

The background of the image is a semi-transparent red overlay on a screenshot of a financial trading platform. It features two main charts: a line chart for EURUSD (Bid) with a price of 1.35379 and a Heikin Ashi candlestick chart for Gold, spot (Bid) with a price of 1.276,820. A table of market data is visible on the left side of the EURUSD chart. The text is centered over these elements.

WPROWADZENIE DO GOSPODARKI I RYNKU FINANSOWEGO

dr hab. Radosław Pietrzyk
wersja podstawowa

Spis treści

1. Wskaźniki makroekonomiczne
2. Wskaźniki wyprzedzające
3. Elementy polityki państwa i jej wpływ na gospodarkę
4. Istota działania rynku stopy procentowej
5. Kształtowanie się cen na rynku
6. Wpływ globalnej gospodarki i innych czynników na rynek finansowy

Po zakończeniu studiowania tego rozdziału, czytelnik powinien umieć wykonać następujące zadania:

- » Wskazać najważniejsze charakterystyki rozwoju gospodarczego
- » Wskazać i scharakteryzować składowe PKB
- » Wskazać podstawowe segmenty rynku finansowego i wymienić ich cechy oraz funkcje
- » Wskazać i krótko scharakteryzować najważniejsze polityki państwa
- » Potrafić określić aktualną fazę cyklu koniunkturalnego i wskazać świadczące o tym wskaźniki
- » Wskazać wpływ najważniejszych wskaźników makroekonomicznych na zachowania inwestorów

1

PODSTAWOWE CHARAKTERYSTYKI GOSPODARKI

Co to jest makroekonomia?

1

Makroekonomia to dział ekonomii, który bada zjawiska obejmujące całą gospodarkę. Bada powiązania między konsumpcją i inwestycjami, dochodami i wydatkami budżetu, poziomem zatrudnienia i bezrobocia czy też inflacją. Makroekonomia obejmuje zatem procesy globalne, które angażują wszystkie podmioty funkcjonujące w gospodarce kraju.

Podstawy analizy makroekonomicznej są niezbędne każdemu inwestorowi, gdyż to właśnie rynek giełdowy jest odzwierciedleniem całej gospodarki. Znajomość podstawowych pojęć ekonomicznych i procesów zachodzących w gospodarce pomaga w rozumieniu funkcjonowania całego rynku finansowego i jego zmienności. Analiza makroekonomiczna pokazuje zatem wpływ gospodarki na rynek. Jednocześnie gospodarkę tworzą podmioty będące przedmiotem inwestycji na rynku, a więc ich kondycja i funkcjonowanie całego rynku wpływa również na gospodarkę.

Aby prawidłowo analizować gospodarkę i procesy makroekonomiczne w niej zachodzące musimy najpierw poznać jej najważniejsze charakterystyki.

Czym jest Produkt Krajowy Brutto i jaka jest jego struktura?

2

Produkt krajowy brutto (PKB) to miernik odzwierciedlający stan koniunktury w gospodarce. Jest najczęściej stosowanym miernikiem, pomimo faktu, że jest powszechnie krytykowany, gdyż nie odzwierciedla właściwie poziomu bogactwa w kraju i poziomu bogactwa przeciętnego obywatela. Ogólnie można go zdefiniować jako globalną wartość dóbr i usług na terenie danego kraju w określonym czasie (najczęściej roku).

1. Podstawowe charakterystyki gospodarki

Ogólny poziom PKB wskazuje na siłę gospodarki w świecie. Z danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego wynika, że w 2017 r. cała gospodarka światowa wytworzyła dobra i usługi warte niemal 80 bilionów dolarów. W tym samym czasie gospodarka Stanów Zjednoczonych osiągnęła poziom niemal 20 bilionów dolarów, co stanowi około 25% całej gospodarki światowej. Na drugim miejscu jest gospodarka Chin, której udział w gospodarce światowej przekroczył 15%. Jeżeli uznamy Unię Europejską za jeden organizm gospodarczy, to jej udział będzie większy od Chin i wyniesie ponad 21,7%. Polska w tym zestawieniu znajduje się na 22 miejscu wyprzedzając między innymi Szwecję, Belgię i Norwegię.

Tabela 1.1. Lista państw wg PKB (2017)

Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy

Lp	Państwo	PKB w mln USD	PKB na 1 mieszkańca w USD
1.	Stany Zjednoczone	19 390 600	59 501
---	Unia Europejska	17 308 862	41 339
2.	Chiny	12 014 610	8 643
3.	Japonia	4 872 135	38 440
4.	Niemcy	3 684 816	44 550
5.	Wielka Brytania	2 624 529	39 735
6.	Indie	2 611 012	1 983
22.	Polska	614 190	13 823

Podstawowy wskaźnik PKB nie uwzględnia jednak wielkości kraju liczonej liczbą jego mieszkańców. Pomiar bogactwa obywateli mierzy się zatem wskaźnikiem PKB podzielonym przez liczbę mieszkańców, a więc **PKB na 1 mieszkańca (per capita)**. Dopiero taki wskaźnik może nam powiedzieć coś o poziomie życia obywateli.

Jeżeli spojrzymy na zestawienie krajów pod kątem PKB na 1 mieszkańca to otrzymamy zupełnie inne zestawienie. Na jego czele znajduje się Luksemburg z kwotą 105 803 dolarów wytworzonych dóbr i usług na 1 mieszkańca. Na drugim miejscu jest Szwajcaria z wartością 80 tysięcy, a na trzecim Makau, specjalny region administracyjny Chin, z kwotą ponad 77 tys. dolarów. Jeżeli uwzględnimy w zestawieniu jedynie niepodległe kraje to na trzecim miejscu znalazłaby się Norwegia z PKB na 1 mieszkańca w kwocie ponad 74 tys. dolarów.

W tym zestawieniu Polska znajduje się dopiero na 56. miejscu, wyprzedzając jedynie 3 kraje Unii Europejskiej: Chorwację, Rumunię oraz Bułgarię.

Tabela 1.2. Lista państw wg PKB per capita

Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy

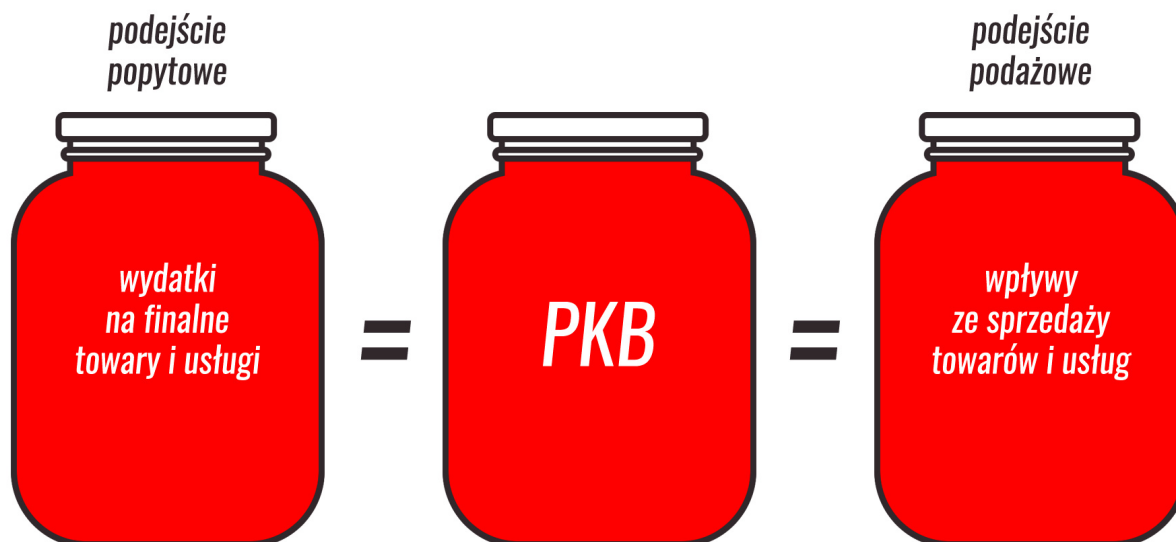
Lp	Państwo	PKB na 1 mieszkańca (per capita) w USD (w mln USD)
1,	Luksemburg	105 803
2.	Szwajcaria	80 591
---	Makau (Chiny)	77 451
3.	Norwegia	74 941
4.	Irlandia	70 638
5.	Islandia	70 332
6.	Katar	60 804
7.	Stany Zjednoczone	59 501
56.	Polska	13 823

Na PKB można spojrzeć zarówno od strony podażowej (produkcji przedsiębiorstw) jak i od popytowej. Oba podejścia prowadzą do tego samego wyniku, gdyż łączny popyt odpowiada łącznej podaży.

1. Podstawowe charakterystyki gospodarki

Rysunek 1.1. Składowe PKB

Źródło Opracowanie własne



W pierwszym przypadku posłużmy się następującą definicją:

Produkt krajowy brutto (PKB) jest miarą wielkości produkcji wytworzonej przez czynniki wytwórcze zlokalizowane na terytorium danego kraju, niezależnie od tego, kto jest ich właścicielem.

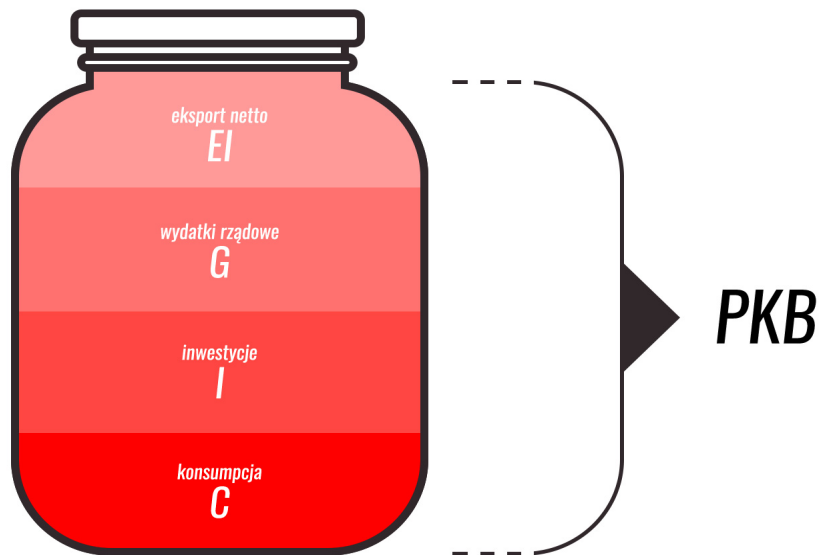
Inaczej mówiąc PKB to wartość wszystkich towarów i usług finalnych, które zostały wytworzone na terytorium danego kraju. Taki sposób kalkulacji nazywamy właśnie podejściem podażowym. Składowymi PKB w tym podejściu są:

- dochody z pracy (wynagrodzenia),
- dochody z kapitału,
- dochody państwa,
- amortyzacja.

Inaczej wygląda sytuacja jeżeli na PKB spojrzemy od strony popytowej. Na PKB składa się zarówno popyt na finalne towary i usługi w kraju jak i popyt na nie poza jego granicami. Popyt ten zwykle rozdziela się na 4 elementy (składowe PKB): konsumpcję, inwestycje, wydatki rządowe oraz eksport netto.

