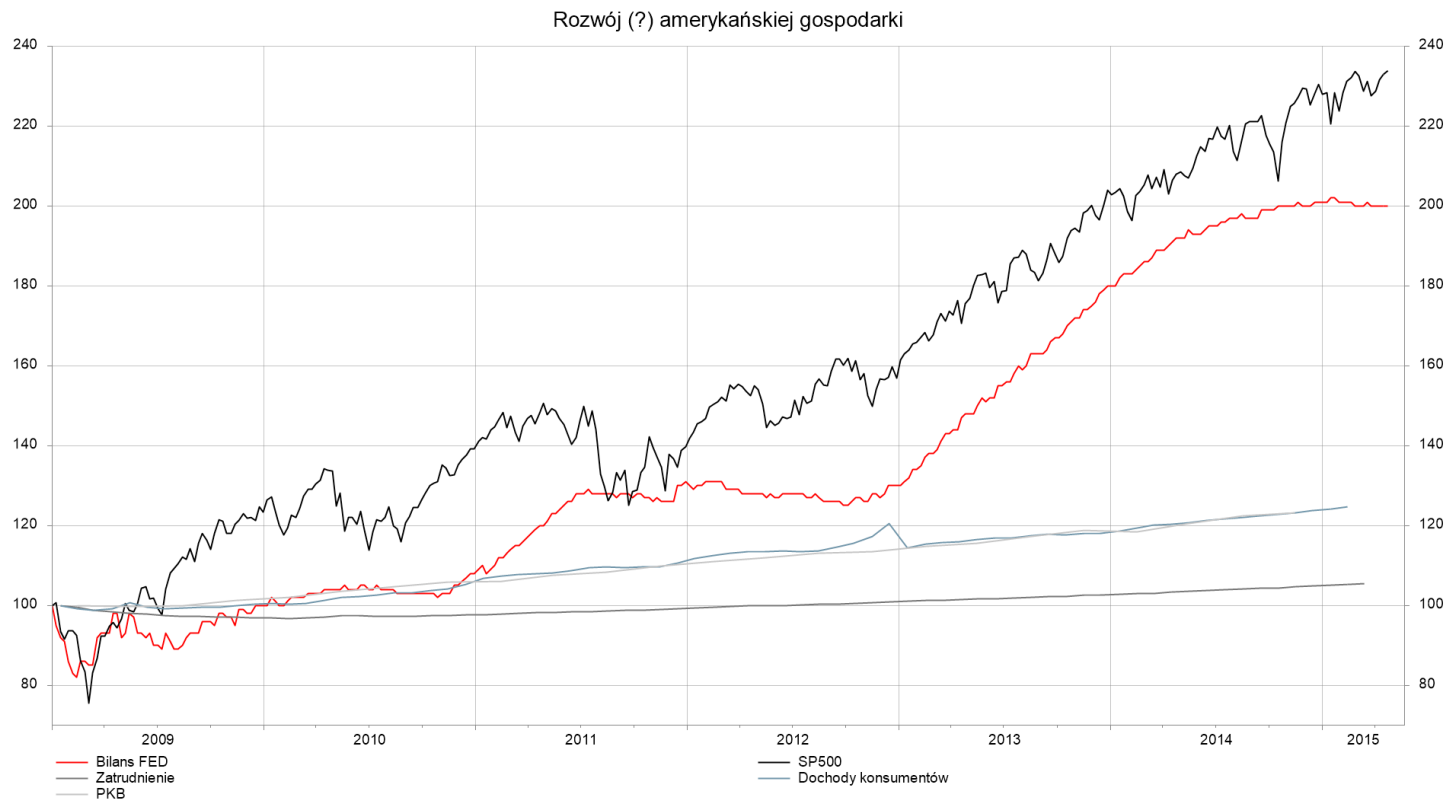
Wcześniejsze programy LTRO w dużej mierze były powodem tak dużej hossy na obligacjach (wzrostu cen, spadku rentowności), gdyż pozyskany w ten sposób tani pieniądz banki lokowały w wyżej oprocentowane, lecz wciąż bezpieczne obligacje. Obecnie sytuacja wygląda już odmiennie a poziomy, na których znajdują się notowania poszczególnych obligacji w dużej mierze wyznaczają granicę hossy. Jednak pomimo tego na rynku wciąż obecne są oczekiwania, że program TLTRO pozwoli kontynuować tę hossę. Jak to możliwe skoro pożyczki uzyskane tym sposobem miały być przeznaczone na rozwijanie akcji kredytowej? Otóż takie jest założenie programu, lecz EBC nie zapisało żadnych kar dla banków, które by się do tego nie zastosowały. Jedynie w wypadku, gdyby nie spełniły one tego wymogu i przeznaczyły pożyczone środki na inne cele, będą musiały je spłacić we wcześniejszym terminie, tzn. za dwa lata, co przy oprocentowaniu 0,15% i tak czyni tę ofertę bardzo atrakcyjną.” (15.09.2014)

Oczywiście jak doskonale teraz wiemy hossa na obligacjach trwa w najlepsze i praktycznie codziennie zostają osiągnięte coraz to niższe poziomy rentowności.



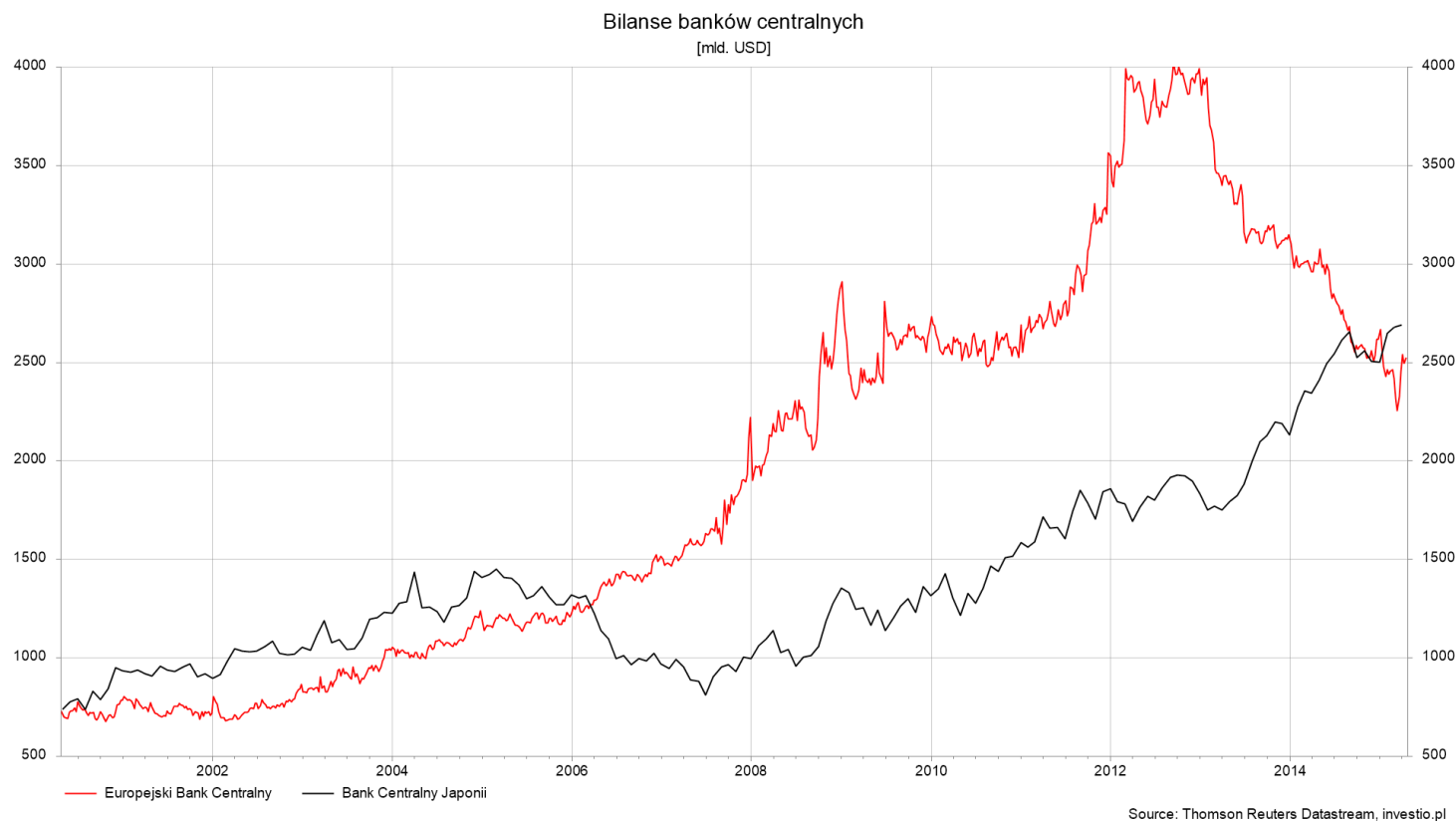
Source: Thomson Reuters Datastream, investio.pl

„W zależności na jakie wskaźniki spojrzemy, tak inny obraz amerykańskiej gospodarki ujrzymy. Obecnie nie jest już jednak tajemnicą, że wiele wskaźników pokazujących dynamiczny rozwój zakłamuje rzeczywistość. Odkąd przewodnictwem w Rezerwie Federalnej Stanów Zjednoczonych przejęła Janet Yellen nawet w oficjalnych przemowach można usłyszeć o tym, że często brany za pierwszoplanowy wskaźnik stopy bezrobocia nie pokazuje rzeczywistego stanu rynku pracy. Od kilku lat bardzo kontrastuje to z światowymi indeksami giełdowymi, których zachowanie bliższe jest szczytom gospodarczej hossy niż stanu obecnego.



Dzisiejszy wykres pokazuje jak skala wzrostów na indeksie SP500, która również ściśle powiązana jest z ekspansją bilansu Rezerwy Federalnej jest wyższa od skali wzrostu gospodarczego, wzrostu zatrudnienia czy dochodów konsumentów. Podczas, gdy dochody rosną w miarę podobnym tempie, co PKB i jest to naturalny układ, tak rynek pracy zdecydowanie pozostaje w tyle. Jest to kolejnym przykładem oderwania się w dzisiejszych czasach rynków finansowych od realnej gospodarki, co potencjalnie może być przyczyną głębokiego kryzysu w przyszłości." (22.09.2014)

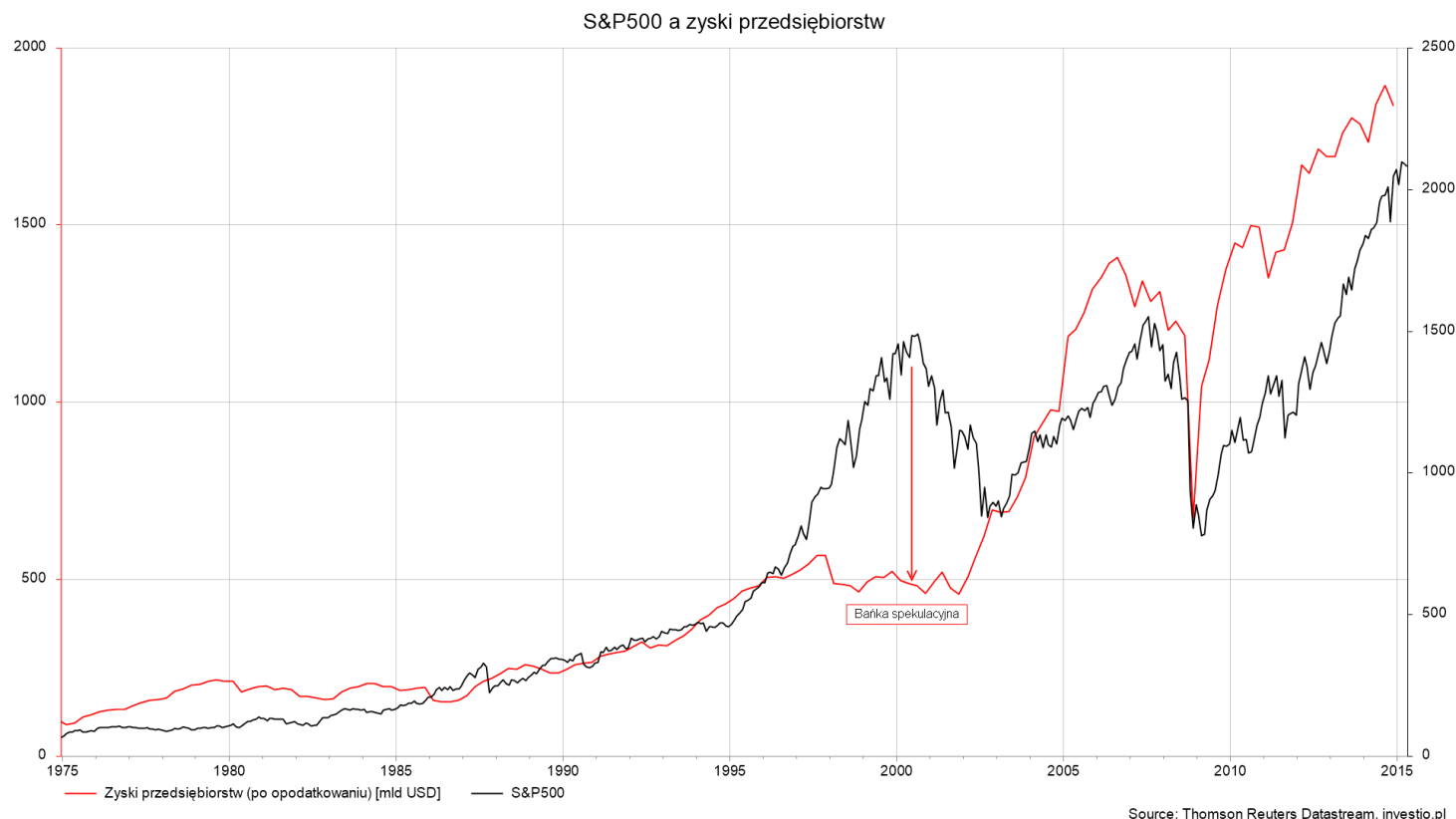
„Niewątpliwie najważniejszym wydarzeniem na światowych rynkach w dalszym ciągu pozostaje piątkowa decyzja Banku Centralnego Japonii o poszerzeniu programu skupu aktywów (QE). Zwiększający bezprecedensowo swój bilans Bank Centralny Japonii może swoim działaniem wpłynąć nie tylko na gospodarkę Japonii, lecz również na działalność innych banków centralnych. Niezależnie od rezultatów, jakie osiągnie BOJ będzie niosło to ze sobą implikacje dla EBC. Jeżeli Bank Centralny Japonii odniesie sukces, rynki będą stwarzać presję na EBC, aby ten podobnie jak swój japoński odpowiednik również rozpoczął prawdziwy program QE. W wypadku gdyby jednak BOJ poniósł klęskę, prawdopodobnie inwestorzy będą oczekiwać, że EBC ... zrobi jeszcze więcej.” (03.11.2014)



