

# INDEPENDENT TRADER NEWSLETTER



Niezależny Portal Finansowy  
**INDEPENDENT  
TRADER**

Wydanie 05 / 2017

## W dzisiejszym wydaniu:

**1**

**Światelko w tunelu dla węgla**

**Str. 3-8**

Węgiel był jednym z najbardziej zniechędzonych surowców ostatnich lat. Niewykluczone jednak, że w obliczu wzrostu protekcjonizmu, wiele krajów ponownie sięgnie po tańsze źródła energii.

**2**

**Najważniejsze wydarzenia minionych tygodni -  
kwiecień 2017**

**Str. 9-17**

Wszystkie najważniejsze wydarzenia z pogranicza świata finansów i polityki zebrane w jednym miejscu.

**3**

**Wybory we Francji. Strefa euro w opałach**

**Str. 17-24**

Francuzi wybierają prezydenta. Tegoroczne wybory mogą okazać się kluczowe dla przyszłości strefy euro oraz całej Unii Europejskiej.

**4**

**Wartość czy perspektywa dużych zysków? Jakie  
akcje wybierać?**

**Str. 25-32**

Duże, stabilne spółki z silną pozycją rynkową czy nowe firmy z ogromnym potencjałem do wzrostu. Która z tych dwóch grup stanowi lepszy wybór dla inwestora?

**5****Co dalej z GDXJ?****Str. 33-37**

Największy ETF dający ekspozycję na małe spółki wydobywcze reagował w ostatnich tygodniach zupełnie inaczej niż ceny złota i srebra. Czy mamy powody do obawy?

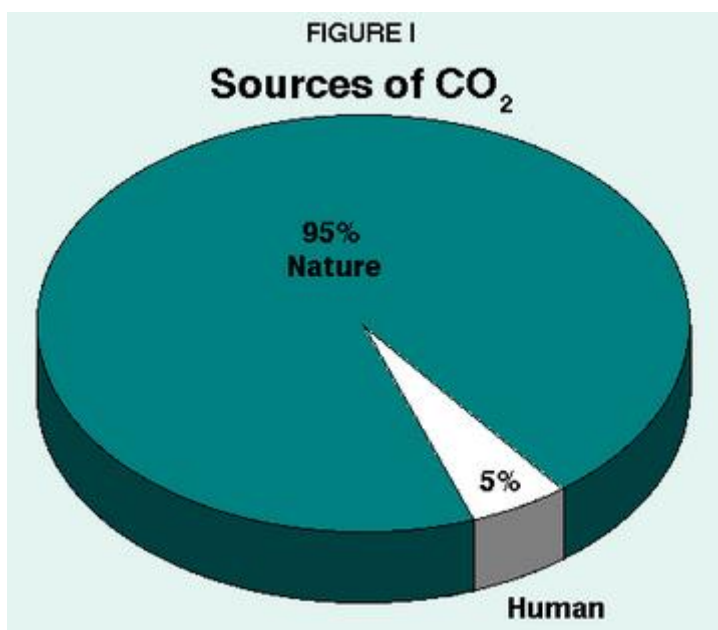
**6****Najważniejsze wydarzenia ostatnich tygodni -  
kwiecień 2017, cz. 2****Str. 38-47**

Druga część skrótu najważniejszych wydarzeń, zarówno geopolitycznych, jak i typowo finansowych.

## Światelko w tunelu dla węgla

Od wielu lat węgiel jako źródło pozyskiwania energii jest niesamowicie piętnowany. Mimo dostępności technologii ograniczającej emisje trujących cząstek to właśnie węglowi przypisuje się największy wpływ na ocieplenie klimatu, później przemianowane na zmiany klimatu. Zabieg marketingowy związany ze zmianą nazwy był konieczny, gdyż po blisko 20 latach okazało się, że klimat w ujęciu globalnym wcale się nie ociepla.

Mało kto zdaje sobie sprawę, że za ponad 90% emisji CO<sub>2</sub> odpowiadają oceany oraz środowisko naturalne. Spalanie paliw kopalnych generuje od 4,5% do 5%, w zależności od źródeł. Oznacza to, że jeśli zredukujemy emisję CO<sub>2</sub> generowaną przez człowieka o 20%, całkowita emisja zmniejszy się o zaledwie 1%. Co ciekawe, efekt ten może być łatwo zniwelowany jedną większą eksplozją wulkanu na Islandii czy w Indonezji.



Źródło: Natural Center for Policy Analysis

Twarde dane danymi, ale prawda musi być po naszej stronie. W każdym razie cała szopka z emisją CO<sub>2</sub> miała służyć kontroli wielkości produkcji w poszczególnych krajach pod płaszczykiem troski o środowisko naturalne. Dwutlenek węgla został okrzyknięty gazem szkodliwym, jeżeli nie trującym. Niestety, większość ludzi kupiła przekaz bez zadawania zbędnych pytań.

Za sprawą handlu prawami do emisji CO<sub>2</sub>, które jeszcze 3 lata temu były zmonopolizowane przez JP Morgan oraz Goldman Sachs, niektóre kraje, które w efekcie uwarunkowań gospodarki emitowały duże ilości CO<sub>2</sub>, musiały kupować na aukcjach prawa do dodatkowych emisji. Ceny rosły, natomiast spadała konkurencyjność danego kraju. Największym przegranym całej szopki z CO<sub>2</sub> stał się węgiel, od którego postanowiono odejść, zastępując go tzw. czystą energią odnawialną mimo kompletnego braku uzasadnienia ekonomicznego. W każdym

razie głównym winnym wszelkich huraganów czy anomalii pogodowych miał stać się węgiel.