Rysunek 1. 2. Składowe PKB

Źródło Opracowanie własne

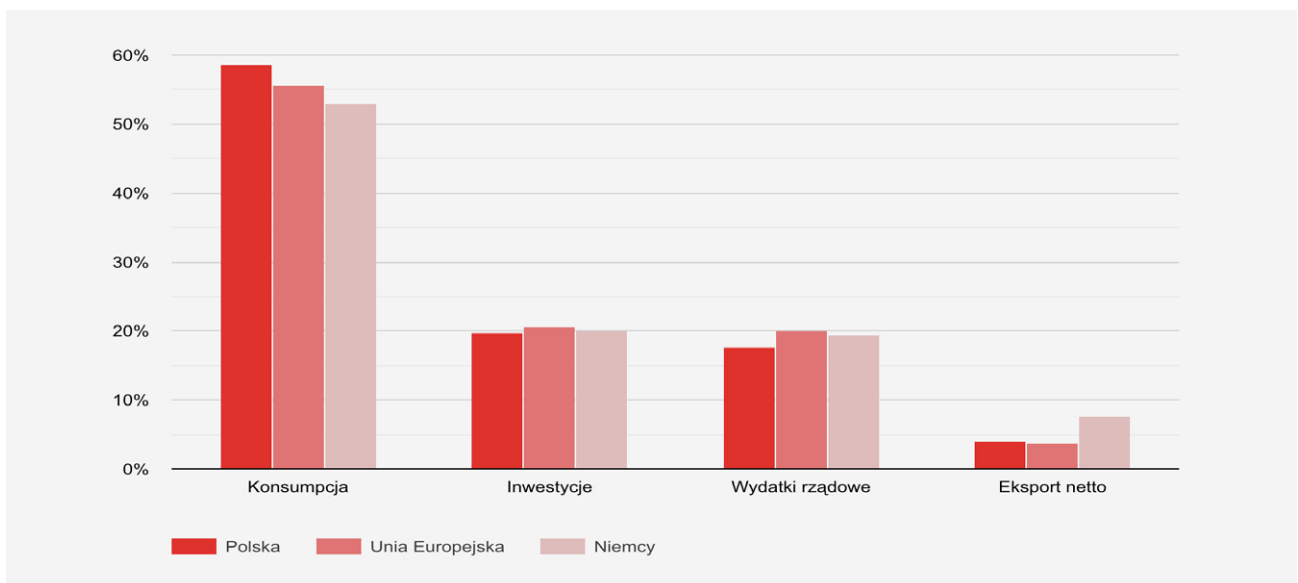


PKB możemy zatem wyrazić jako sumę czterech jego składowych.

$$\text{PKB} = C + I + G + EI$$

Rysunek 1. 3. Składowe PKB w Polsce, Niemczech i Unii Europejskiej

Źródło: na podstawie danych Eurostat (<https://ec.europa.eu/eurostat/data/database>)



1. Podstawowe charakterystyki gospodarki

Konsumpcja to inaczej popyt na dobra i usługi finalne ze strony gospodarstwa domowych. W Polsce konsumpcja stanowi największy udział w PKB (wg danych za 2017 r. było to ponad 58%).

Poziom konsumpcji gospodarstw domowych zależy głównie od:

- dochodu dyspozycyjnego (dochodu po opłaceniu podatków oraz składek na ubezpieczenia społeczne i zdrowotne) – wielkość tego dochodu wpływa bezpośrednio na możliwość realizowania konsumpcji - im większy dochód dyspozycyjny tym większe wydatki konsumpcyjne;
- poziomu bezrobocia (zarówno bieżącego jak i oczekiwanego) – niski poziom bezrobocia wpływa bezpośrednio na wartość środków finansowych, którymi dysponują gospodarstwa domowe i które mogą zostać przeznaczone na konsumpcję. Z kolei niski poziom bezrobocia oczekiwanego sprzyja zwiększeniu poczucia bezpieczeństwa, a co za tym idzie zwiększa skłonność do wydawania pieniędzy, a nie kumulowania oszczędności;
- **skłonności do oszczędzania i bieżącej stopy oszczędności** – większa skłonność do oszczędzania i wysoka stopa oszczędności obniża bieżącą konsumpcję wpływając ujemnie na tę składową PKB, ale może wpływać pozytywnie na poziom inwestycji oraz na przyszłą konsumpcję (środki z oszczędności mogą łagodzić również spadki konsumpcji w okresie słabej koniunktury gospodarczej);
- dostępności oraz kosztów kredytu dla gospodarstw domowych – niskie koszty oraz łatwość pozyskania finansowania zewnętrznego sprzyja zwiększaniu wydatków gospodarstw domowych i tym samym wpływa pozytywnie na tę składową PKB;
- podatków (wysokości i ich struktury) – niskie podatki zwiększają zasób środków, którymi dysponują gospodarstwa domowe i pozwalają na zwiększanie konsumpcji, struktura podatków (np. pośrednich) również może wpływać na zwiększenie lub zmniejszenie konsumpcji.

Inwestycje to suma środków przedsiębiorstw wydatkowanych na nabycie składników majątku trwałego oraz zapasy. Jest to drugi co do wielkości składnik PKB (wg danych za 2017 r. stanowił on w Polsce ponad 19%).

Poziom inwestycji w przedsiębiorstwach zależy głównie od:

- oczekiwań wobec kształtowania się koniunktury gospodarczej, a co za tym idzie kształtowania się popytu na rynku – oczekiwania wzrostu gospodarczego i wzrostu popytu skłaniają przedsiębiorców do inwestycji w celu zwiększenia podaży towarów i usług;
- aktualnego wykorzystania mocy produkcyjnych w przedsiębiorstwach – wolne moce produkcyjne pozwalają na zwiększanie produkcji bez nakładów inwestycyjnych, a ich brak skłania do ponoszenia nakładów inwestycyjnych na ich zwiększenie;
- bieżących dochodów oraz planowanych zysków z inwestycji przedsiębiorstw – większe bieżące dochody zwiększają stabilność finansową przedsiębiorstw, a większe planowane zyski z inwestycji podnoszą rentowność inwestycji; są zatem bodźcem do ponoszenia większych nakładów inwestycyjnych;
- dostępności i kosztu różnych źródeł finansowania (kredyty, emisja akcji, emisja obligacji) – większa dostępność i niższy koszt pozyskania kapitału obniża ryzyko, większa rentowność inwestycji, skłania zatem do podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Wydatki rządowe stanowią sumę wydatków państwa przeznaczoną za zakup dóbr i usług. Jest to również istotny składnik PKB, który w Polsce stanowi ok. 18%.

Poziom wydatków rządowych zależy głównie od:

- łącznej wysokości dochodów państwa – wysokość wydatków rządowych zależy bezpośrednio od dochodów budżetowych;
- prowadzonej polityki fiskalnej (struktury i wysokości podatków) – zwiększanie stawek podatkowych lub zmiana struktury podatków podwyższająca obciążenia podatkowe zwiększa środki, którymi dysponuje państwo i pozwala na zwiększanie wydatków;
- struktury wydatków państwa i priorytetów prowadzonej polityki budżetowej – w ramach budżetu państwo może zmieniać priorytety i strukturę wydatków, aby zwiększać wydatki budżetowe za zakupy towarów i usług;
- ograniczeń wynikających z przyjętych limitów długu publicznego oraz deficytu budżetowego – ograniczenia dotyczące deficytu

1. Podstawowe charakterystyki gospodarki

budżetowego (3% PKB) oraz długu publicznego (60% PKB) uniemożliwiają nieograniczone podnoszenie wydatków rządowych.

Eksport netto stanowi różnicę pomiędzy eksportem oraz importem. Eksport to wartość wszystkich towarów i usług, które zostały sprzedane poza granicami kraju, a import to wartość wszystkich towarów i usług, które zostały wytworzone poza granicami, a sprzedane na rynku krajowym. Takie zestawienie wartości eksportu i importu towarów i usług nazywane jest bilansem handlowym. W przypadku, gdy kraj eksportuje więcej niż importuje mamy do czynienia z dodatnim bilansem handlowym (pozytywny wpływ na PKB), a w przypadku odwrotnym z ujemnym bilansem handlowym (ujemny wpływ na PKB). Poziom polskiego eksportu w 2017 r. wyniósł ponad 54% PKB, a importu ponad 50%, co spowodowało, że eksport netto stanowił ok. 4% PKB, a więc miał dodatni wpływ na łączną jego wartość.

Dla gospodarki korzystniejsza jest zatem przewaga eksportu nad importem, gdyż zwiększa PKB, wpływa pozytywnie na rynek pracy i zwiększa dochody z pracy i kapitału.

Wielkość importu i eksportu, a co za tym idzie bilans handlowy kraju zależy głównie od następujących czynników:

- konkurencyjności gospodarki (cen produktów krajowych oraz ich jakości) – niższe ceny produktów krajowych i ich wyższa jakość sprawiają, że są chętniej kupowane poza granicami, dzięki czemu zwiększa się ich eksport;
- kursu walutowego – wysoki kurs walut obcych (słaba waluta krajowa) sprawia, że eksporterzy dostają więcej pieniędzy w walucie krajowej za wyeksportowane towary i usługi, tym samym rośnie rentowność eksportu lub eksporterzy są w stanie obniżyć ceny w walucie obcej zwiększając wielkość eksportu, co z kolei powoduje, że dobra importowane są droższe (może to zwiększać inflację), a więc maleje import,
- poziomu ceł, podatków i innych ograniczeń w handlu zagranicznym – niskie cła lub ich brak zwiększają wymianę handlową, zatem niskie cła i brak ograniczeń w handlu jest szczególnie pożądany w przypadku krajów, z którymi występuje nadwyżka eksportu nad importem;

- zawartych umów handlowych – rozwiązania zawarte w umowach handlowych mogą ułatwiać prowadzenie handlu i zwiększać jego bezpieczeństwo;
- innych regulacji prawnych – regulacje prawne wspierające eksport lub import wpływają na ich poziom oraz rentowność, często ocena poszczególnych regulacji może zależeć od konkretnych sektorów gospodarki lub nawet pojedynczych spółek;
- dostępności surowców naturalnych (np. ropy naftowej i gazu) – brak wystarczającej ilości surowców naturalnych powoduje konieczność ich importu, co z kolei wpływa na saldo handlu zagranicznego, ten rodzaj importu jest trudny do ograniczenia;
- fazy cyklu koniunkturalnego, zarówno w kraju jak i za granicą – wzrost gospodarczy u głównych odbiorców importu powoduje jego zwiększenie, z kolei wzrost gospodarczy w kraju wzmacnia import, szczególnie dóbr luksusowych.