Europejski Bank Centralny zdecydował się niespełna trzy miesiące później na uruchomienie programu Quantitative Easing w Strefie Euro.

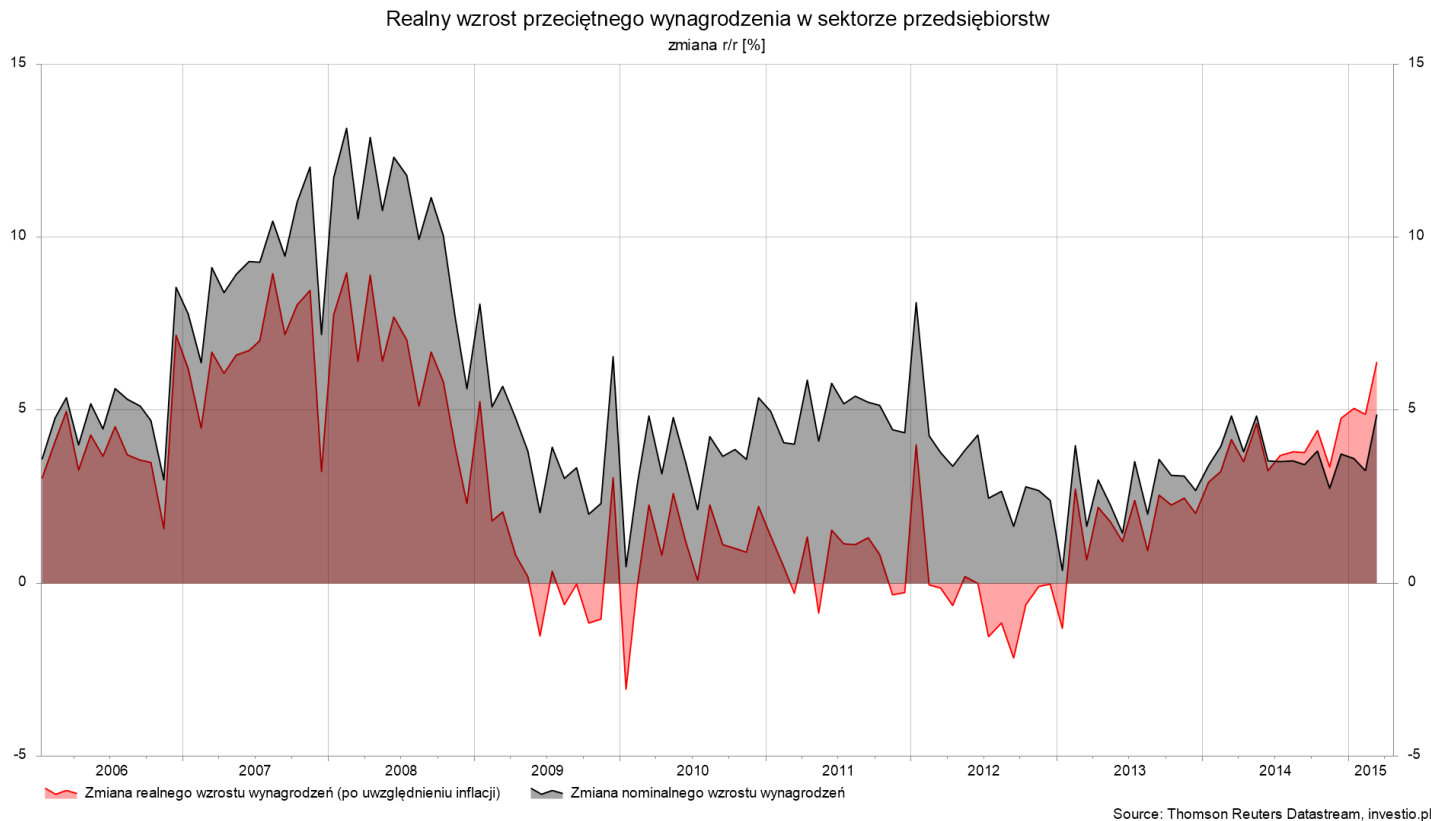


„Za każdym razem, gdy SP500 osiąga nowe maksima, pojawiają się na rynku pytania o to, czy mamy do czynienia z bańką spekulacyjną i czy czeka nas załamanie. Ostatnie lata były pod tym względem jeszcze ciekawsze, gdyż rynki dodatkowo były stymulowane programami luzowania polityki monetarnej. Jednak teraz, gdy QE w Stanach Zjednoczonych dobiegło końca, bardzo ważne pozostają fundamenty na jakich opiera się teraźniejsza hossa na rynku akcyjnym. Dzisiejszy wykres tygodnia pokazuje jak kształtują się notowania SP500 w kontekście zysków przedsiębiorstw, czyli według teorii jednego z najważniejszych aspektów dla giełd. Jak można zauważyć, przez zdecydowaną większość czasu SP500 odzwierciedla trend w zyskach przedsiębiorstw. Z przeciwną sytuacją mieliśmy do czynienia w 2000 roku za sprawą bańki



internetowej. W tym okresie przedsiębiorstwa nie zwiększały zysków, natomiast indeks SP500 znacząco rósł, co oznaczało bańkę spekulacyjną. Obecnie nie mamy do czynienia z takim przypadkiem, jednak jak pokazuje przykład 2008 roku, kryzys odbijający się na notowaniach światowych indeksów może przyjść z każdej strony.” (10.11.2014)

„Już w środę zostaną opublikowane przez Główny Urząd Statystyczny nowe dane na temat wzrostu zatrudnienia oraz wynagrodzeń w Polsce. Obie te serie danych na przestrzeni ostatnich miesięcy wyglądają bardzo pozytywnie, wskazując na rozwój na polskim rynku pracy. W przeciwieństwie do wielu gospodarek, w których płace pozostają zamrożone od kilku lat, w Polsce obserwuje zdecydowany trend wzrostowy, który obecnie dodatkowo potęguje ujemna inflacja. Dzięki temu realny wzrost wynagrodzeń (skorygowany o inflację) jest jeszcze wyższy, co przy spadających cenach energii i żywności może pomóc odbudować popyt wewnętrzny i doprowadzić do zwiększenia poziomu wzrostu PKB w kolejnych kwartałach.” (17.11.2014)



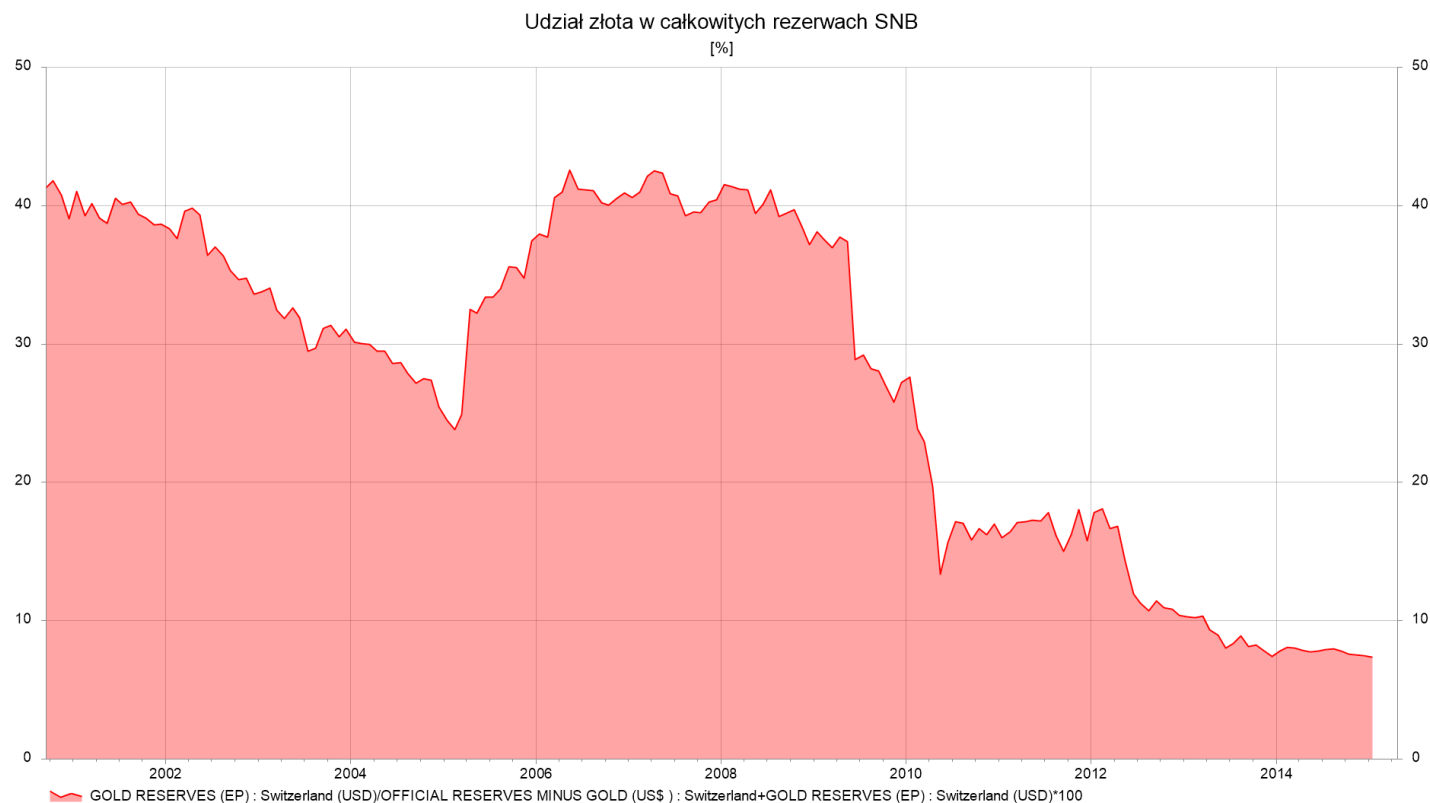
Do dnia dzisiejszego trend ten został utrzymany a wzrost wynagrodzeń jest największy od ponad 7 lat.

„Najczęściej komentowanym wydarzeniem tego tygodnia bez wątpienia jest referendum w Szwajcarii w sprawie zmian w funkcjonowaniu Szwajcarskiego Banku Centralnego. Głosowana propozycja zawiera trzy punkty. W wypadku jej przegłosowania Szwajcarski Bank Centralny musiałby:

1. zaprzestać jakiegokolwiek sprzedaży złota,
2. ściągnąć do kraju całe złoto przechowywane obecnie poza granicami,
3. do 2019 roku posiadać minimum 20% rezerw w złocie.