Przykład. Policz PKB, jeżeli jego składowe wynoszą:

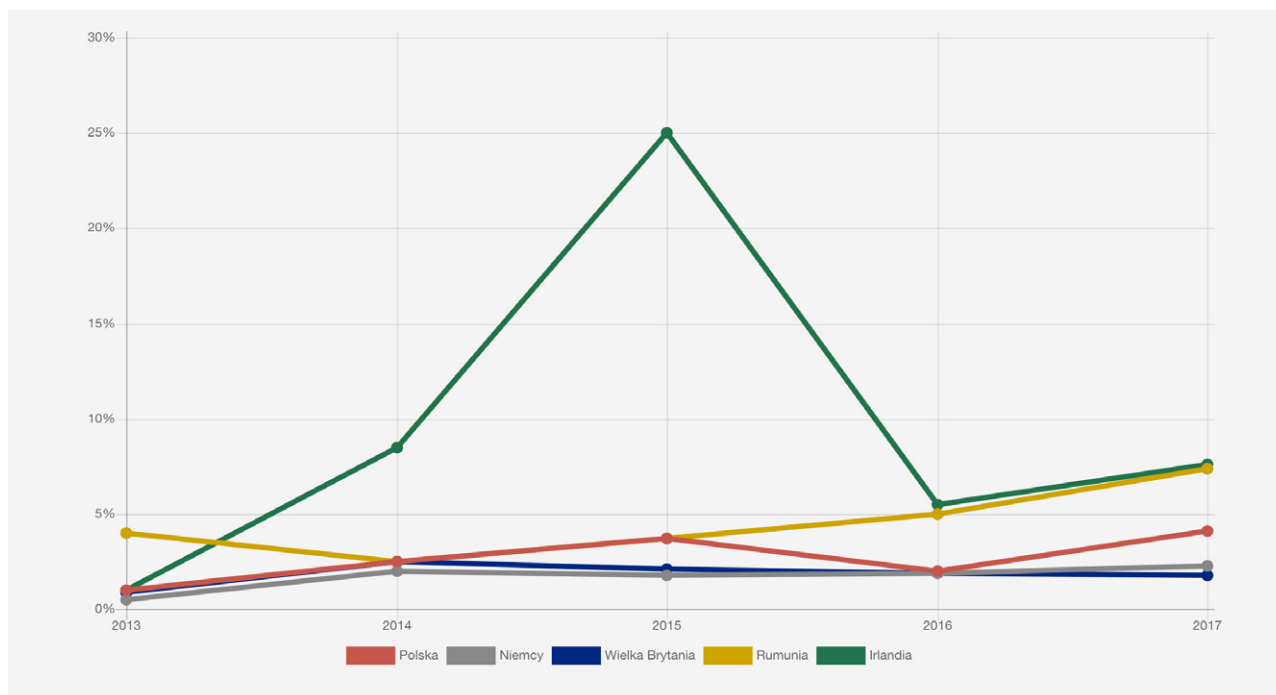
Składowa PKB	Wartość (w mln)
Konsumpcja	1 268 486
Inwestycje	534 457
Wydatki rządowe	621 654
Eksport	928 985
Import	954 854

Jednym z najważniejszych wskaźników, które pokazują stan koniunktury gospodarczej (czy kraj się rozwija, czy nie i w jakim tempie) jest tempo wzrostu PKB. Określa ono procentowy wzrost wartości produkcji dóbr i usług. Podawany jest zwykle jako realny wzrost PKB (wzrost skorygowany o poziom inflacji).

1. Podstawowe charakterystyki gospodarki

Rysunek 1.4. Kształtowanie się wzrostu PKB w Polsce i wybranych krajach Unii Europejskiej w latach 2013-2017

Źródło: dane Banku Światowego (<https://data.worldbank.org>)



Cykle koniunkturalne oraz ich wpływ na wycenę instrumentów finansowych i dobór odpowiednich instrumentów finansowych do własnego portfela inwestycyjnego w określonych fazach cyklu, szerzej omówimy w podrozdziale 3. oraz Rozdziale 6.

3

Czym jest Inflacja?

Oceniając sytuację gospodarczą w kraju warto spojrzeć również na inne wskaźniki makroekonomiczne. Do ważniejszych należy wskaźnik inflacji. Może on być bardzo różnie definiowany.

Ogólnie wskaźnik inflacji możemy określić jako wskaźnik wzrostu cen towarów i usług w gospodarce. Informuje on nas zatem o średnim wzroście cen na rynku.

Konsekwencją inflacji jest spadek siły nabywczej pieniądza, a więc spadek jego wartości (za tę samą kwotę możemy kupić mniej towarów i usług). Procesem odwrotnym do inflacji jest deflacja (spadek ogólnego poziomu cen, wzrost siły nabywczej pieniądza). Do najważniejszych wskaźników inflacji zaliczyć można wskaźnik cen dóbr i usług konsumpcyjnych (CPI), który mierzy wzrost cen dla przeciętnego gospodarstwa domowego.

Co jest przyczyną inflacji? Dlaczego ceny rosną w gospodarce?

Przyczyn jest wiele, ale do najważniejszych należą:

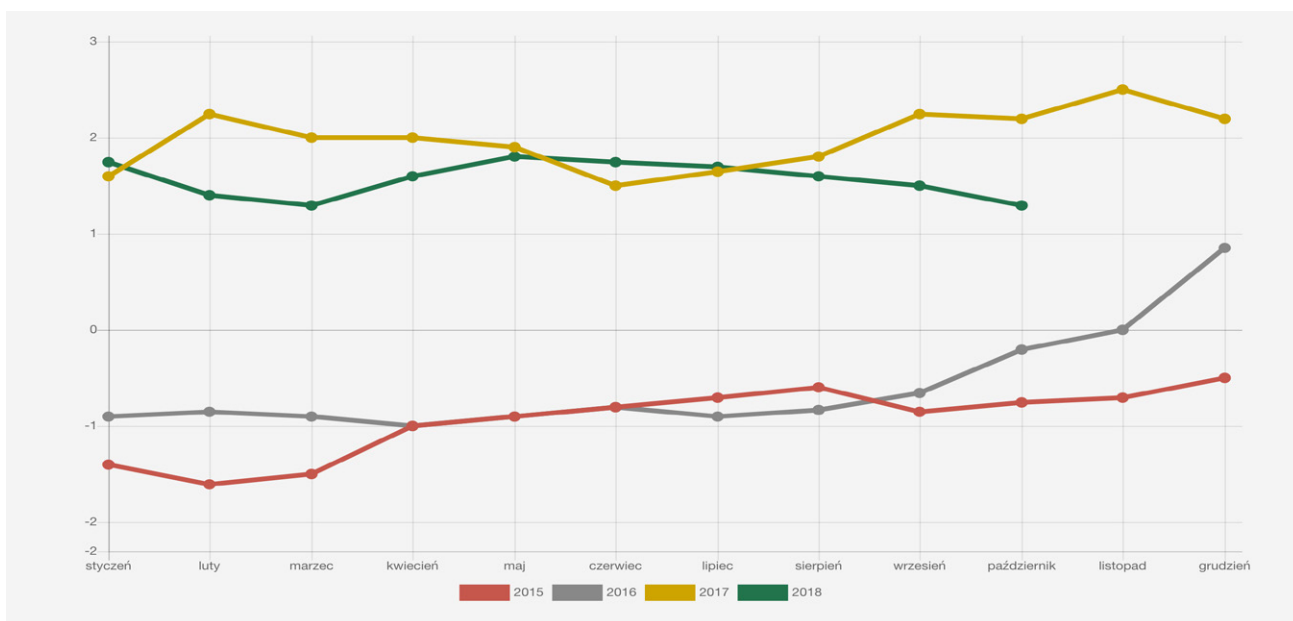
- wzrost cen surowców (np. energetycznych), który może prowadzić do spadku podaży – ceny surowców wpływają na koszty produkcji ograniczając możliwości producentów utrzymania dotychczasowych cen na rynku,
- wzrost płac prowadzący do wzrostu popytu w gospodarce – rosnące płace powodują, że gospodarstwa domowe mają więcej pieniędzy na konsumpcję, a zwiększając zakupy powodują wzrost cen, gdyż producenci nie są w stanie w krótkim czasie dostosować wielkości produkcji do rosnącego popytu,
- nadmierna podaż pieniądza przez bank centralny oraz kreacja w bankach komercyjnych prowadzące do wzrostu popytu w gospodarce – większa ilość pieniądza na rynku powoduje, że konsumenci chętniej dokonują zakupów i zwiększając popyt w całej gospodarce przyczyniają się do wzrostu cen;
- brak równowagi budżetu państwa (nadwyżka wydatków nad wpływami) – przewaga wydatków nad przychodami powoduje zwiększenie ilości pieniądza w gospodarce, co zwiększa inflację,
- wzrost cen dóbr importowanych – jeżeli dobra importowane stanowią znaczny udział w koszyku inflacyjnym, to wzrost ich cen będzie powodował wzrost inflacji, dodatkowo wzrost cen importowanych czynników produkcji będzie wpływał na wzrost kosztów wytworzenia dóbr finalnych przez przedsiębiorców;

1. Podstawowe charakterystyki gospodarki

- przeinwestowanie gospodarki (zbyt duży poziom inwestycji finansowanej przez państwo) – zbyt duża wartość inwestycji powoduje, że gospodarka w krótkim czasie nie jest w stanie ich zrealizować, brakuje np. firm gotowych do ich realizacji, czy też pracowników, powoduje to wzrost cen za realizowane inwestycje, a to zwiększa inflację;
- zła struktura gospodarki – powoduje to niedostosowanie popytu i podaży gospodarki, co często przekłada się na wzrost cen z powodu braku niektórych towarów i usług na rynku.

Rysunek 1.5. Inflacja w Polsce w latach 2015-2018

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS.



Do najczęściej pojawiających się pytań, jakie czytelnik może sobie zadać należą:

1. Czy inflacja zawsze jest zła?
2. Jaki wpływ ma inflacja na rozwój gospodarczy?
3. Czy lepsza jest inflacja czy deflacja?

Odpowiedź na pierwsze pytanie nie jest wcale jednoznaczna. Występują zarówno negatywne jak i pozytywne skutki inflacji. Negatywne skutki inflacji widzimy głównie, gdy jej poziom jest wysoki. Do negatywnych skutków wysokiej inflacji zaliczyć można:

- utratę wartości zgromadzonych zasobów finansowych – wysoka inflacja skłania do pozbywania się pieniędzy, które tracą swoją wartość, rośnie zatem skłonność do szybkiego wydawania pieniędzy
- zmniejszenie się wartości zobowiązań i wierzytelności, które nie są waloryzowane – pożyczki, kredyty i depozyty o stałym oprocentowaniu tracą swoją realną wartość, a dodatkowo ich oprocentowanie zaczyna odbiegać od rynkowych stóp procentowych w warunkach większej inflacji;
- wzrost niepewności co do przyszłego poziomu cen, a co za tym idzie zwiększenie ryzyka podejmowanych decyzji gospodarczych – planowanie inwestycji często obejmuje długi okres i jest oparte na przewidywaniach co do poziomu cen. Wzrost inflacji powoduje, że założenia te mogą okazać się nierealistyczne, co zwiększa ryzyko działalności gospodarczej;
- oczekiwanie wzrostu stóp procentowych na rynku i w konsekwencji oczekiwanie wzrostu kosztów finansowych dla przedsiębiorstw i gorsze perspektywy wzrostu – wysokie stopy procentowe powodują konieczność ponoszenia wyższych kosztów finansowych, a co za tym idzie obniżają rentowność inwestycji lub powodują, że część staje się nieopłacalna.

Stabilny poziom cen (niska inflacja) i brak oczekiwań co do wzrostu inflacji w przyszłości ma bardzo pozytywny wpływ na gospodarkę, dlatego też jednym z ważniejszych działań państwa jest utrzymywanie kontroli nad inflacją i szybkie reagowanie na jej zmiany.

W krajach rozwiniętych zwykle polityką monetarną (polityką stabilizacji poziomu cen) zajmuje się niezależny od rządu bank centralny. W Polsce jest to Rada Polityki Pieniężnej, którą kieruje prezes Narodowego Banku Polskiego. Wydawałoby się, że skoro inflacja wywiera negatywny wpływ na wiele procesów gospodarczych to najlepszy byłby stan, w którym mamy deflację, a więc stan kiedy ogólny poziom cen się obniża. Taka sytuacja jest jednak

szczególnie negatywna dla przedsiębiorców, bo zmniejszałoby to opłacalność produkcji (produkty taniej). Drugim negatywnym skutkiem jest odsuwanie w czasie zakupów (bo oczekuje się, że w przyszłości będzie taniej), co prowadzi do spadku konsumpcji i może powodować spowolnienie całej gospodarki.

4

Czym jest deficyt budżetowy i dług publiczny?