Pomysłodawcy wskazują, że taka zmiana sprawi, iż Szwajcaria pozostanie silnym i stabilnym krajem, który uniezależni się od wpływów UE oraz USA. Jednocześnie zmiana ma doprowadzić do stabilnego i silnego franka, który ma być gwarantem silnej gospodarki. Ponadto oczywiście zmiana ta ma zablokować możliwość zwiększania bilansu przez Szwajcarski Bank Centralny.” (24.11.2014)

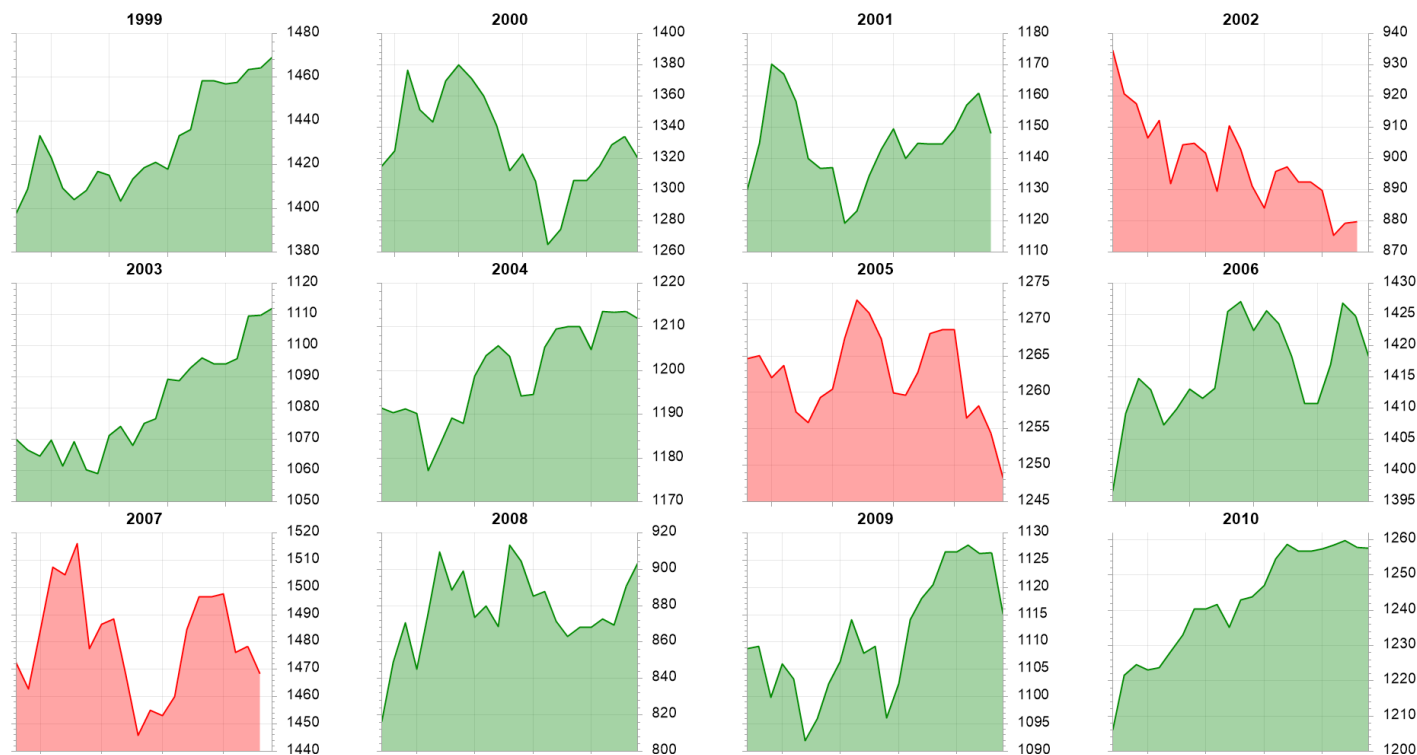
W referendum Szwajcarzy zagłosowali przeciwko wprowadzeniu proponowanych zmian.



Source: Thomson Reuters Datastream, investio.pl

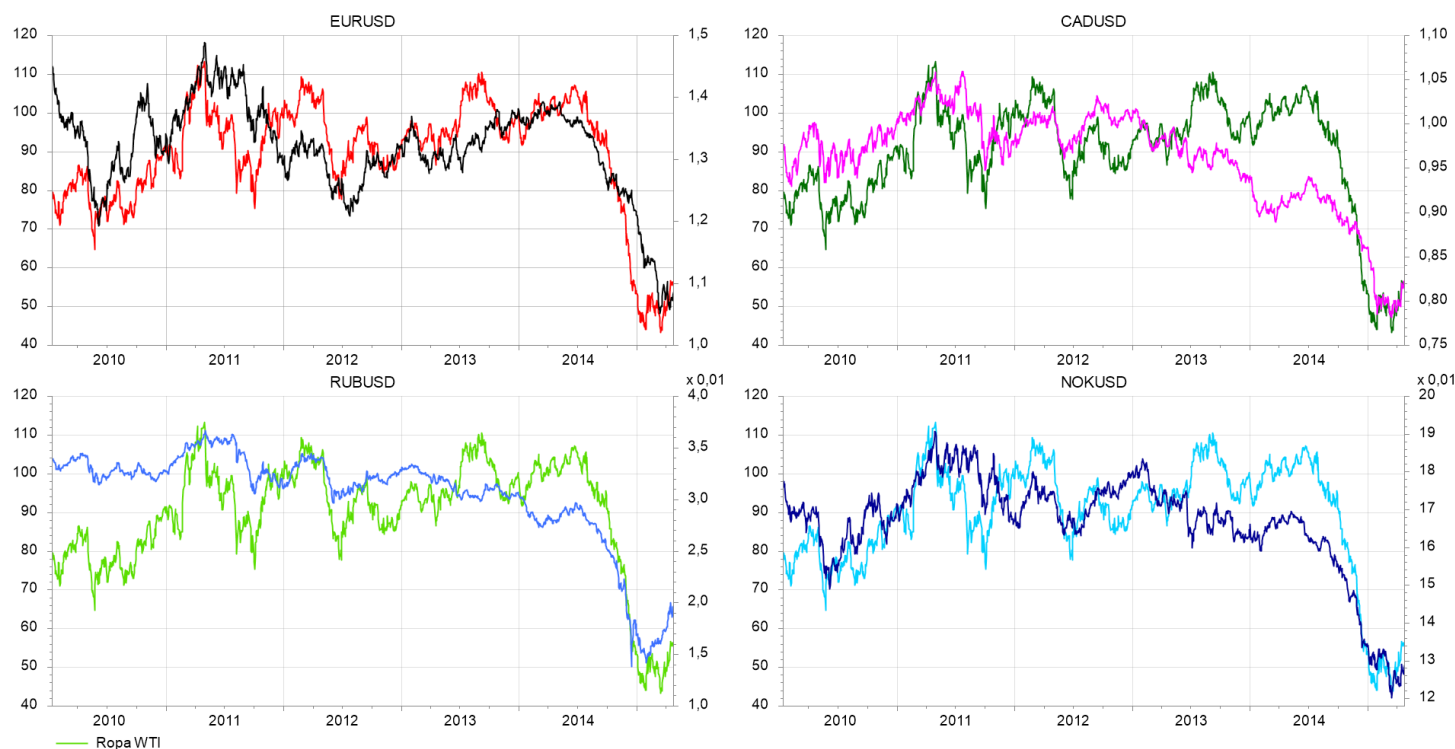
„W związku z początkiem ostatniego miesiąca roku na rynkach pojawia się pytanie, czy i tym razem czeka nas rajd św. Mikołaja lub mówiąc inaczej efekt grudnia. Obie te nazwy określają zjawisko występowania pozytywnych stóp zwrotu z indeksów giełdowych właśnie w ostatnim miesiącu w roku. Często wyjaśnia się to zjawisko wyciąganiem notowań na wyższe poziomy przez fundusze inwestycyjne w celu poprawienia wyników za cały bieżący rok. Niezależnie od przyczyn, jakie kryją się za rajdem św. Mikołaja to statystycznie jest on faktem. W przeciągu ostatnich 16 lat grudzień był miesiącem spadkowym tylko w 3 przypadkach dla SP500 i DAX30 oraz w 5 przypadkach dla WIG20.” (01.12.2014)

Rajd św. Mikołaja  
Grudzień - SP 500



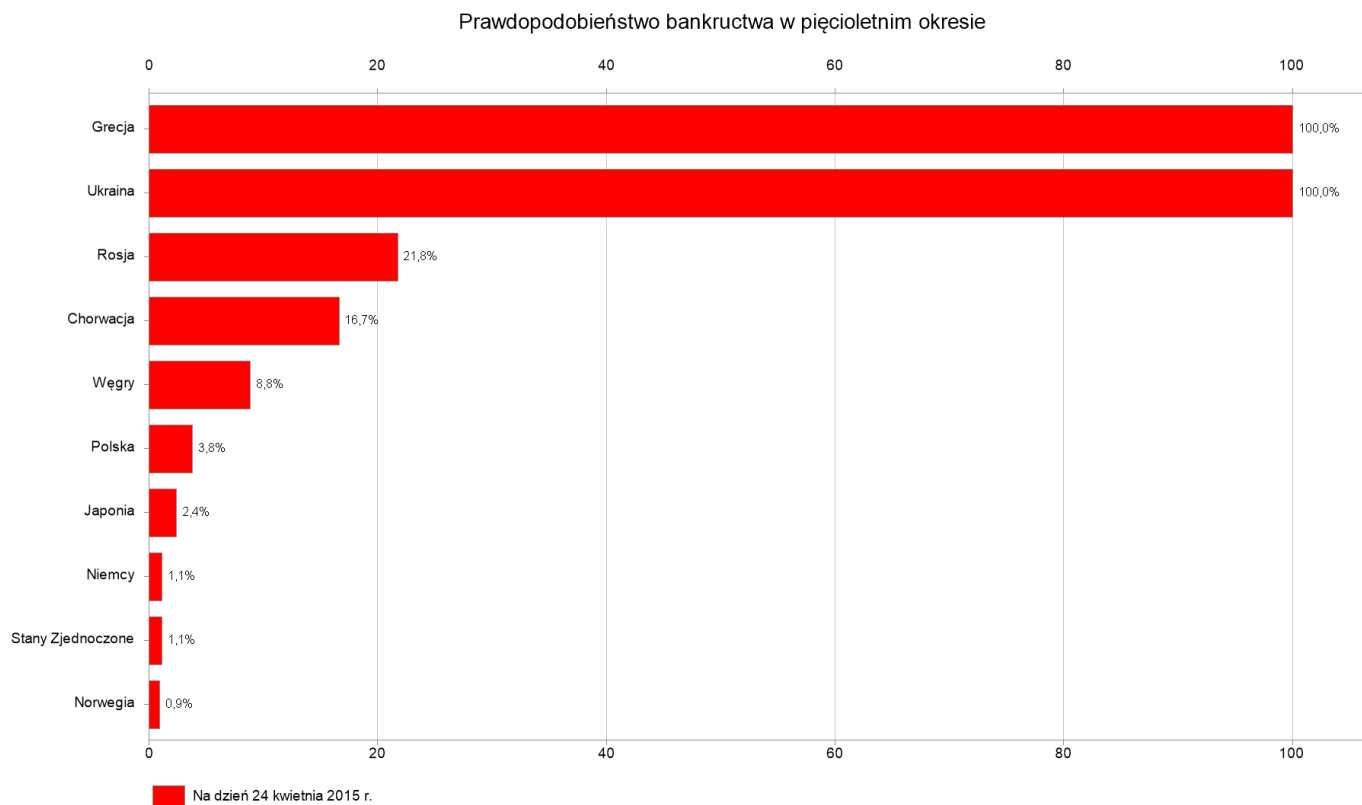
„Drastyczne spadki cen ropy zdecydowanie są głównym tematem ostatniego kwartału bieżącego roku i zdominują z pewnością także początek roku przyszłego. Z punktu widzenia inwestora spadki cen ropy to także duża zmienność na wielu parach walutowych w związku z deprecjacją walut powiązanych z rynkiem ropy. Dzisiejszy wykres tygodnia pokazuje kursy par walutowych, które mają najsilniejszą ekspozycję na notowania cen ropy. W wypadku USDCAD, USDRUB oraz USDNOK wykresy zostały odwrócone.” (08.12.2014)