Kolejnymi ważnymi wskaźnikami sytuacji gospodarczej są poziomy deficytu budżetowego oraz dług publiczny. Wskazują one odpowiednio na nierównowagę w dochodach i wydatkach państwa oraz poziom zobowiązań, które będą musiały być spłacone w przyszłości.

Deficyt budżetowy – nadwyżka wydatków z budżetu państwa nad wszystkim wpływami w danym okresie (najczęściej 1 roku). Zwykle podawany jest w formie wskaźnika procentowego określającego relację niedoboru do PKB. Finansowanie deficytu odbywa się poprzez zaciąganie kredytu przez państwo, najczęściej poprzez emisję obligacji.

Ograniczanie deficytu budżetowego lub jego wyeliminowanie nie jest łatwe. Aby to osiągnąć można zastosować poniżej wymienione sposoby:

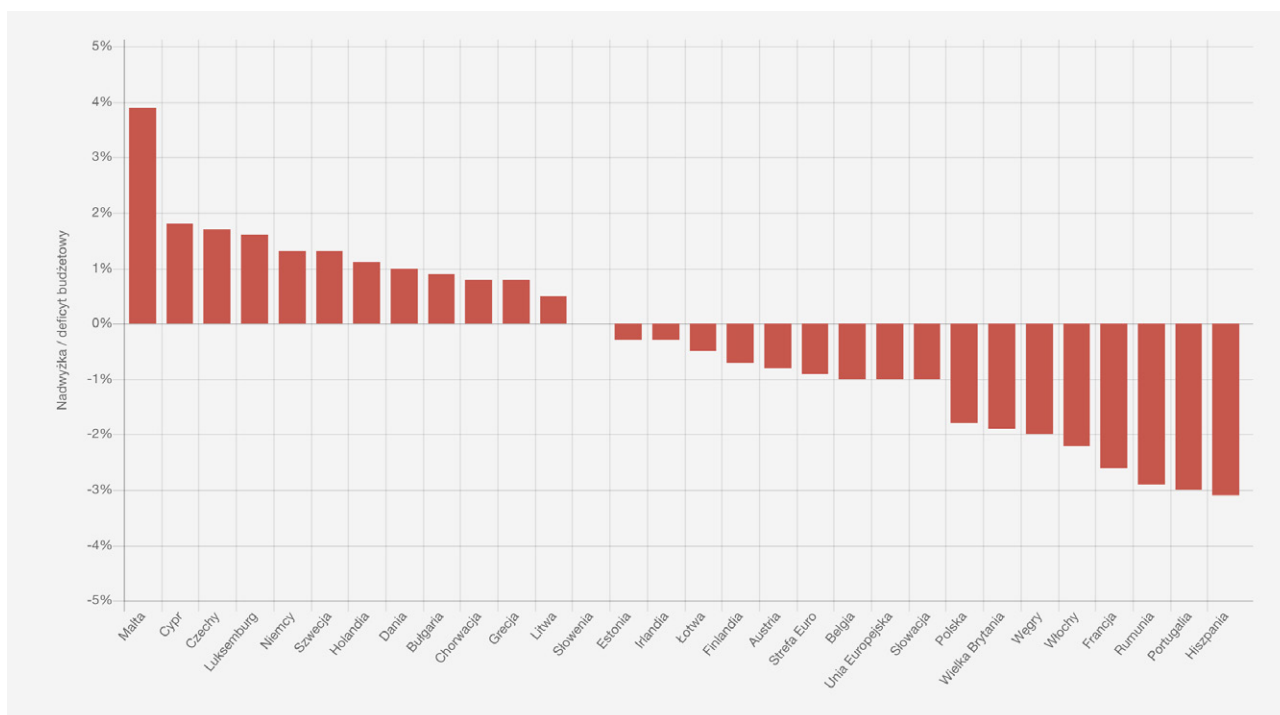
- ograniczenie wydatków budżetowych – jest to trudne ze względu na podjęte zobowiązania wobec obywateli, jak również opór, który może się pojawić w grupach beneficjentów (np. emerytów, górników, nauczycieli, pracowników służb mundurowych), ograniczenie wydatków budżetowych prowadzi często do zmniejszenia wydatków inwestycyjnych (najłatwiejsze ze społecznego punktu widzenia), co z kolei może mieć negatywny wpływ na rozwój gospodarczy,
- zwiększenie dochodów budżetu państwa, np. przez podniesienie podatków, wprowadzenie nowych podatków, ograniczanie szarej strefy,
- prywatyzacja majątku państwowego, np. sprzedaż przedsiębiorstw z udziałem Skarbu Państwa,

- zwiększanie inflacji – forma ukrytego podatku (zmniejszają się realne wydatki budżetu np. na płace w sferze budżetowej).

Nie ma obiektywnej wartości poziomu deficytu, który uważany byłby za bezpieczny. Regulacje Unii Europejskiej mówią na przykład o poziomie 3%. Przekroczenie tego poziomu może skutkować wszczęciem wobec kraju członkowskiego procedury nadmiernego deficytu. Polska była objęta taką procedurą do 2015 r. Procedura ta jest zestawem działań wobec kraju członkowskiego, która ma pozwolić na odzyskanie równowagi budżetowej i zmniejszyć ryzyko niestabilności finansów publicznych. Należy również dodać, że deficyt budżetowy jest najczęściej finansowany zwiększaniem zadłużenia państwa (długu publicznego).

Rysunek 1.6. Nadwyżka/deficyt budżetowy w 2017 r. w krajach UE

Źródło: dane Eurostat

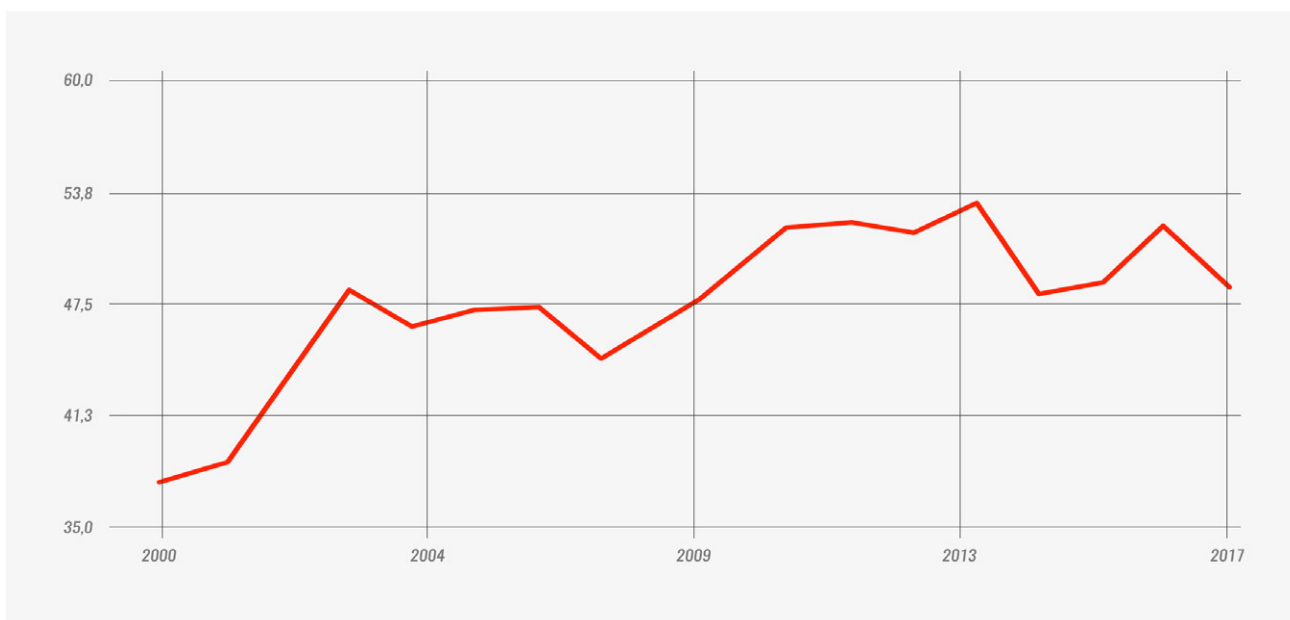


1. Podstawowe charakterystyki gospodarki

Dług publiczny – łączne zadłużenie sektora finansów publicznych (nie tylko Skarbu Państwa). Wskaźnik długu publicznego zwykle podawany jest w formie procentowej jako relacja ogólnego poziomu zadłużenia do PKB.

Rysunek 1.7. Kształtowanie się poziomu zadłużenia w relacji do PKB w Polsce w latach 2000-2017

Źródło: na podstawie danych GUS

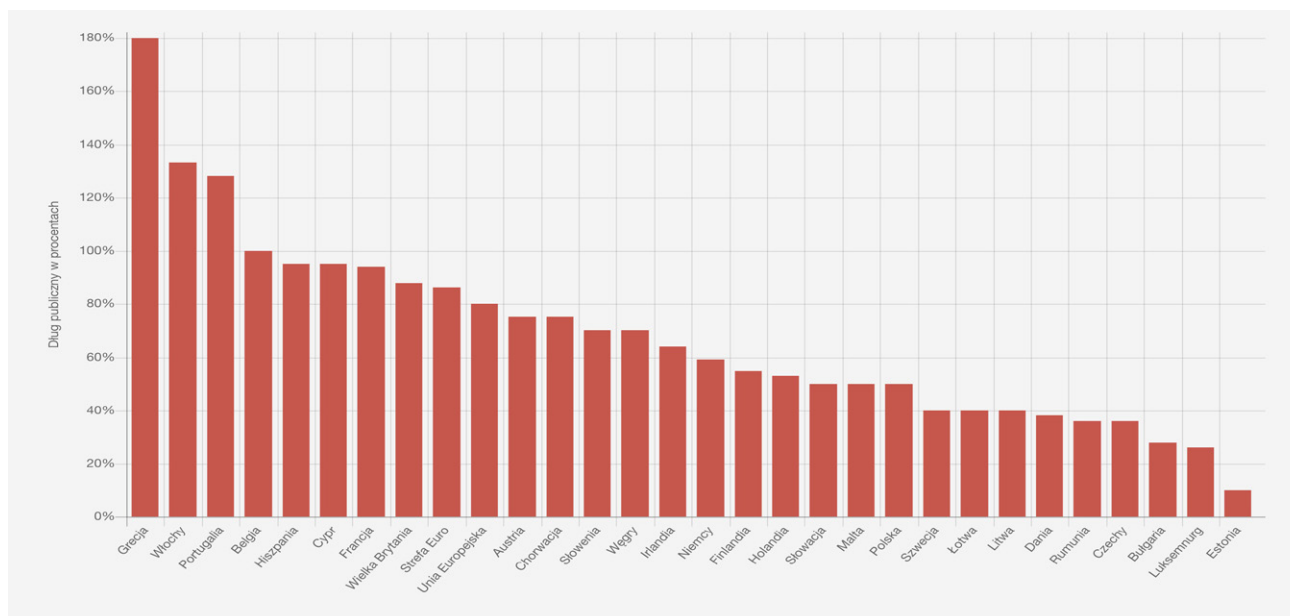


Najczęściej stosowanymi formami finansowania długu publicznego są:

- wyemitowane papiery wartościowe opiewające na wierzytelności pieniężne (głównie obligacje, o czym więcej w Rozdziale 4),
- zaciągnięte kredyty i pożyczki pieniężne,
- przyjęte depozyty.