Notowania ropy i poszczególnych par walutowych



Source: Thomson Reuters Datastream, investio.pl

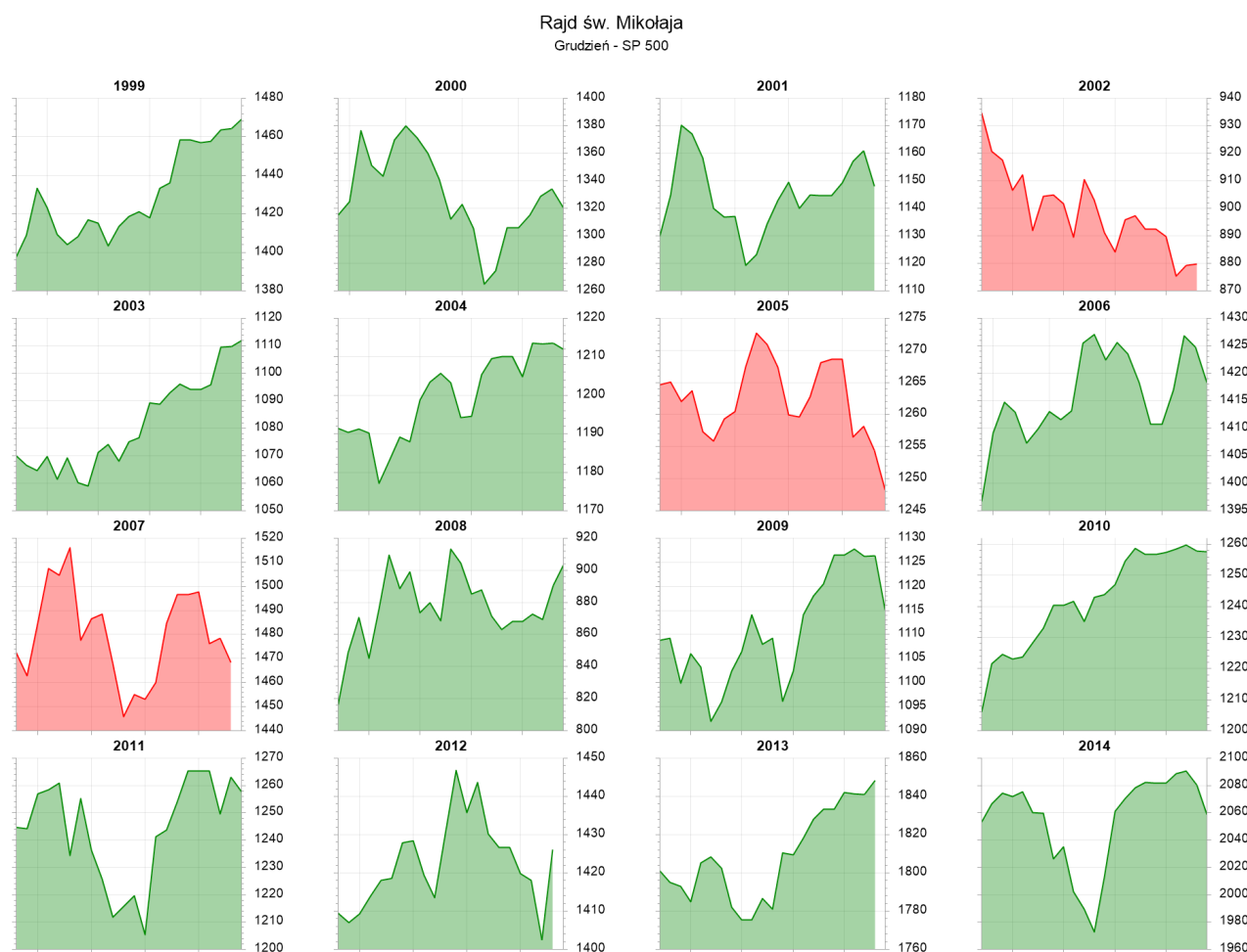
„W ciągu kilku ostatnich tygodni coraz częściej zwraca się uwagę na prawdopodobieństwo bankructw poszczególnych krajów, gdzie w szczególności uwagę zwracają kraje będące eksporterami ropy, gdyż spadki cen tego surowca nadwyrężają niejedną budżet. Prawdopodobieństwo bankructwa wyceniane przez rynek można obliczyć za pomocą instrumentów, które nazywają się Credit Default Swaps (CDS). Mówiąc najprościej, CDS jest ubezpieczeniem od niewypłacalności danego dłużnika. Czym wyższy koszt ubezpieczenia, tym wyższe prawdopodobieństwo, że dany podmiot okaże się niewypłacalny. Dzisiejszy wykres pokazuje obliczone prawdopodobieństwa ogłoszenia bankructwa w okresie pięcioletnim, przy założeniu, że wierzyciel odzyska 25% wartości długu.” (15.12.2014)



Source: Thomson Reuters Datastream, investio.pl

„Dolar w drugiej połowie 2014 roku był najsilniej zyskującą walutą, co przełożyło się na notowania większości par walutowych. Pomimo znaczącego wykupienia przed dolarem długoterminowo dalej perspektywy są optymistyczne w związku z pogłębiającą się dywergencją w stanie gospodarki amerykańskiej a pozostałymi gospodarkami rozwiniętymi. Szczególnie silnie widać to w porównaniu USA i Strefy Euro, gdzie Rezerwa Federalna zbliża się z miesiąca na miesiąc do podwyżek stóp procentowych a Europejski Bank Centralny pracuje nad kolejnymi programami luzowania polityki monetarnej. To właśnie otwiera drogę do dalszej aprecjacji dolara. Co jest jednak ciekawe, indeks dolara już w pierwszym tygodniu 2015 roku znalazł się wyżej niż wskazywałyby na to mediana prognoz największych instytucji finansowych ankietowanych przez agencję Bloomberg na pierwszy kwartał bieżącego roku. Bliskość prognoz na wszystkie 3 kwartały pokazuje, że większość analityków oczekuje wprawdzie korekty na dolarze zanim trend wzrostowy w długim terminie zostanie kontynuowany.” (05.01.2015)

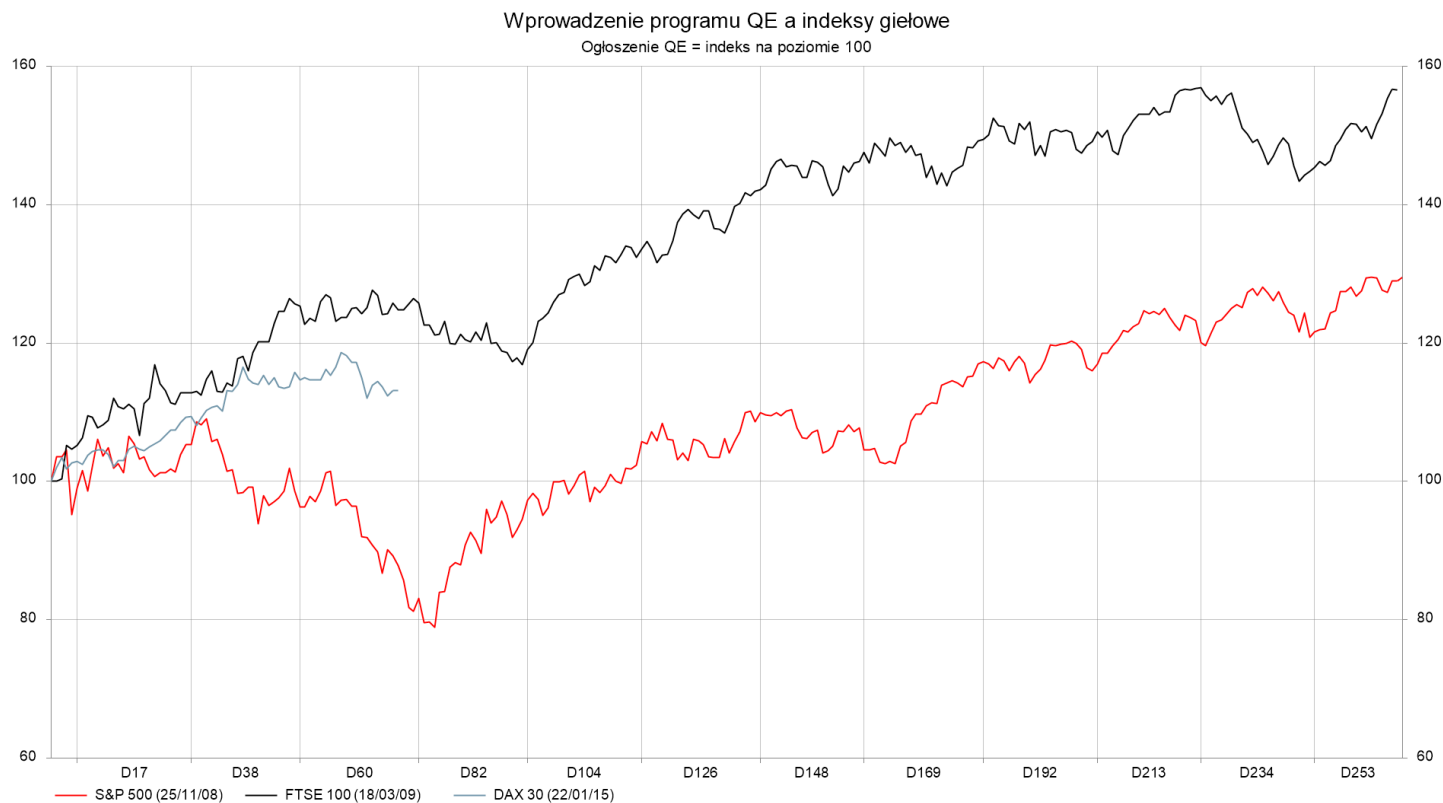
Jak widzimy, już w pierwszym kwartale 2015 roku zostały pokonane wszystkie poziomy docelowe wyznaczone przez analityków. Niedoszacowanie, czy też czeka nas znacząca korekta na dolarze?



Source: Thomson Reuters Datastream, investio.pl

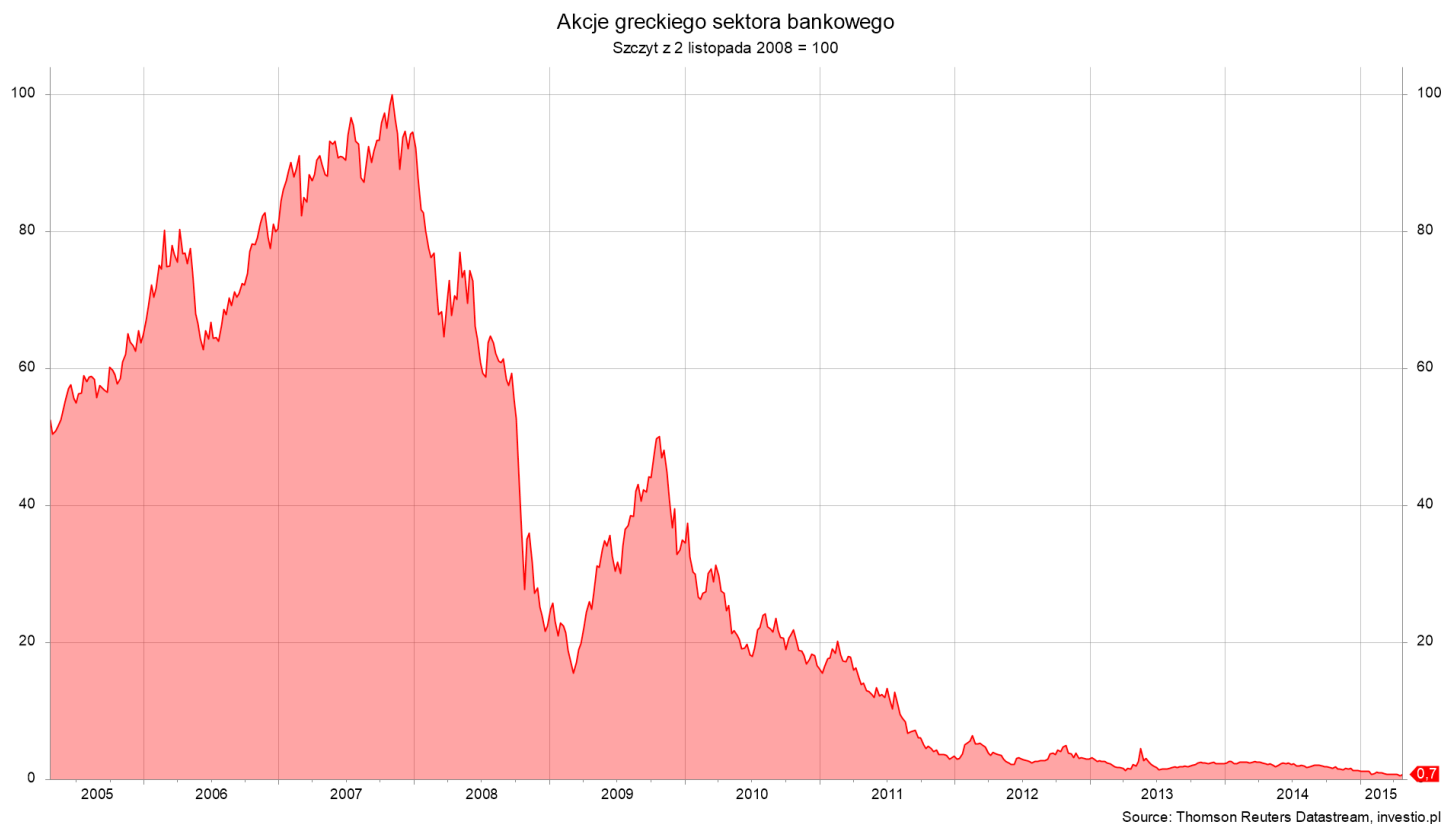
„Wprowadzenie programu Quantitative Easing przez Europejski Bank Centralny daje nadzieję inwestorom na giełdowych parkietach, iż hossa będzie kontynuowana. Warto więc sprawdzić jak wyglądało zachowanie indeksów giełdowych po wprowadzeniu QE w Stanach Zjednoczonych oraz w Wielkiej Brytanii. Dzisiejszy wykres tygodnia pokazuje, jak zachowywał się indeks SP500 na miesiąc przed wprowadzeniem programu QE w USA oraz miesiąc po a także jak zachowywał się indeks FTSE miesiąc przed i miesiąc po wprowadzeniu programu skupu aktywów w Wielkiej Brytanii. Indeksom zostały zmienione podstawy, tak że w dniu wprowadzenia QE ich wartość równa się sto. Zarówno w wypadku SP500 jak i FTSE100 indeksy spadały przed ogłoszeniem QE, po czym miesiąc po wprowadzeniu skupu aktywów rosły o ok. 10%. Obecnie sytuacja na indeksie DAX30 wygląda odmiennie, gdyż w ostatnim miesiącu indeks ten rósł. Czy to oznacza, że zachowanie indeksu po ogłoszeniu również będzie odmiennie? Nie powinno takie być. Prawdopodobieństwo leży po stronie wzrostów w kolejnym miesiącu.” (15.01.2015)