Rysunek 1.8. Dług publiczny w 2017 r. w krajach UE

Źródło: dane Eurostat



Nie ma jednoznacznej definicji bezpiecznego wskaźnika długu publicznego. Bardzo dużo zależy od ogólnego poziomu rozwoju gospodarczego (im mocniejsza gospodarka tym możliwy jest wyższy poziom zadłużenia), siły gospodarki w świecie (Stany Zjednoczone mogą sobie pozwolić na wyższy poziom zadłużenia) lub od struktury tego zadłużenia (zadłużenie u własnych obywateli jest bezpieczniejsze niż zadłużenie na rynkach finansowych). W Unii Europejskiej, jak również w Polsce (odpowiedni zapis w Konstytucji) za bezpieczny poziom zadłużenia uważa się 60% PKB. Jak można zauważyć na Rysunku 1.8. poziom ten jest przekroczony w dużej części państw UE, a w szczególności krajów strefy euro.

Ograniczenie długu publicznego również nie jest zadaniem prostym.

Najczęściej zadanie to realizuje się poprzez:

- ograniczenie deficytu budżetowego (bilansowanie wpływów i wydatków państwa) – polityka ograniczania zaciągania nowych długów,
- zwiększanie poziomu PKB, co zmniejsza relację zadłużenia do PKB, a więc wspieranie rozwoju gospodarczego,
- obniżanie poziomu realnych stóp procentowych w gospodarce.

2

ISTOTA DZIAŁANIA RYNKU FINANSOWEGO

Czym jest rynek finansowy?

1

Rynek finansowy jest miejscem, w którym zawierane są transakcje kupna i sprzedaży różnych form kapitału, na różne terminy za pomocą instrumentów finansowych. Uczestnikami rynku finansowego są podmioty, które potrzebują kapitału (tworzą popyt na kapitał) oraz podmioty, które dysponując nadwyżkami kapitału kreują jego podaż.

Rynek finansowy, obok rynku dóbr i usług oraz rynku pracy jest jednym z najważniejszych rynków w gospodarce. Dzięki rozwiniętemu rynkowi finansowemu możliwa jest efektywna alokacja kapitału w skali całej gospodarki, co zwiększa tempo jego rozwoju.

Do podstawowych funkcji rynku finansowego można zaliczyć:

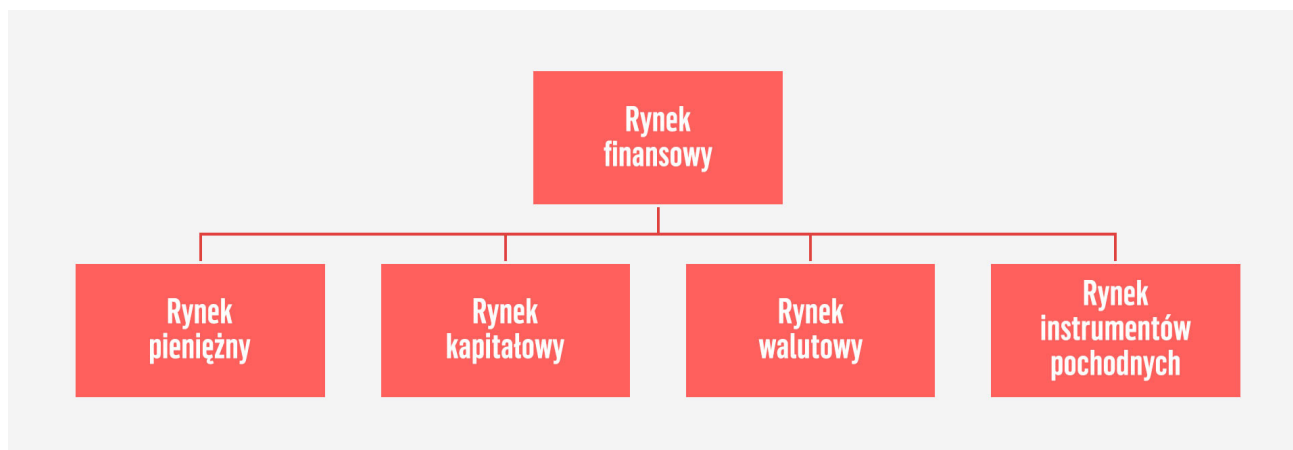
- Transfer kapitału - umożliwienie posiadaczowi kapitału jego zainwestowanie, zgłaszającym zapotrzebowanie na kapitał - zaspokojenie potrzeb (w skali krajowej i międzynarodowej),
- Efektywną alokację zasobów finansowych w gospodarce,
- Wycenę kapitału,
- Zabezpieczanie przed ryzykiem (transfer ryzyka) i jego wycena,
- Regulowanie płynności systemu bankowego,
- Finansowanie deficytu budżetowego,
- Ustalanie stóp procentowych,
- Barometr koniunktury gospodarczej.

Rynek finansowy nie jest jednolity i składa się z segmentów, które różnią się zarówno strukturą, podmiotami, operującymi na tym rynku, instrumentami finansowymi, jak również regulacjami prawnymi. Przyjmuje się, że podstawowy podział rynku finansowego obejmuje 4 segmenty.

2. Istota działania rynku finansowego

Rysunek 1.9. Podział rynku finansowego

Źródło: Opracowanie własne



2

Czym jest rynek pieniężny?

Rynek pieniężny jest segmentem rynku finansowego, na którym podmioty finansują swoją bieżącą działalność (regulują płynność). W tym segmencie rynku dochodzi do transakcji między podmiotami, które potrzebują kapitału na krótki termin oraz podmiotami, które są w stanie taki kapitał dostarczyć.

W tym segmencie rynku zawierane transakcje dotyczą pożyczania pieniędzy (kapitału) na okres do jednego roku, ale duża część transakcji ma znacznie krótsze terminy (nawet jeden dzień). Ten segment rynku nie jest jednak domeną inwestorów indywidualnych. Głównymi uczestnikami są instytucje finansowe (banki, ubezpieczyciele, fundusze inwestycyjne) i Narodowy Bank Polski.

Funkcje rynku pieniężnego:

- zapewnienie płynności w sektorze bankowym,
- zapewnienie płynności budżetu państwa,
- realizowanie zadań polityki pieniężnej przez Narodowy Bank Polski,
- regulacja płynności przedsiębiorstw.

Jak można zauważyć głównym zadaniem rynku pieniężnego jest regulowanie płynności podmiotów. Oznacza to, że mogą one pożyczać na tym rynku pieniądze, które są im potrzebne do regulowania bieżących zobowiązań, a inne podmioty mogą na nim lokować krótkoterminowe nadwyżki finansowe, które się u nich pojawiają.

Czym jest rynek kapitałowy?

3

Drugi segment rynku, a więc rynek kapitałowy, jest najbliższy inwestorom indywidualnym, aczkolwiek jego funkcje są również bardzo istotne dla całej gospodarki. Rynek kapitałowy jest tą częścią rynku, na której podmioty pozyskują kapitał długoterminowy na rozwój i inwestycje (niejednokrotnie podmioty pozyskują również kapitał na spłatę swoich wcześniejszych zobowiązań).

Taka sytuacja jest możliwa dzięki podmiotom, które są w stanie ulokować nadwyżki kapitału na dłuższy termin za odpowiednim wynagrodzeniem. Tak spotyka się zatem popyt i podaż na kapitał długoterminowy. W tym miejscu należy zaznaczyć, że aby funkcjonować na rynku kapitałowym nie trzeba „zamrażać” kapitału na długi termin, np. 10 lat. Wystarczy jedynie znaleźć podmiot, który „zastąpi” nas w takiej inwestycji (np. sprzedamy na giełdzie akcję innej osobie). Kojarzenie osób, które chcą zakończyć inwestycję i ją rozpocząć jest ważną funkcją rynku kapitałowego.

2. Istota działania rynku finansowego

Jak już wspominaliśmy, rynek kapitałowy jest miejscem pozyskiwania kapitału długoterminowego. Z tej przyczyny instrumenty finansowe, za pośrednictwem których kapitał jest przekazywany, mają co do zasady termin zapadalności powyżej jednego roku.

Wśród najważniejszych funkcji rynku kapitałowego można wymienić:

- pozyskiwanie kapitału na rozwój i inwestycje,
- długoterminowe lokowanie nadwyżek kapitału,
- efektywna alokacja kapitału w gospodarce,
- bieżąca wycena i ocena emitentów przez rynek,
- barometr gospodarki.

Wśród tych funkcji należy zwrócić szczególną uwagę na efektywną alokację kapitału w gospodarce. Dlaczego to właśnie rynek kapitałowy na nią pozwala? Czy pozyskiwanie kapitału i późniejsze finansowanie inwestycji w przedsiębiorstwach nie może odbywać się drogą tradycyjną przez system bankowy?

Częściowo może, ale rynek kapitałowy daje dodatkowe możliwości.

Po pierwsze podmioty mogą pozyskiwać kapitał taniej, a co więcej pozyskanie kapitału nie musi wiązać się z zaciąganiem długu, ale może oznaczać pozyskanie nowych akcjonariuszy, którzy stają się współuczestnikami danego przedsięwzięcia.

Po drugie sektor bankowy nie jest w stanie, ze względu na bardzo duże ograniczenia ostrożnościowe, sfinansować pewnych przedsięwzięć. Inwestorzy natomiast są w stanie podjąć nawet duże ryzyko w oczekiwaniu na wysokie zyski z inwestycji. Inwestorzy szukając dodatkowych możliwości zarobienia pieniędzy będą szukać takich podmiotów (spółek) do inwestycji, dzięki którym są w stanie zrealizować wysokie stopy dochodu. Przenosić będą zatem swój kapitał do podmiotów, które mają duże perspektywy wzrostu, są innowacyjne i działają w perspektywicznych branżach gospodarki. Swoim kapitałem będą zatem wspierać podmioty, które przyczyniają się do wyższego wzrostu gospodarczego. Można zatem powiedzieć, że przez swoje wybory inwestycyjne podnoszą efektywność lokowania kapitału w gospodarce.

Co oznacza bieżąca wycena i ocena podmiotów? Inwestorzy poprzez podejmowanie decyzji inwestycyjnych i zawieranie transakcji na rynku akcji

jednocześnie dokonują wyceny spółek. Sprzedający oferują cenę, po której chcą sprzedać, a kupujący proponowaną cenę zakupu. W ten sposób podaź i popyt wyznaczają cenę rynkową akcji, a co za tym idzie dokonują wyceny całej spółki. Podobnie jest w przypadku obligacji. Ich nabywcy proponują cenę po jakiej są w stanie kupić obligacje od konkretnego podmiotu. Tym samym dokonują oceny wiarygodności tego podmiotu. Podmiotom, którym ufają bardziej są w stanie pożyczyć pieniądze taniej (zażądają niższych odsetek), a tym do których zaufanie jest mniejsze pożyczą pieniądze domagając się wyższego oprocentowania. Tym samym poprzez rynek finansowy dokonuje się oceny wiarygodności emitentów.

Istotną rolę rynku kapitałowego jest również fakt, że może on być traktowany jako „barometr gospodarki”. Jak pokazują badania rynek kapitałowy potrafi reagować wcześniej zarówno na spowolnienie jak i rozwój gospodarczy. Więcej na ten temat w podrozdziale 4.

Czym jest rynek walutowy?

4

Kolejnym segmentem rynku finansowego jest rynek walutowy. Jest to oczywiście rynek, na którym dokonuje się wymiany waluty jednej na inną. Dzięki takim transakcjom dokonuje się wyceny par walutowych, np. EUR/PLN (ile złotych musimy zapłacić za 1 euro). Rynek walutowy kształtuje zatem kursy walutowe. Ale to nie wszystko. Rynek walutowy to taki segment rynku finansowego, na którym dokonuje się obrotu instrumentami finansowymi, które są denominowane w walucie obcej (wyrażone w innej walucie niż waluta krajowa), a ich wartość wyrażana jest w walucie krajowej.