DAX30 po ogłoszeniu wprowadzenia QE w Strefie Euro dynamicznie zyskiwał, co ma miejsce do dnia dzisiejszego.

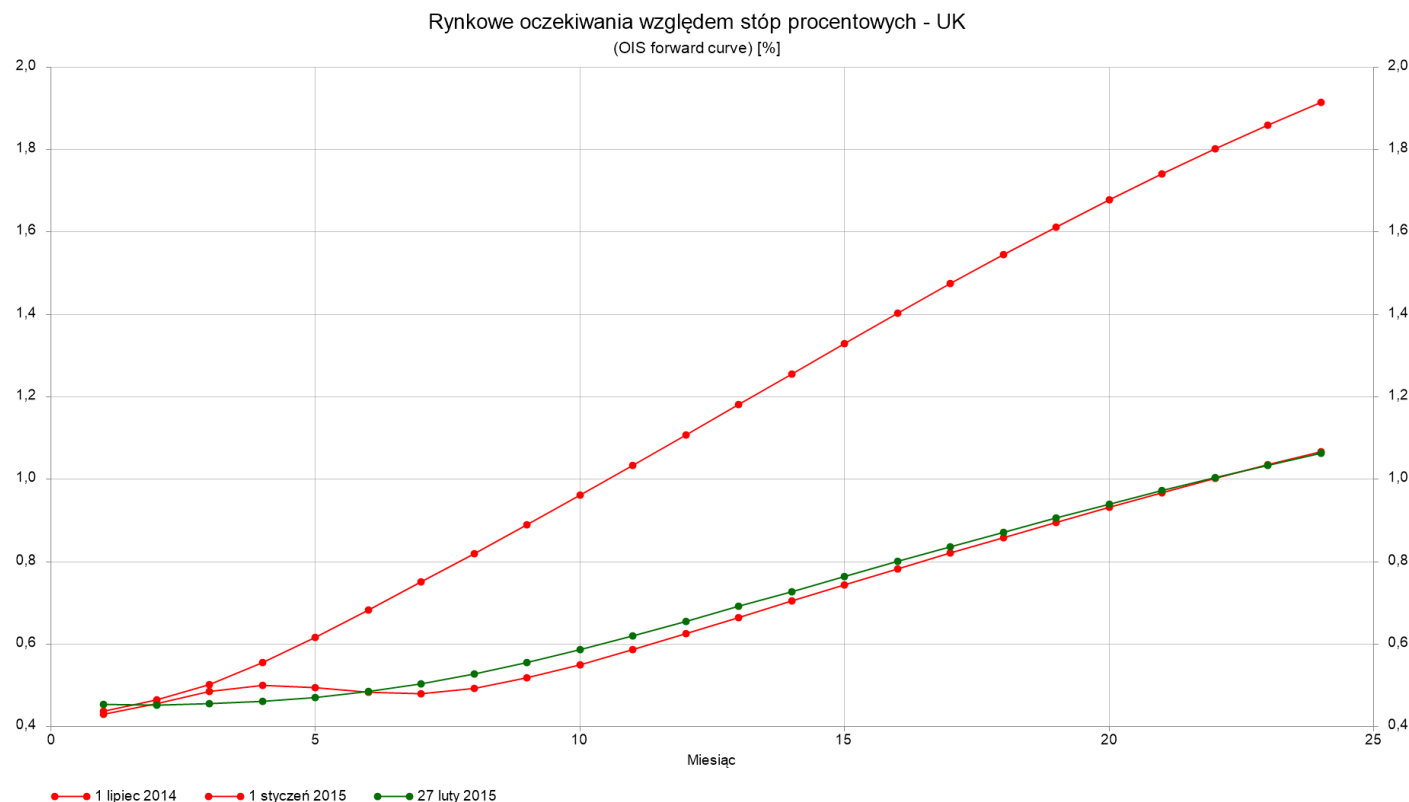




„W ostatnich dniach akcje greckiego sektora bankowego dynamicznie tracą z powodu odłączenia Grecji od taniego finansowania przez Europejski Bank Centralny, który przestał akceptować greckie obligacje, jako zastaw pod pożyczki. Tym samym sytuacja w greckim sektorze bankowym jest coraz bardziej napięta. Warto jednak spojrzeć na ten sektor w dłuższym horyzoncie czasowym, gdyż jego problemy trwają już nieprzerwanie od przeszło sześciu lat. Na ateńskim parkiecie indeks obejmujący akcje wszystkich notowanych banków kosztował w piątek zaledwie 0,87% tego, co w 2008 roku! Taka skala przeceny jest rzadkością, która pokazuje jak głęboki jest obecnie kryzys w Grecji.” (09.02.2015)

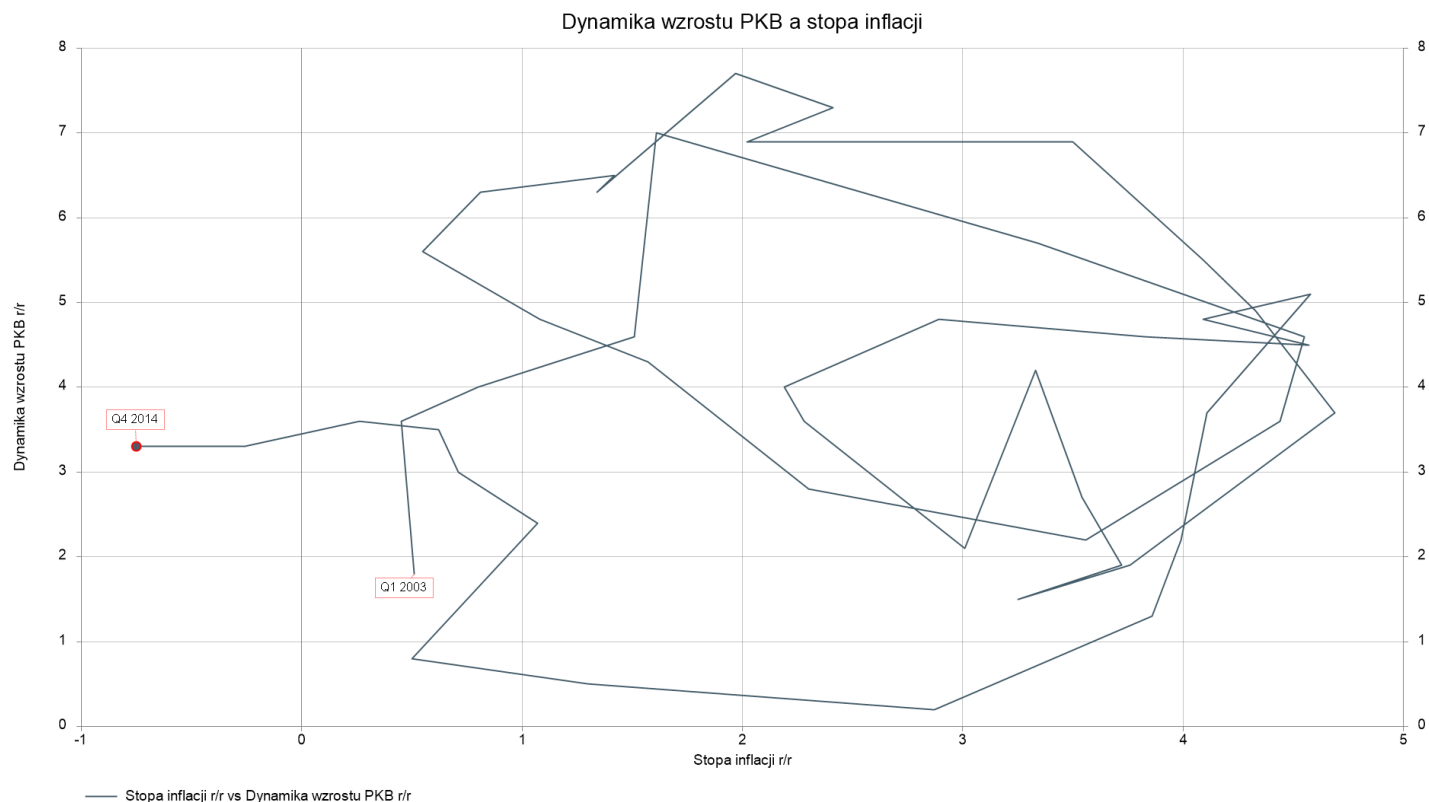


„W kontekście podwyżek stóp procentowych obecnie na rynku najczęściej mówi się o Stanach Zjednoczonych, natomiast na drugim miejscu znajduje się Wielka Brytania. W zeszłym tygodniu został opublikowany kwartalny raport na temat prognoz ścieżki inflacji jak i wzrostu gospodarczego przez Centralny Bank Anglii, po czym funt zaczął zyskiwać. Czy inwestorzy przyjęli raport ten, jako prognozę szybszych podwyżek stóp procentowych? Otóż nie. Obecnie poprzez notowania OIS (overnight indexed swap – swap stopy procentowej stałej do zmiennej, instrument używany przez dealerów na rynku międzybankowym) widać, iż oczekiwana krzywa dochodowości (pokazująca oczekiwane stopy procentowe w Wielkiej Brytanii) jest niższa niż na początku roku. Oznacza to, że publikowany raport nie zmienił zbyt wiele w



oczekiwaniach rynku, także aprecjacja funta ma inne podłoże. Warto zwrócić uwagę, że ponad pół roku temu, czyli w lipcu 2014 oczekiwania znajdowały się o wiele wyżej i zgodnie z nimi obecnie powinniśmy się zbliżyć do pierwszej podwyżki, co pokazuje jak bardzo na rynku może zmienić się panujący scenariusz.” (16.02.2015)

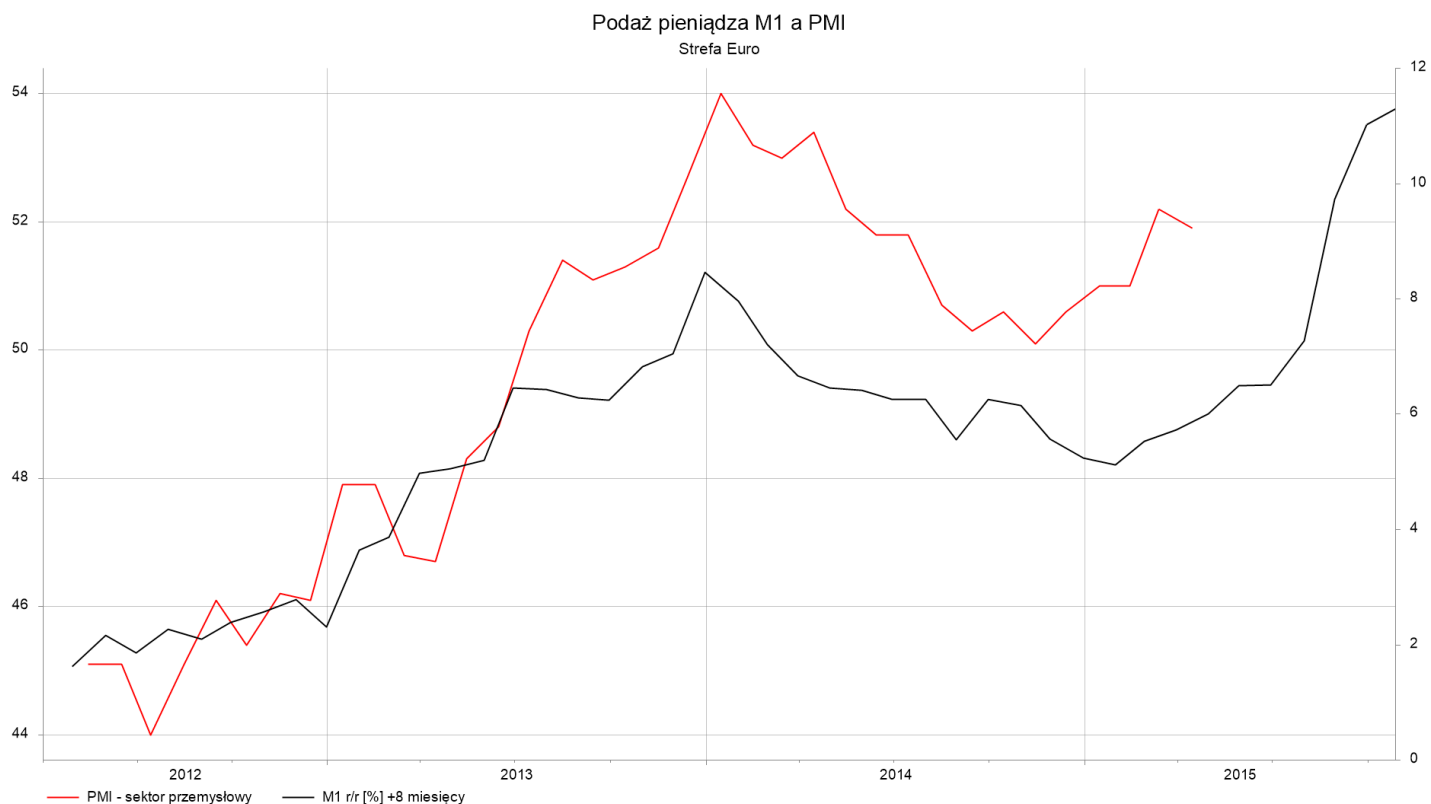
„W ostatnich miesiącach największe gospodarki mierzą się ze zjawiskiem niewidzianym od lat, czyli z deflacją. Wśród wielu komentarzy i dyskusji często spór zaczyna się w kwestii powiązania poziomu inflacji z poziomem wzrostu gospodarczego. Czy jeden dany poziom inflacji jest najbardziej sprzyjający dla wzrostu gospodarczego? Otóż nie. Dzisiejszy wykres tygodnia pokazuje, jak przy danym poziomie inflacji kształtował się wskaźnik dynamiki wzrostu PKB w Polsce. Każdy punkt, w którym następuje załamanie krzywej odpowiada stopie inflacji oraz stopie wzrostu PKB w kolejnych kwartałach. Deflacja jest zjawiskiem nowym, stąd brak danych sprawia, że prognozowanie jak będzie kształtował się wzrost PKB tylko pod kątem tego czynnika jest niemożliwe. Niemniej jednak dane z poprzednich lat pozwalają stwierdzić,



Source: Thomson Reuters Datastream, investio.pl

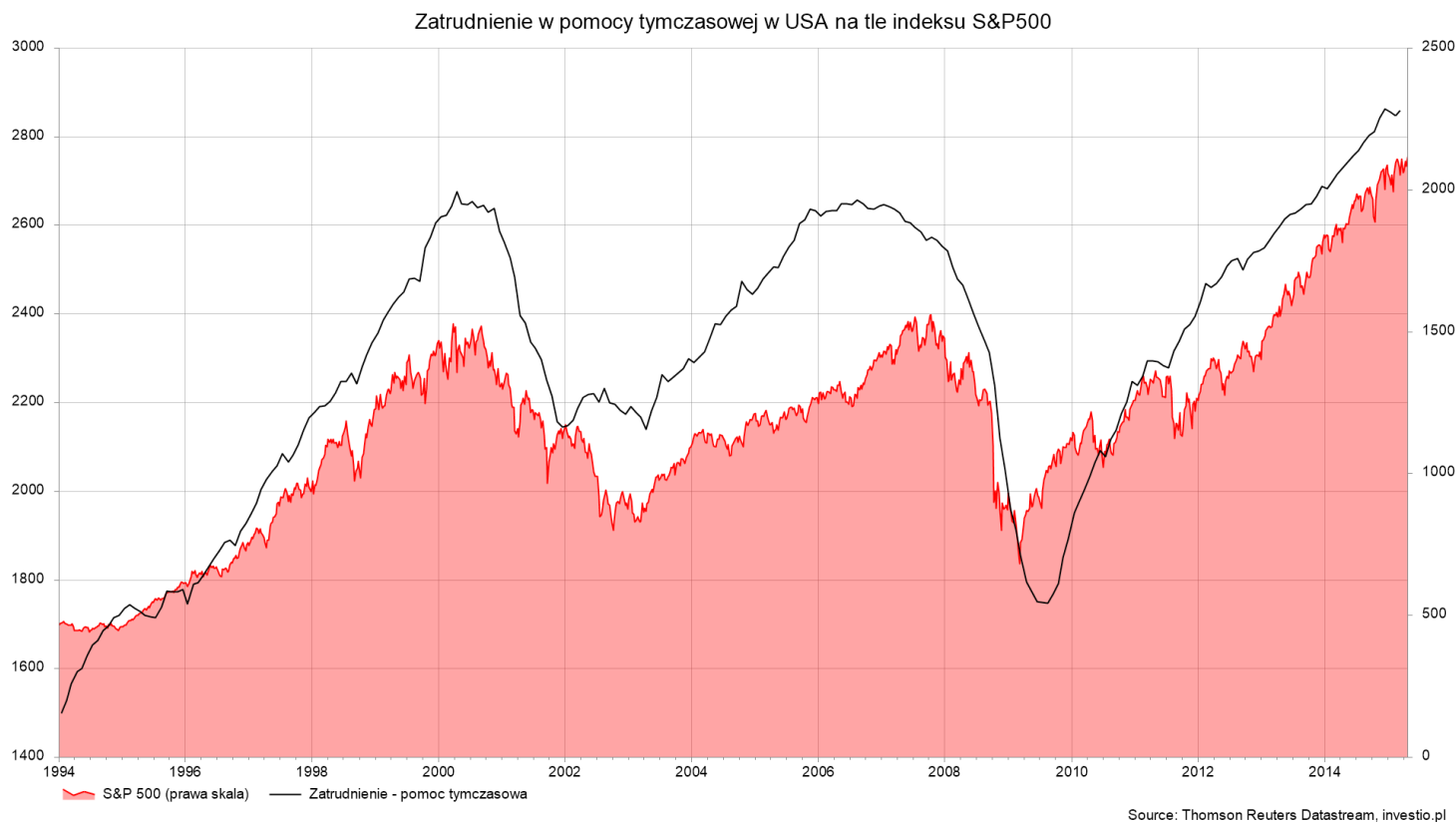
że nie ma jednoznacznego powiązania pomiędzy dynamiką wzrostu PKB a stopą inflacji.” (23.02.2015)

„Dzisiaj dowiedzieliśmy się, że poziom inflacji konsumenckiej w Strefie Euro wyniósł -0,3%, co jest odczytem zdecydowanie lepszym od prognoz. Czy jest to pierwszy sygnał mówiący o tym, że dołek spowolnienia w Strefie Euro jest już za nami? Jest to bardzo możliwe ze względu na wiele czynników. Prawdopodobnie w przyszłym miesiącu zobaczymy pierwszy przyrost akcji kredytowej od dwóch lat, co powinno zwiększyć aktywność w sektorze przedsiębiorstw. Pozytywnie prezentuje się także korelacja wyprzedzająca pomiędzy wskaźnikiem podaży pieniądza opisanego agregatem M1 (gotówka oraz środki na rachunkach bieżących w bankach) przesuniętym w przód o 8 miesięcy a wskaźnikiem PMI dla europejskiego sektora przemysłowego. Te dwie serie danych historycznie ściśle ze sobą korelują, co ma podłoże nie tylko



statystyczne, lecz także fundamentalne, co uwiarygadnia tę zależność. W związku z tym w kolejnych miesiącach spodziewam się, że aktywność w sektorze przedsiębiorstw przemysłowych będzie rosta, a to z kolei powinno poprawić oczekiwania względem pozostałych wskaźników makroekonomicznych dla Strefy Euro.” (02.03.2015)

„Piątkowe dane na temat zatrudnienia w sektorze pozarolniczym w Stanach Zjednoczonych, które okazały się być znacząco lepsze od prognoz przyczyniły się do spadków na indeksie SP500. Jedną z interpretacji takiego stanu rzeczy jest stwierdzenie, iż oczekiwania podwyżek stóp procentowych jak i same podwyżki szkodzą wzrostom na indeksach. Niemniej jednak jeżeli rozpatrzmy cykl podwyżek stóp procentowych na przestrzeni ostatnich 30 lat to się okazuje, że za każdym razem gdy stopy procentowe rosły to hossa na parkietach była kontynuowana. Dopiero zakończenie cyklu podwyżek jest sygnałem negatywnym. Stąd nie można danych NFP rozpatrywać, jako negatywnych dla SP500 ze względu na możliwość podwyżek stóp procentowych. Co ciekawe, sygnał płynię z jednego z komponentów odczytu NFP.

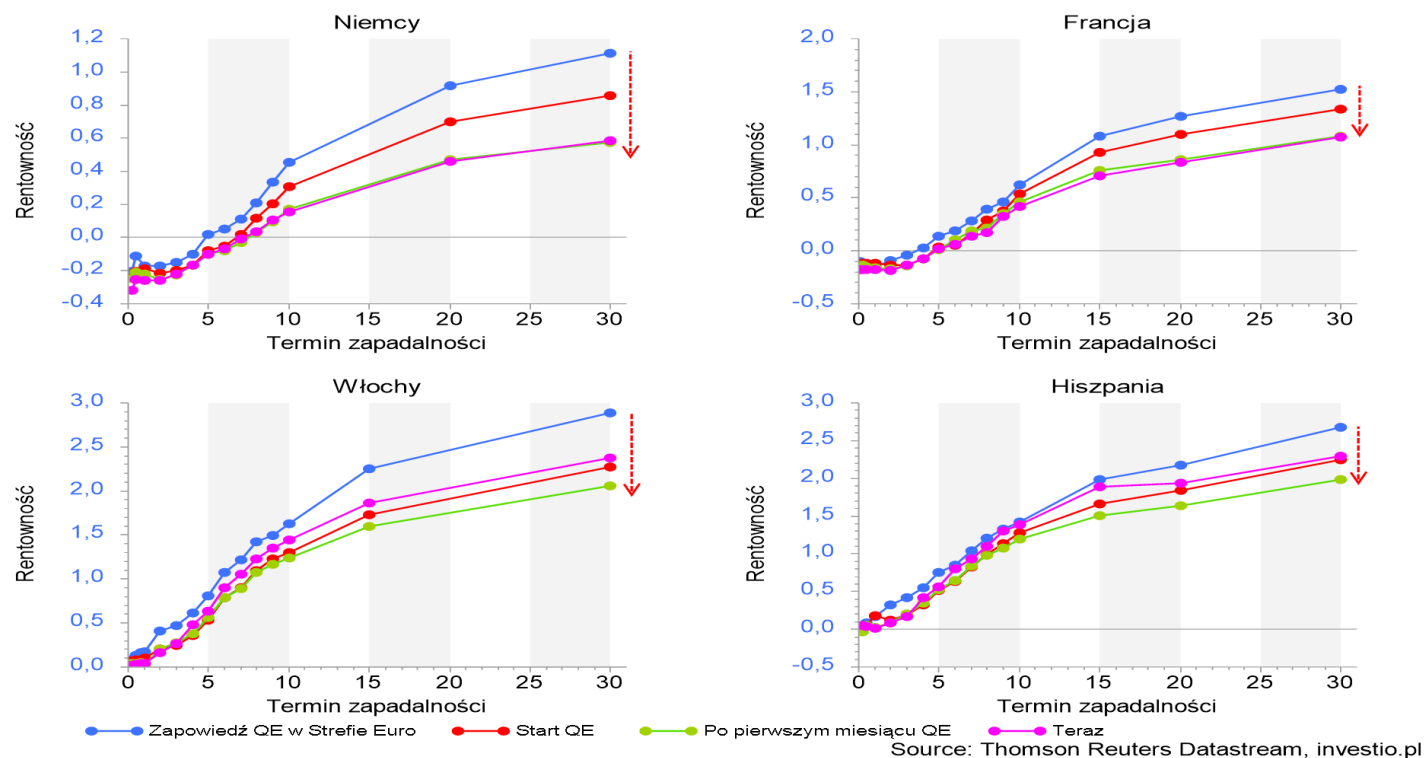


Payrolly obejmują kilkanaście sektorów, w tym sektor pomocy tymczasowej, który charakteryzuje się jednym z najwyższych wskaźników fluktuacji zatrudnienia. Jest to również sektor, który jest najbardziej wrażliwy na zmiany koniunktury. W wypadku oczekiwania pogorszenia aktualnej sytuacji pracownicy pomocy tymczasowej dostają zazwyczaj wypowiedzenia w pierwszej kolejności. Z tego powodu właśnie obserwacja tego sektora ma dużą wartość prognostyczną i co ciekawe bardzo dobrze prognozuje nawet najmniejsze korekty na SP500. W danych za luty widzimy spadki zatrudnienia w sektorze pomocy tymczasowej, co wzmaga potencjał wystąpienia korekty na amerykańskich parkietach.” (09.03.2015)