Rynek walutowy spełnia zatem funkcje:

- transferu kapitału – kupowane i sprzedawane są instrumenty denominowane w walucie obcej,
- transferu ryzyka (ryzyka walutowego) – za pomocą instrumentów pochodnych (więcej na ten temat znajdziemy w Rozdziale 4),
- kupna/sprzedaży walut obcych – funkcja dzięki której podmioty mogą wymieniać jedną walutę na inną.

5

Czym jest rynek instrumentów pochodnych?

Ostatnim segmentem rynku finansowego jest rynek instrumentów pochodnych, zwany również rynkiem terminowym. Jest to część rynku, na którym dokonuje się transferu ryzyka, a więc podmioty mogą „sprzedać” lub „kupić” ryzyko. Za odpowiednią opłatą podmioty mogą transferować ryzyko finansowe na rzecz innego podmiotu, może też dochodzić do wymiany jednego ryzyka na inne.

Ta część rynku jest powiązana z pozostałymi segmentami, a więc rynkiem pieniężnym, kapitałowym i walutowym, bo właśnie ryzyko pochodzące z tych rynków jest często przedmiotem transakcji. Głównymi instrumentami tego rynku są:

- opcje
- kontrakty terminowe,
- swapy.

Opis tych instrumentów, ich konstrukcja oraz zasady działania zostaną omówione w Rozdziale 4.

ELEMENTY MAKROEKONOMII I GLOBALNEJ GOSPODARKI

3

1

Czym jest trend produkcji i cykl koniunkturalny?

Przy omawianiu produktu krajowego brutto wspominaliśmy o tym, że często jest on traktowany jako wskaźnik wzrostu gospodarczego. Pokazuje on bowiem tempo w jakim rozwija się produkcja i zarazem cała gospodarka. Jeżeli spojrzymy na historyczne wartości wzrostu PKB dostrzeżemy, że nie rośnie on równomiernie. Są lata szybszego wzrostu, ale zdarzają się również lata, że odnotowujemy spadek PKB (ujemne wartości realnego tempa wzrostu). Możemy jednak zauważyć, że pomimo silniejszych wzrostów oraz okresowych spadków produkcja na przestrzeni lat rośnie. Jest to spowodowane istnieniem trendu produkcji.

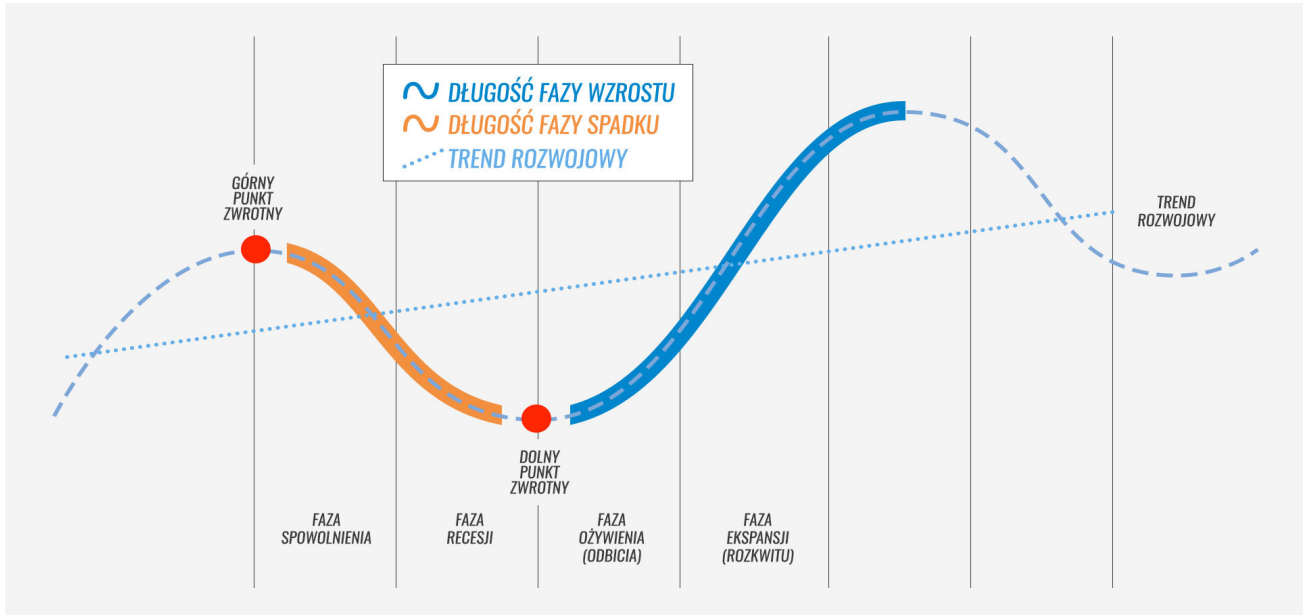
Trend produkcji to ścieżka, która pokazuje wzrost produkcji w długim okresie, gdy wyeliminujemy z niej krótkoterminowe wahania. Rzeczywista wielkość produkcji waha się wokół tego trendu. Gospodarka bowiem nie rozwija się w sposób jednostajny, ale w pewnych cyklach.

Cykl koniunkturalny – krótkookresowe odchylenia wielkości produkcji (PKB) od długookresowej tendencji rozwojowej.

W ramach takiego cyklu możemy wyróżnić 4 fazy. Są to fazy ożywienia i ekspansji (fazy, w których notuje się zwiększanie się tempa wzrostu PKB) oraz fazy spowolnienia i recesji (fazy, w których tempo wzrostu PKB zaczyna maleć i może nawet przyjmować wartości ujemne).

Rysunek 1.10. Cykl koniunkturalny i trend rozwojowy

Źródło: Opracowanie własne



Zwykle jeden cykl koniunkturalny (4 fazy) trwa od 6 do 12 lat, ale w zależności od kraju i okresu te wartości mogą się różnić. W ramach każdego cyklu możemy wyróżnić dwa punkty zwrotne. Punkt górny, wyznaczający koniec fazy wzrostu, w którym gospodarka osiąga swój najwyższy wzrost oraz punkt dolny, w którym z fazy spadku przechodzi do fazy wzrostu. Różnicę między wartościami PKB w górnym i dolnym punkcie zwrotnym nazywa się amplitudą cyklu koniunkturalnego. Należy jeszcze dodać, że zwykle fazy wzrostu są nieco dłuższe niż fazy spadku. Jest to jedna z przyczyn występowania trendu koniunkturalnego i długookresowego rozwoju gospodarki. Zauważyć można również, że fazy spadkowe mają zwykle gwałtowniejszy przebieg.

Jak powiązania gospodarcze sprawiają że cykle koniunkturalne nabierają globalnego charakteru?

4

Polska jest krajem o gospodarce otwartej na przepływy towarów, ludzi oraz kapitału. Globalizacja gospodarki i wzajemne powiązania gospodarcze sprawiają, że rynki krajów takich jak Polska reagują na wydarzenia, które mają miejsce na innych rynkach, w szczególności tych gospodarek, z którymi powiązania są ściśle.

W jaki sposób inne gospodarki oddziałują na gospodarkę krajową i na rynek kapitałowy? Jednym z elementów jest eksport i import oraz kurs walutowy. Rozwój gospodarczy u partnera, do którego dany kraj eksportuje zwiększa eksport i podnosi wzrost PKB w tym kraju. Taka sytuacja ma miejsce w relacjach Polski z Niemcami, Dobra koniunktura w Niemczech powoduje wzrost eksportu Polski (Niemcy są największym partnerem handlowym i największym odbiorcą polskiego eksportu). Równie silnie działają powiązania na przykład w strefie euro i w całej Unii Europejskiej. Sytuacja gospodarcza w krajach południowej Europy (Grecja, Hiszpania, Portugalia i Włochy) ma wpływ na funkcjonowanie zarówno gospodarki jak i systemu finansowego całej wspólnoty.

Globalna gospodarka prowadzi również do mechanizmu „zarażania” rynków finansowych. Widać to wyraźnie w przypadku kryzysów na rynkach finansowych.

Takie przykłady obserwowane są od lat, jak np. azjatycki kryzys finansowy w 1997, kryzys w Rosji w 1998, bańka internetowa w USA w 2001. Wywoływały one negatywne skutki nie tylko na rynkach krajów, gdzie miały miejsce, ale skala oddziaływania była dużo większa. Mechanizm ten staje się powszechniejszy, gdyż międzynarodowe rynki finansowe są ze sobą coraz ściślej powiązane, głównie przez coraz mniejsze ograniczenia w przepływach kapitałów, umiędzynarodowieniem rynków, korporacji i instytucji finansowych.

Najbardziej widocznym przykładem wzajemnego oddziaływania rynków był kryzys 2008 r. Kryzys, którego przyczyny można szukać w bańce na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych, udzielania kredytów hipotecznych o podwyższonym ryzyku oraz tworzeniem skomplikowanych finansowych instrumentów pochodnych, w ciągu bardzo krótkiego czasu rozlał się na inne rynki finansowe, jak również objął swoim zasięgiem realną gospodarkę. Należałoby sobie w tym miejscu zadać pytania, dlaczego się tak stało. Przyczyn takiego rozwoju sytuacji jest wiele. Do najważniejszych możemy zaliczyć:

- inwestycje instytucji finansowych spoza Stanów Zjednoczonych na rynku amerykańskim (również w toksyczne aktywa),
- odpływ kapitału amerykańskiego z innych rynków,
- utrata zaufania między instytucjami finansowymi, skutkująca brakiem

- płynności na rynku międzybankowym,
- spadek popytu konsumpcyjnego (szczególnie na dobra trwałego użytku jak samochody) i inwestycyjnego,
 - spadek zaufania do emitentów obligacji skutkujący wzrostem rentowności obligacji, co z kolei zwiększyło koszty finansowania wielu państw i przedsiębiorstw,
 - spadek wartości walut krajów rozwijających się i umacnianie tzw. walut bezpiecznych jak frank szwajcarski,
 - upadek wielu firm powodował wzrost bezrobocia.

Światowy kryzys finansowy trwał kilka lat obejmując różne sfery światowej gospodarki. Jego druga fala szczególnie ujawniła się w Europie prowadząc do kryzysu finansów publicznych m.in w Grecji. W Polsce światowy kryzys gospodarczy przełożył się np. na spowolnienie wzrostu gospodarczego, znaczne spadki na giełdzie oraz spadek wartości waluty krajowej. Dodatkowo kryzys uderzył w wiele firm, które musiały szukać nowych rynków zbytu na swoje towary i usługi lub ograniczać swoją produkcję. Wiele firm miało niedopasowane inwestycje w opcje walutowe, co po gwałtownym spadku wartości złotego część z nich doprowadziło do upadłości. W przypadku gospodarstw domowych widocznym efektem kryzysu finansowego były problemy ze znacznym wzrostem wartości spłat kredytów walutowych (głównie we frankach szwajcarskich) oraz wzrostu poziomu zadłużenia w walutach obcych.

Sytuacja w gospodarce i na rynkach finansowych nie jest zatem już autonomiczna (nie zależy jedynie od czynników wewnętrznych), ale w dużej mierze zależy od sytuacji w globalnej gospodarce i na międzynarodowych rynkach finansowych.

4

ANALIZA MAKROEKONOMICZNA KRAJU

Na czym polega analiza makroekonomiczna kraju?

1

Analiza makroekonomiczna kraju jest zawsze pierwszym etapem analizy fundamentalnej, a więc kompleksowego podejścia mającego na celu wycenę spółki, a następnie podjęcie decyzji inwestycyjnej. Szerzej temat analizy fundamentalnej zostanie omówiony w Rozdziale 3.

Ważnym elementem jest ocena fazy cyklu koniunkturalnego, w którym znajduje się dana gospodarka. Wymaga to jednak najpierw oceny poszczególnych danych z gospodarki i dostrzeżenia zależności między nimi.

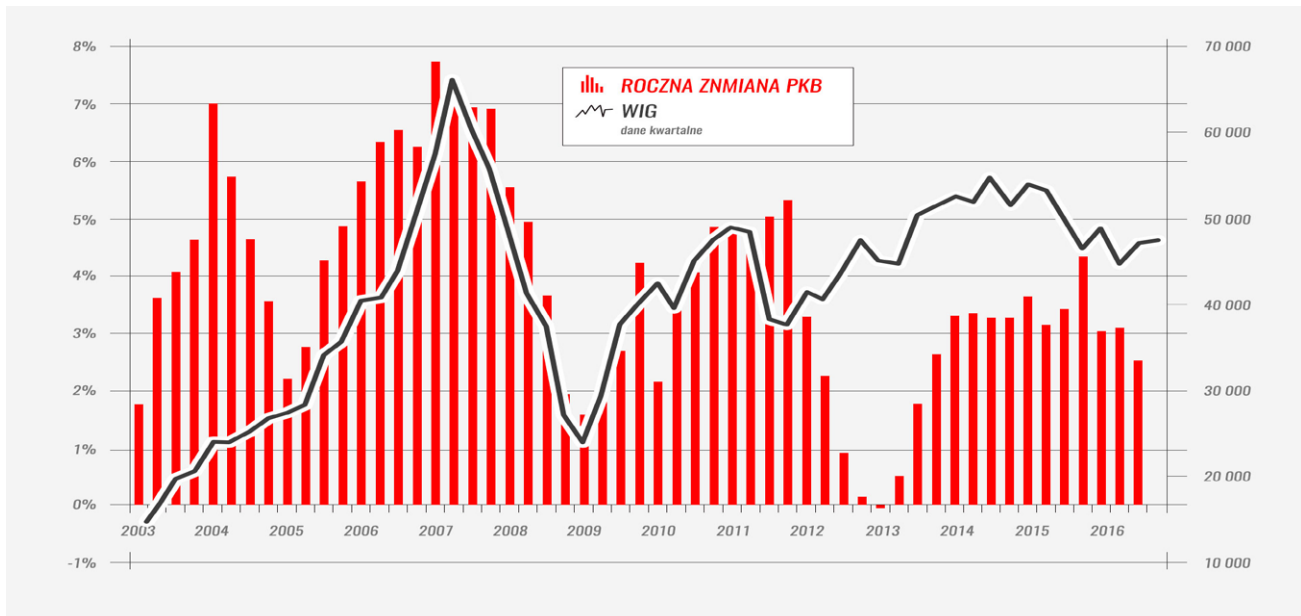
Skoro PKB odzwierciedla stan gospodarki mierząc całą produkcję to musi mieć wpływ na rynek kapitałowy, a w szczególności giełdę, gdzie są notowane spółki, które tę produkcję realizują. Wzrost gospodarczy powinien zatem iść w parze ze wzrostem wartości spółek na giełdzie.

Przekonamy się o tym analizując wykres prezentujący długookresowy trend w gospodarce z długookresowym trendem giełdowym. Widać, że trend dla kwartalnych wartości nominalnych PKB jest zbieżny z trendem obserwowanym dla indeksu WIG (najszerzego indeksu polskiej giełdy). Odchylenia od trendu są jak najbardziej naturalne, ale w długim okresie obserwujemy, że notowania wracają do trendu. Ocena zatem, czy notowania giełdowe są poniżej czy powyżej tego trendu długoterminowego może być jedną ze wskazówek, czy dany moment jest właściwy do zaangażowania się w inwestycje giełdowe.

4. Analiza makroekonomiczna kraju

Rysunek 1.11. Wartość indeksu WIG a indeks PKB

Źródło: <https://www.bankier.pl/wiadomosc/Co-kiepska-dynamika-PKB-oznacza-dla-giedy-7486938.html>



2

Jak fazy cyklu koniunkturalnego wpływają na aktywność inwestorów i odpowiedni dobór aktywów do portfela inwestycyjnego?

Faza cyklu gospodarczego wiąże się również z rodzajem aktywów preferowanych przez inwestorów. Taki wybór także przyczynia się do wzmacniania trendów na giełdzie. W okresie ożywienia inwestorzy często wybierają ryzykowne inwestycje w akcje, wierząc, że wzrost gospodarczy poprawi wyniki spółek. Wraz z umacnianiem się pozytywnych sygnałów na rynku i przejściem gospodarki w fazę wzrostu inwestorzy szukają oprócz akcji dodatkowych możliwości ryzykownych inwestycji w postaci na przykład inwestycji alternatywnych. Faza spowolnienia przynosi odwrócenie preferencji inwestorów, którzy pozbywają się akcji i zamieniają swoje aktywa na gotówkę, lokując ją w bezpiecznych instrumentach lub produktach bankowych. W fazie recesji zaobserwować można poszukiwanie inwestycji dających wyższe stopy zwrotu przy umiarkowanym ryzyku. W tym okresie często wybierane są np. inwestycje w obligacje.

Jaki wpływ mają cykle koniunkturalne na działalność oraz wyniki firm i notowania ich akcji?

3

Określenie fazy cyklu koniunkturalnego i podejmowane na jej podstawie decyzje mają głębsze uzasadnienie. Wzrost gospodarczy, a w szczególności oczekiwania co do jego kontynuacji, będzie miał odzwierciedlenie w wynikach spółek, bo rosnąca produkcja to większe przychody i większe zyski spółek. Będzie to w oczywisty sposób wpływało na podnoszenie ich wartości, a na giełdzie będzie skutkowało wzrostami cen. Nie wszystkie spółki będą jednak reagowały w ten sam sposób. Wśród spółek można wyróżnić te, które będą mocniej reagowały swoimi wynikami (a później wzrostami lub spadkami na giełdzie) na zmianę koniunktury. Wśród spółek można zatem wyróżnić całe sektory, które mocno reagują na zmianę koniunktury (sektory cykliczne). Należą do nich np. przemysł samochodowy, branża usług informatycznych dla biznesu, firmy deweloperskie czy budownictwo. Ma to związek z postawami konsumentów, którzy w okresie kryzysu przestają kupować dobra o dużej wartości (jak samochody) powstrzymują się z zakupem mieszkań, a firmy wstrzymują wydatki rozwojowe. W okresie rozwoju konsumenci mają więcej środków finansowych i chętniej nabywają nieruchomości, wymieniają samochody, a firmy inwestują w nowe rozwiązania dla biznesu. Są oczywiście również sektory, które nie reagują tak bardzo na zmianę cyklu koniunkturalnego (sektory niecykliczne). Należą do nich przede wszystkim wytwórcy towarów „pierwszej potrzeby” jak artykuły spożywcze czy leki. Z takich artykułów konsumenci rezygnują w ostateczności. Spółki działające w takich sektorach nie będą również narażone na duże zmiany swoich przychodów w okresach wzrostów i spadków, a co za tym idzie ich kursy będą charakteryzowały się większą stabilnością.

Warto w tym miejscu podkreślić, że giełda jest traktowana przez wielu jako barometr gospodarki. Przewidywania co do kształtowania się przychodów spółek, jak również pewne dane np. o zamówieniach, przekładają się na wycenę dokonywaną przez rynek.

Spadki i wzrosty na giełdzie potrafią antycypować sytuację w całej gospodarce nawet o 6-9 miesięcy. Z punktu widzenia inwestora ważne zatem jest śledzenie napływających z rynku informacji gospodarczych, aby dostrzec w nich symptomy zmian i odwrócenia się trendu.

4

Dlaczego ocena polityki gospodarczej jest istotna w analizie makroekonomicznej?

Istotnym elementem analizy makroekonomicznej jest ocena polityki gospodarczej prowadzonej przez państwo, gdyż jej elementy mogą wpływać bezpośrednio i pośrednio nie tylko na pojedyncze spółki, ale również na całe branże i cały rynek. Najważniejszymi elementami polityki gospodarczej są polityka fiskalna, monetarna, społeczna, kursowa i sektorowa.

Polityka fiskalna – polityka prowadzona przez rząd w zakresie przychodów i wydatków budżetowych. W ramach tej polityki państwo:

- określa strukturę i wysokość podatków,
- reguluje redystrybucję dochodów,
- zarządza długiem publicznym oraz deficytem budżetowym.

Do celów prowadzonej polityki fiskalnej zaliczyć można: walkę z bezrobociem,

- niwelowanie różnic w dochodach ludności,
- pobudzanie wzrostu gospodarczego,
- ograniczanie cykliczności w gospodarce.

Polityka monetarna (pieniężna) – jedna z polityk państwa:

- jej celem jest zapewnienie stabilnego poziomu cen w gospodarce.
- realizowana zazwyczaj przez bank centralny (w Polsce przez Radę Polityki Pieniężnej), który to zadanie realizuje niezależnie od rządu.
- polegająca na oddziaływaniu przede wszystkim na poziom podaży pieniądza na rynku jak również na kurs walutowy.

W Polsce Rada stara się utrzymywać inflację na poziomie 2,5% (cel inflacyjny), z możliwością odchylenia o 1 punkt procentowy w górę lub w dół. Głównym narzędziem w ręku banku centralnego są stopy procentowe, po których bank centralny jest w stanie udzielić kredytu innym bankom lub przyjąć od nich depozyt. Podnosząc stopy procentowe bank centralny wpływa na zwiększenie rynkowych stóp procentowych, a co za tym idzie zwiększa skłonność do oszczędzania i ogranicza akcję kredytową banków, a tym samym zmniejsza podaż pieniądza na rynku.

Polityka kursowa – jest to polityka mająca na celu wykorzystanie kursu waluty krajowej wobec walut obcych do osiągnięcia celów gospodarczych. W świecie wykorzystuje się dwa główne podejścia w polityce walutowej:

- kurs płynny – kurs waluty krajowej wobec walut obcych kształtuje się w sposób swobodny i jest wynikiem działania mechanizmu popytu i podaży,
- kurs sztywny – kurs walutowy jest ściśle związany z inną walutą lub koszykiem walut, a państwo gwarantuje wymianę waluty krajowej na walutę obcą po stałym kursie.

Poza dwoma głównymi występują jeszcze rozwiązania pośrednie, które w tym miejscu nie będą omawiane. Polityka kursu walutowego wpływa w sposób istotny na funkcjonowanie eksporterów i importerów, których przychody i zyski zależą wprost od poziomu kursu walutowego. Te z kolei wpływają na wycenę spółek na giełdzie. Spadek wartości waluty krajowej jest korzystny dla eksporterów, a wzrost jej wartości dla importerów.

Polityka sektorowa – polityka prowadzona przez państwo względem poszczególnych sektorów w gospodarce. Często polega ona na tworzeniu preferencji dla jednych sektorów względem innych. Narzędziami tej polityki są:

- preferencje podatkowe,
- dotacje,
- inne preferencyjne rozwiązania prawne ułatwiające ich działalność.

Celem polityki sektorowej jest często:

- ochrona miejsc pracy,
- długofalowa strategia zmiany struktury produkcji (np. wygaszanie

4. Analiza makroekonomiczna kraju

pewnych aktywności gospodarczych i wspomagania powstawania nowych),

- wzrost konkurencyjności,
- zapewnienie bezpieczeństwa (np. energetycznego).