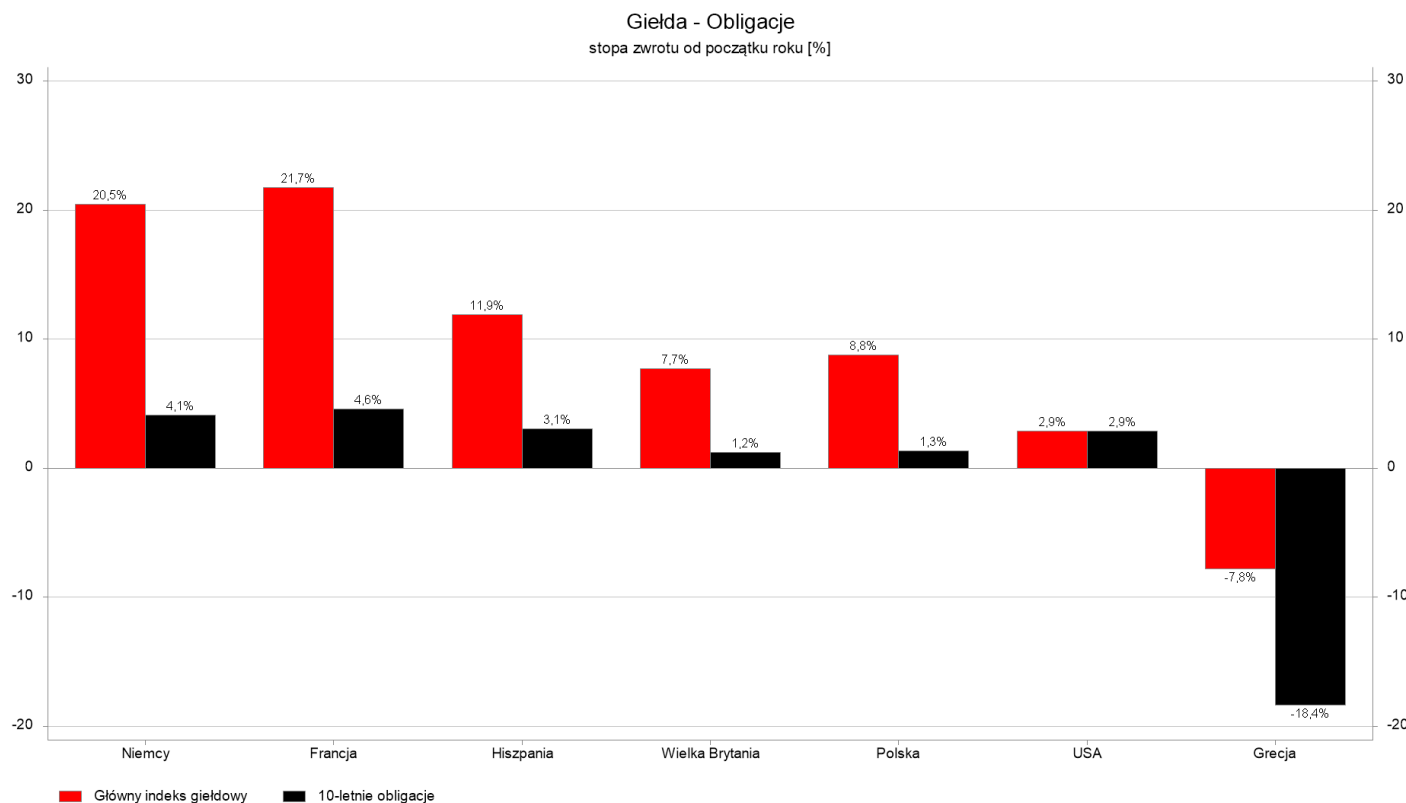
„Pierwszy tydzień programu QE w Strefie Euro jest już za nami. Jaki wpływ ma QE na rynek? Ostatnie dni wskazały jednoznacznie, że początek programu to przede wszystkim dynamiczna hossa na obligacjach (wzrost cen, spadek rentowności). Od czasu zapowiedzi wprowadzenia programu luzowania, co miało miejsce na posiedzeniu Europejskiego Banku Centralnego pod koniec stycznia, rentowności trzydziestoletnich obligacji wielu krajów spadły od 50 do nawet 100 punktów bazowych! Jest to sytuacja, która miała miejsce w niezliczonych momentach w przeszłości. Wpisuje się to jednak w scenariusz dla programu QE, który prezentowałem przed jego rozpoczęciem w komentarzach. W związku z tym, że EBC ustanowiło próg na poziomie stopy depozytowej (-0,2%) dla rentowności obligacji, które nadają się do skupu, zdecydowanie bardziej atrakcyjniejszy stał się długi koniec krzywej dochodowości. Papiery krótkoterminowe praktycznie w większości krajów Strefy Euro są na poziomie zerowym stąd inwestorom o wiele bardziej opłaca się kupować obligacje długoterminowe, które w następstwie odkupi EBC. W związku z tym krzywa dochodowości dla poszczególnych krajów Strefy Euro powinna się dalej spłaszczać w nadchodzących tygodniach.” (16.03.2015)

Hossa na obligacjach trwa w dalszym ciągu, co skutkuje spłaszczaniem się krzywych dochodowości.

Wpływ europejskiego programu QE (PSPP)

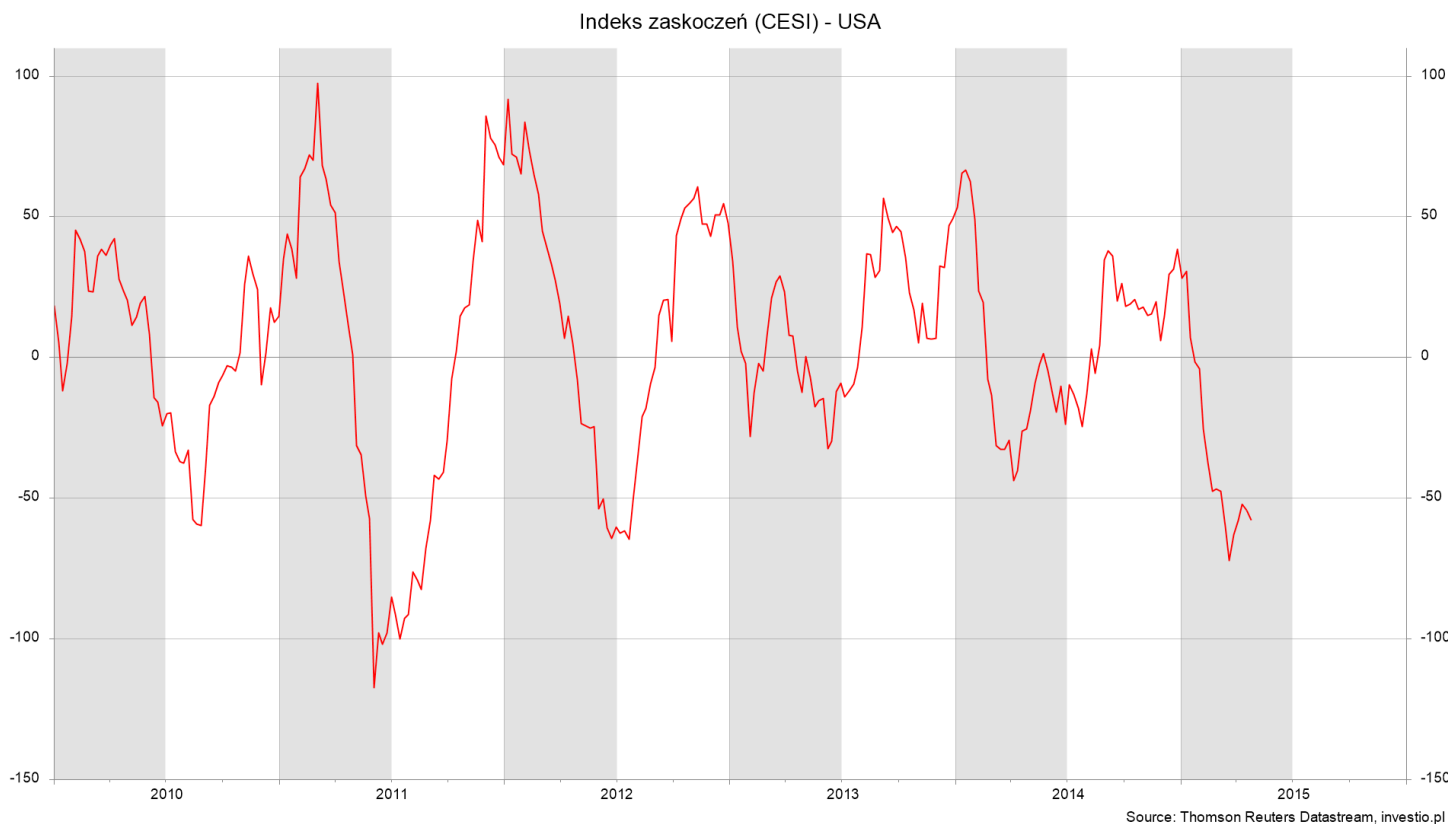


„Wprowadzenie programu Quantitative Easing w Strefie Euro zwróciło uwagę inwestorów naturalnie głównie na obligacje. Niemniej jednak wśród inwestorów indywidualnych pomimo, że CFD na dziesięciolatki największych krajów są dostępne na większości platform, handel na obligacjach nie jest popularny. Inaczej jest z indeksami giełdowymi, które są jednym z podstawowych instrumentów u większości traderów. Jak kształtują się do dnia dzisiejszego stopy zwrotu z indeksów giełdowych na tle obligacji? Jak widać na dzisiejszym wykresie tygodnia pomimo znaczącej hossy na obligacjach, to stopy zwrotu z indeksów giełdowych robią największe wrażenie. Sam DAX30 podczas niespełna 3 miesięcy 2015 roku urosł już o ponad 20%!” (23.03.2015)