Polityka ta w oczywisty sposób wpływa na podmioty funkcjonujące w sektorach uprzywilejowanych, jak również w tych, które są wygaszane (np. wydobywanie węgla kamiennego).

5

Jaka jest rola analizy inflacji i stóp procentowych w analizie makroekonomicznej?

Ważnym aspektem analizy makroekonomicznej jest analiza inflacji i stóp procentowych. Okres niskiej inflacji i zarazem niskich stóp procentowych sprzyja inwestycjom giełdowym.

Przyczynami tego są:

- „tani” pieniądź dla przedsiębiorców (dostępność i niskie oprocentowanie kredytów). Sprzyja to inwestycjom i obniża koszty finansowe funkcjonowania spółek. Przekłada się zatem na wyższe dochody, a to zwiększa ich wartość.
- poszukiwanie przez inwestorów inwestycji dających większy dochód, gdyż lokaty w systemie bankowym są nisko oprocentowane.
- Rosnąca inflacja skłania bank centralny do podnoszenia stóp procentowych NBP. Następstwa tego są następujące:
- rosnący koszt pieniądza zwiększa koszty finansowe przedsiębiorstw i ich zyski, a co za tym idzie przyczynia się do obniżania ich wartości,
- w warunkach rosnącej inflacji i podnoszenia stóp procentowych przedsiębiorcy ograniczają inwestycje, a to może prowadzić do spowolnienia gospodarczego i wyhamowania tempa wzrostu,
- negatywnie wpływają na rynek giełdowy, bo powodują zmniejszenie wyceny spółek,
- wyższe stopy procentowe w bankach skłaniają inwestorów do

przenoszenia środków w stronę bardziej bezpiecznych produktów bankowych. Odpływ kapitału nie sprzyja utrzymaniu trendu wzrostowego.

- podwyżki stóp procentowych skłaniają gospodarstwa domowe do oszczędzania a zwiększając koszt kredytu konsumpcyjnego, hamują jednocześnie konsumpcję. Jej spadek odbija się na wielkości produkcji i poziomie PKB. Spadek produkcji prowadzi do pogorszenia wyników finansowych spółek giełdowych i obniżenia ich wyceny na giełdzie.

Malejąca inflacja i spadki stóp procentowych mają działanie odwrotne.

- Pieniądz staje się tańszy i bardziej dostępny (spada oprocentowanie kredytów).
- Zmniejsza się atrakcyjność oszczędzania, więc rośnie konsumpcja i jednocześnie rośnie produkcja.
- Rośnie zainteresowanie bardziej ryzykownymi inwestycjami giełdowymi.

Takie procesy prowadzą do wzrostu produkcji i PKB. Poprawiają się zatem wyniki spółek i wzrasta ich wycena rynkowa.

Zwykle obniżki i podwyżki stóp procentowych odbywają się w pewnych cyklach (seria obniżek i seria podwyżek). Można zaobserwować, że cyklowi obniżek towarzyszy zwykle trend wzrostowy na giełdzie, a cyklowi podwyżek stóp trend spadkowy. Przykładowo cyklowi obniżek między listopadem 2008 a styczniem 2009 towarzyszył ponad 70-procentowy wzrost wartości indeksu giełdowego WIG, a cyklowi podwyżek stóp między styczniem 2011 a listopadem 2012 około 9-procentowy spadek.

Czy stopa bezrobocia ma znaczenie w ocenie sytuacji gospodarczej?

6

Ważnym obserwowalnym miernikiem stanu gospodarki jest również stopa bezrobocia. Jest ona ściśle związana ze wskaźnikiem wzrostu PKB, ale również wpływa na jego poziom i przez to na notowania giełdowe. Jak możemy zdefiniować bezrobocie?

4. Analiza makroekonomiczna kraju

Bezrobocie – stan gospodarki, w którym brakuje miejsc pracy dla osób, które jednocześnie są do niej zdolne i chcą ją podjąć (aktywnie jej poszukują). Miernikiem bezrobocia jest stopa bezrobocia, określająca procentowy udział bezrobotnych w ogólnej liczbie osób zawodowo czynnych. W analizie makroekonomicznej istotna jest właśnie stopa bezrobocia i jej zmiana w czasie.

Pozytywnym sygnałem jest spadek stopy bezrobocia, gdyż świadczy on o:

- wzroście zapotrzebowania na pracę i jest sygnałem wzrostu gospodarczego.
- większej konsumpcji, gdyż gospodarstwa domowe mają stały dochód i nie obawiają się utraty pracy, co skłania do realizowania większych wydatków. Jak już wspomnieliśmy rosnący popyt wpływa pozytywnie na wzrost gospodarczy.

Analiza sygnałów gospodarczych nie jest jednak zawsze taka jednoznaczna. Zakłada się, że w gospodarce istnieje pewien naturalny poziom bezrobocia. Są to osoby, które w danym czasie są w trakcie zmiany pracy.

Spadek stopy bezrobocia do poziomu bliskiego bezrobociu naturalnemu może oznaczać rosnące kłopoty pracodawców ze znalezieniem pracowników. To może z kolei wstrzymywać inwestycje i hamować wzrost produkcji. Spadek bezrobocia idzie często w parze ze wzrostem płac.

Większe trudności w znalezieniu pracowników skłaniają pracodawców do podnoszenia zarobków i wzmagają również presję pracowników na pracodawców i rząd do podnoszenia płac. Podnoszenie płac i rosnące koszty pracy są silnym impulsem inflacyjnym. Z jednej strony zwiększają popyt w gospodarce, a z drugiej zwiększają koszty produkcji i zmniejszają zyski spółek.

Jaki sygnał dla inwestora mogą stanowić zmiany poszczególnych wskaźników makroekonomicznych?

Ten krótki opis analizowanych danych makroekonomicznych wskazuje na sieć łączących je zależności i cykliczność zachodzących zmian. Na poziomie podstawowym analiza makroekonomiczna może koncentrować się na sygnałach płynących z gospodarki (zmiana wskaźników) oraz ocenie ich wpływu na rynek giełdowy.

Tabela 1.3. Wpływ najważniejszych wskaźników makroekonomicznych na rynek kapitałowy

Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy

Wskaźnik	Kierunek zmiany	Sygnał dla rynku giełdowego	Uwagi
Wzrost PKB	wzrost	pozytywny	-
Wzrost PKB	spadek	negatywny	-
Stopa inflacji	wzrost	negatywny	niewielki wzrost wskaźnika inflacji, szczególnie gdy mamy do czynienia z deflacją lub inflacją bliską 0 może być postrzegany pozytywnie
Stopa inflacji	spadek	pozytywny	spadek inflacji poniżej 0 (deflacja) będzie traktowany negatywnie
Stopa procentowa	wzrost	negatywny	w pewnych warunkach może być odczytywany przez rynek pozytywnie jako spodziewany instrument walki z inflacją
Stopa procentowa	spadek	pozytywny	może być odczytywany negatywnie, gdy poziom spadku nie jest zgodny z oczekiwaniami rynku
Stopa bezrobocia	spadek	pozytywny	spadek do poziomu bliskiego bezrobociu naturalnemu może być odbierany negatywnie
Stopa bezrobocia	wzrost	negatywny	w pewnej mierze poprawia sytuację pracodawców na rynku pracy wobec pracowników, ogranicza presję płacową

4. Analiza makroekonomiczna kraju

Oprócz analizy pojedynczych sygnałów warto również spojrzeć na fazę cyklu gospodarczego, w którym znajduje się gospodarka, na podstawie pewnego zestawu informacji pochodzących z gospodarki. Pewne sygnały można przypisać poszczególnym fazom cyklu koniunkturalnego.

Tabela 1.4. Czynniki makroekonomiczne w fazach cyklu koniunkturalnego

Źródło: Międzynarodowy Fundusz Walutowy

Faza cyklu	wzrost PKB	inflacja	stopy procentowe	bezrobocie
faza ożywienia	słaby wzrost ale widoczne przyspieszenie	niska	niskie	wysokie, ale malejące
faza ekspansji	wysoki	rosnąca	stopniowo podwyższane	niskie
górnny punkt zwrotny	wysoki	wysoka	wysokie	niskie
faza spowolnienia	wysoki, ale malejący	wysoka	wysokie	niskie, ale rosnące
faza recesji	niski	wysoka, malejąca	stopniowo obniżane	wysokie
dolny punkt zwrotny	niski lub spadek	niska	niskie	wysokie

Jest to zestawienie poglądowe, a rzeczywiste fazy cyklu koniunkturalnego mogą się nieco różnić. Warto jednak na podstawie zmieniających się wartości wskaźników analizować i próbować określać fazę cyklu koniunkturalnego, aby właściwie podejmować decyzje inwestycyjne.

STRESZCZENIE

W tym rozdziale przedstawione zostały podstawowe zagadnienia dotyczące podstawowych charakterystyk gospodarki oraz analizy makroekonomicznej kraju.

Najważniejsze wnioski:

- makroekonomia bada ogół zjawisk gospodarczych i powiązań między nimi,
- nie ma jednego wskaźnika, który w sposób jednoznaczny opisywałby stan gospodarki, ale najważniejszym wskaźnikiem jest PKB i jego wzrost,
- inflacja informuje o spadku siły nabywczej pieniądza,
- rynki finansowe pełnią szczególną rolę w gospodarce pozwalając na efektywną alokację kapitału,
- rynek pieniężny służy głównie do regulowania płynności finansowej podmiotów,
- rynek kapitałowy zapewnia środki finansowe na rozwój i umożliwia długoterminowe inwestycje finansowe,
- rynek walutowy oprócz miejsca wymiany waluty pełni również funkcję transferu kapitału i ryzyka
- rynek instrumentów pochodnych umożliwia transfer ryzyka finansowego
- każda gospodarka rozwija się cyklicznie,
- rozwój gospodarki oraz funkcjonowanie rynków finansowych nie zależy tylko od czynników wewnętrznych, ale również od rozwoju gospodarki w innych krajach i funkcjonowania globalnych rynków finansowych,

- analiza makroekonomiczna jest pierwszym etapem analizy fundamentalnej, a więc kompleksowego podejścia prowadzącego do wyboru inwestycji,
- w zależności od fazy cyklu koniunkturalnego inwestorzy wybierają inwestycje o innym stopniu ryzyka,
- cykl koniunkturalny wpływa na wyniki finansowe spółek oraz notowania instrumentów finansowych na rynku,
- na ocenę możliwości inwestycyjnych mają wpływ polityki realizowane przez państwo,
- inflacja i stopy procentowe są ze sobą ściśle powiązane i wpływają na koszt pieniądza na rynku, a ich poziom jest ściśle związany z fazą cyklu koniunkturalnego.
- poziom bezrobocia przekłada się bezpośrednio na popyt w gospodarce, a jednocześnie jest ważnym wskaźnikiem informującym o aktywności gospodarczej,
- zmiany poszczególnych wskaźników makroekonomicznych wywołują pozytywne i negatywne sygnały dla rynku finansowego

EUR/USD - 1,35379 - 00:00:00 14 giu (EEST)

EURUSD (Bid), Ticks, # 300 / 300



Order book (Bid) - Market 100

Order	Price
10000.0	15707.89
10000.0	8943.11
10000.0	8944.57
10000.0	10121.64
10000.0	7578.5
10000.0	4555.86
10000.0	8952.55
10000.0	11104.2
10000.0	474.96
10000.0	1387.262
10000.0	816.74
10000.0	745.516
10000.0	481.226
10000.0	10000.0

Gold, spot - 1,276,820 - 23:00:00 13 giu (CEST)

Gold, spot (Bid), 1 minute, # 159 / 300, Logarithmic, Heikin Ashi