Source: Thomson Reuters Datastream, investio.pl

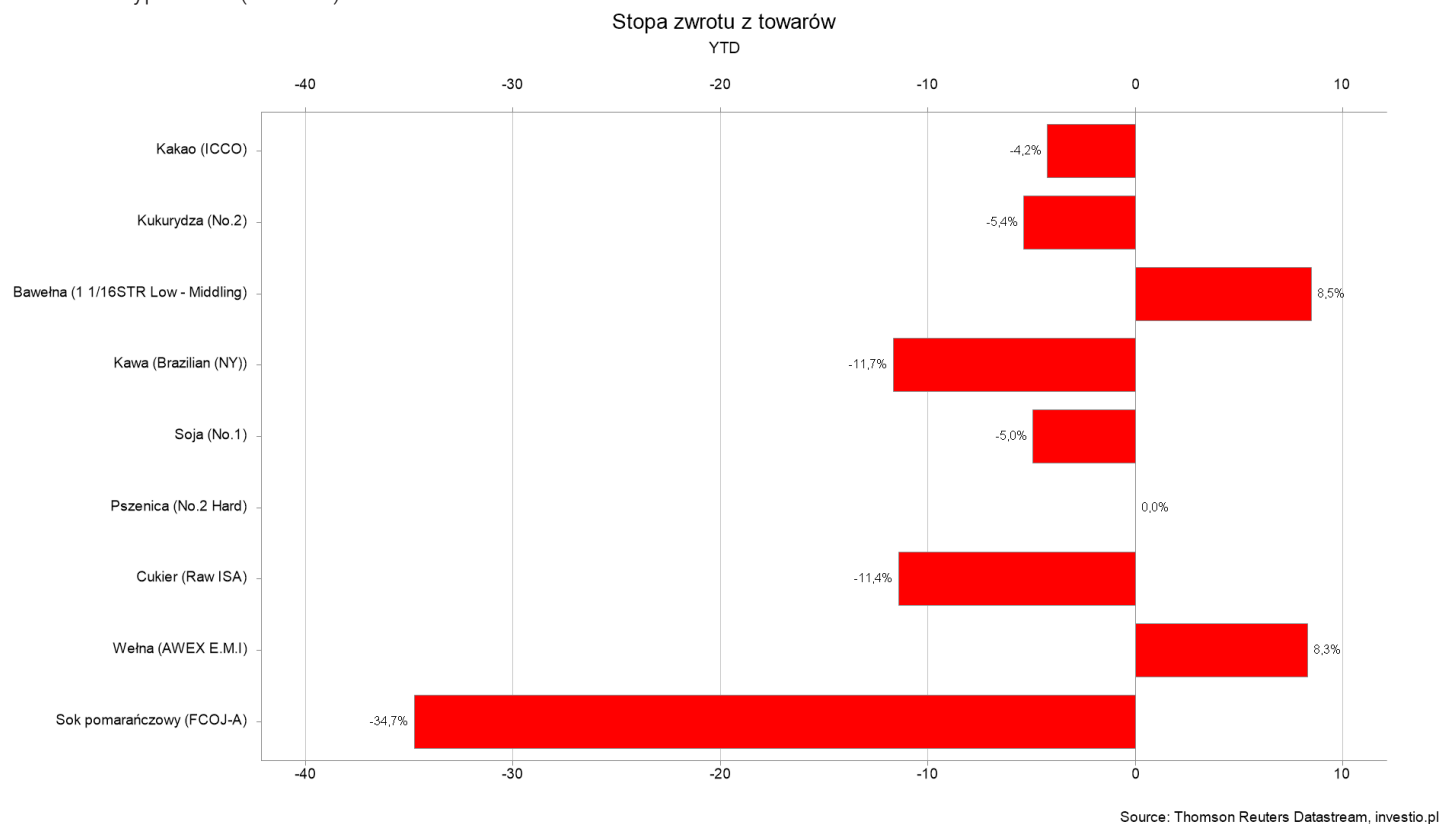
„Pierwszy kwartał bieżącego roku nie był specjalnie udany dla amerykańskiej gospodarki. Czy drugi kwartał a następnie drugie półrocze w USA będzie lepsze? Jednym z ujęć, w którym można to rozpatrywać jest spojrzenie na tzw. indeks zaskoczeń publikowany przez City. Pokazuje on syntetycznie, czy dane napływające z danej gospodarki są lepsze, czy też gorsze od oczekiwań. Nie zagłębiając się w metodologię obliczania indeksu, odczyty powyżej „0” oznaczają, że napływające dane są lepsze od rynkowego konsensusu, natomiast odczyty poniżej „0”, że dane są gorsze. Jak łatwo można zauważyć od początku roku notowania indeksu zdecydowanie tracą, co obrazuje wyniki amerykańskiej gospodarki w ostatnich miesiącach. Od początku roku praktycznie większość danych okazywała się gorsza od oczekiwań, co właśnie



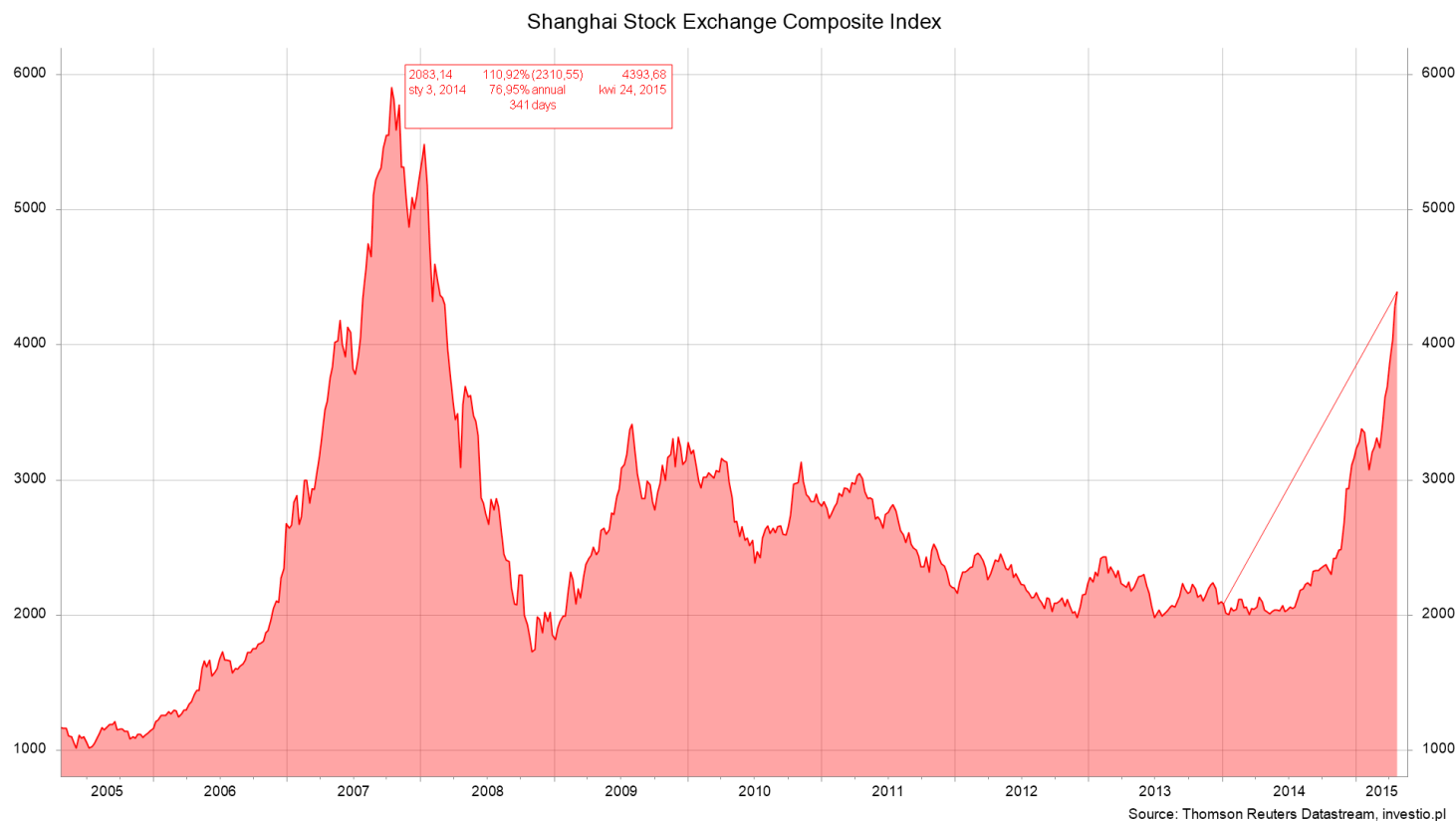
obrazuje indeks a co m.in. zmusiło FED do przekazania komunikatu rynkom, iż nie tylko rynek pracy się liczy. Warto jednak spojrzeć na ciekawą sezonowość na indeksie zaskoczeń dla Stanów Zjednoczonych. Szarym kolorem zostały zaznaczone pierwsze półrocza danego roku natomiast białym kolorem drugie półrocza. Od razu rzuca się w oczy, iż od 2010 roku zawsze pierwsze półrocze było słabe, aby w następnej części roku dane zaskakiwały pozytywnie. Czy tak też będzie tym razem? Na ten moment dużo na to wskazuje.” (30.03.2015)



„Dzisiejszy wykres tygodnia zwraca uwagę na towary, którym na co dzień poświęca się mniej uwagi, a które mają fundamentalne znaczenie dla globalnej gospodarki. To także te towary były podstawą stworzenia rynku instrumentów pochodnych, a więc i z tego powodu warto spojrzeć na ich notowania. Powyższy wykres przedstawia stopy zwrotu z towarów od początku roku do dnia dzisiejszego. Jak widać poza węglą oraz bawełną, których ceny w tym roku urosły o kilka procent, pozostała reszta towarów znacząco potaniała na przestrzeni ostatnich trzech miesięcy. Szczególnie widać to dobitnie po cenach soku pomarańczowego, cukru oraz kawy, które są tańsze już o kilkanaście procent. Wśród głosów napływających z rynku towarowego coraz częściej słychać, iż ceny części z tych towarów zbliżają się do prognozy rentowności, co powinno zahamować ich wyprzedaż.” (13.04.14)



„Najgorętszym tematem na początku tygodnia jest posunięcie Ludowego Banku Chin, który zdecydował się na obniżenie aż o 100 punktów bazowych stopy rezerw obowiązkowych do poziomu 18,5%. Taki ruch według szacunków ma uwolnić bilion juanów płynności, czyli ok. 200 miliardów dolarów. Takie posunięcie LBCh jest spowodowane coraz to słabszymi danymi napływającymi z Chińskiej gospodarki. Pokazuje to także, że zapewnienia któregośkolwiek banku centralnego na świecie, że nie podejmie jakiś decyzji niezależnie od panujących warunków są niewiele warte. Ludowy Bank Chin przez długi czas zastrzegał się, że nie podejmie się luzowania polityki monetarnej a tymczasem mamy już do czynienia z drugim cięciem stopy RRR w tym roku. To naturalnie jest pozytywnym sygnałem dla chińskiego indeksu giełdowego, który



od drugiego półrocza jest w niewyobrażalnej hossie. Tylko w ciągu tego roku, czyli w 76 dni Shanghai Composite Index urósł o 32%. Licząc od początku zeszłego roku jest to aż 113%! Chiński regulator widzi objawy bańki spekulacyjnej stąd wprowadził dodatkowe działania. Wśród nich pojawia się zwiększenie ilości akcji dopuszczonych do krótkiej sprzedaży, zezwolenie zarządzającym funduszami na pożyczanie akcji (zwiększenie wartości akcji dostępnych do krótkiej sprzedaży) czy ograniczenie dźwigni finansowej. Te czynniki mają wpłynąć na zbalansowanie rynku, które z kolei ma uchronić drobnych inwestorów przed potencjalnym efektem pęknięcia bańki spekulacyjnej.” (20.04.2015)

## „Quantitative Easing (QE) - Fakty i mity”

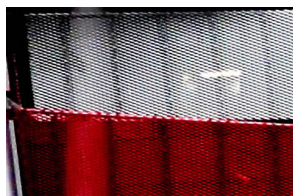
Szymon Nowak wyjaśnia:



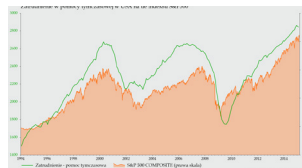
- Czy QE oznacza dodruk pieniądza?
- Dlaczego w żadnym kraju prowadzącym QE nie ma problemu hiperinflacji?
- Jaki wpływ ma program QE na rynek akcji oraz rynek walutowy?
- W jakim celu bank centralny wprowadza QE?
- Czy w Strefie Euro program QE zadziała?
- Jak działa mechanizm QE?

**Bezpłatne nagranie ze szkolenia na żywo >>**

Przeczytaj  
również



Investio o Polsce  
W oczekiwaniu na  
hossę na GPW  
kwiecień 2015



Economic Trends  
Termin podwyżki stóp  
procentowych w USA  
marzec 2015



Economic Trends  
Era taniego pieniądza  
styczeń 2015

Autorzy

**Szymon Nowak**

szymon.nowak@investio.pl

Dział Analiz

**Dział Analiz**

analizy@investio.pl  
http://analizy.investio.pl

**Piotr Baron**

+48 604 114 066  
piotr.baron@investio.pl

**Marcin Tuszkiewicz**

+48 517 489 597  
marcin.tuszkiewicz@investio.pl

**Investio Sp z o.o.**

ul. Michała Życzkowskiego 14,  
31-864 Kraków

NIP 6751476261, REGON  
122572615, KRS 0000439216  
Kapitał zakładowy: 60 000 zł, w  
pełni opłacony

Partnerzy  
Serwisu



Wykresy zostały sporządzone przy wykorzystaniu Reuters DataStream.

Treści przedstawione w niniejszym raporcie zostały przygotowane dla osób prywatnych, z należytą starannością i w oparciu o najlepszą wiedzę ich autorów. Mają one charakter informacyjny i nie stanowią rekomendacji ani porady inwestycyjnej w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715) w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców. Ich autorzy i serwis Investio.pl nie ponoszą odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie wyżej wymienionych treści, a w szczególności za straty z nich wynikłe.