Efekt był taki, że ceny surowca zaczęły spadać, a kompanie zajmujące się wydobywaniem węgla zaczęły generować potężne straty doprowadzając do 90% spadków cen akcji największych producentów węgla.

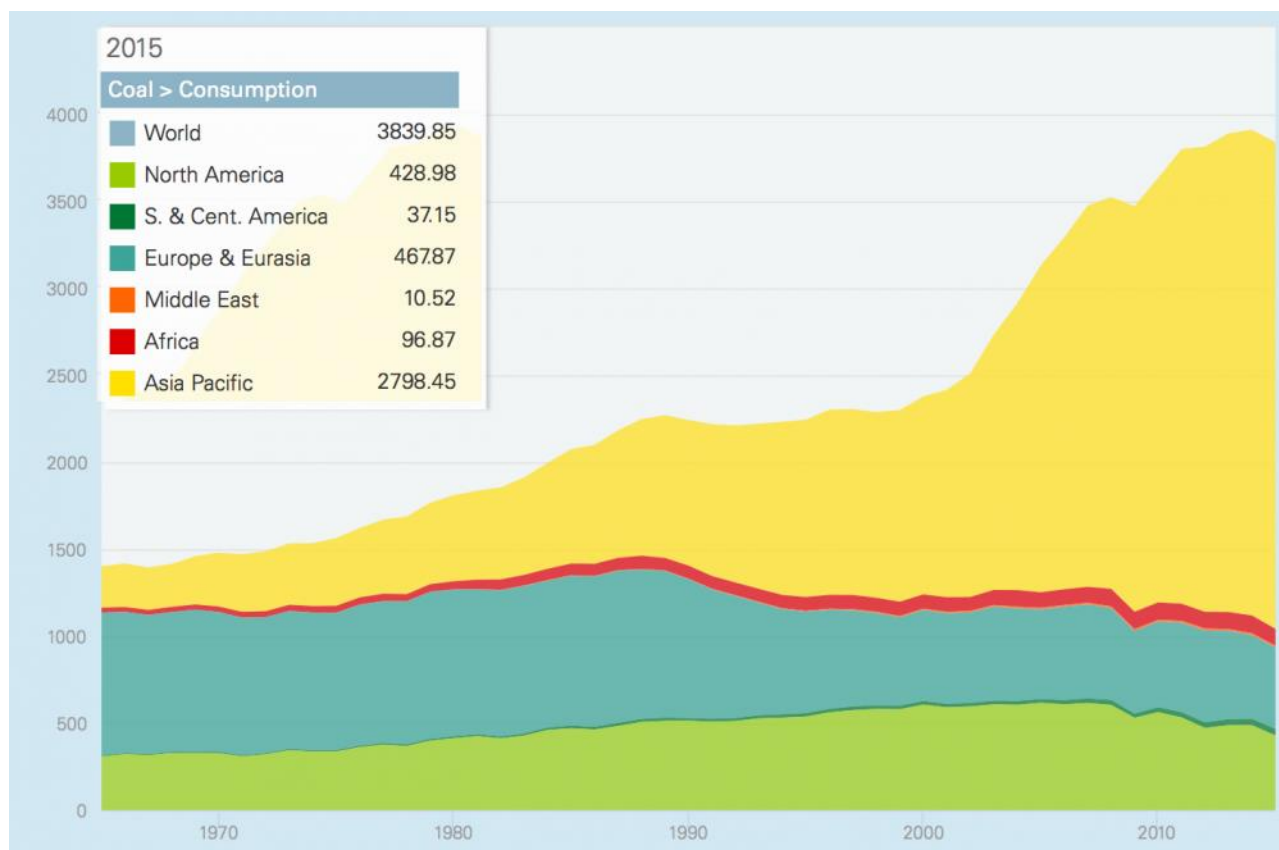
Ceny węgla, jak i spółek z sektora węglowego zanotowały dno przed rokiem, podobnie zresztą jak cały sektor surowcowy. Od tego czasu notowania wielu z nich zdążyły się potroić. Mimo to, ich ceny są nadal blisko 70% poniżej szczytów z 2011 roku, czyli tam gdzie były w 2009 roku po pęknięciu bańki na rynku surowców.

Na temat węgla zdecydowałem się napisać kilka słów ze względu na fakt, że w obliczu problemów gospodarczych coraz więcej państw zaczyna wycofywać się z traktatów dotyczących ograniczeń emisji CO<sub>2</sub>, co z kolei powinno przełożyć się na wyższe ceny surowca. Ostatecznie to właśnie węgiel nadal stanowi główne źródło produkcji energii elektrycznej.

W ostatnim czasie prezydent USA Donald Trump podpisał dekret o tzw. „niezależności energetycznej”. Oznacza on wycofanie się z polityki Obamy, który chciał zapobiegać „globalnym zmianom klimatu”. Nie bez znaczenia jest fakt, że to właśnie Stany Zjednoczone dysponują największymi złożami węgla na świecie.

Podobne zresztą podejście promowane jest w Azji, w której stawia się na rozwój gospodarczy i zysk odkładając na bok kwestie ochrony środowiska czy abstrakcyjnych praw do emisji CO<sub>2</sub>. Nie jest zresztą żadną tajemnicą, że krajom azjatyckim (Chiny, Indie, Indonezja) przyznano prawa do emisji dwutlenku węgla na nieporównywalnie wyższym poziomie niż Unii Europejskiej.

Poniżej zamieściłem grafikę pokazującą zużycie węgla na świecie. Doskonale pokazuje ona, jak szybko zwiększa się udział Azji (kolor żółty).



Źródło: tools.bp.com

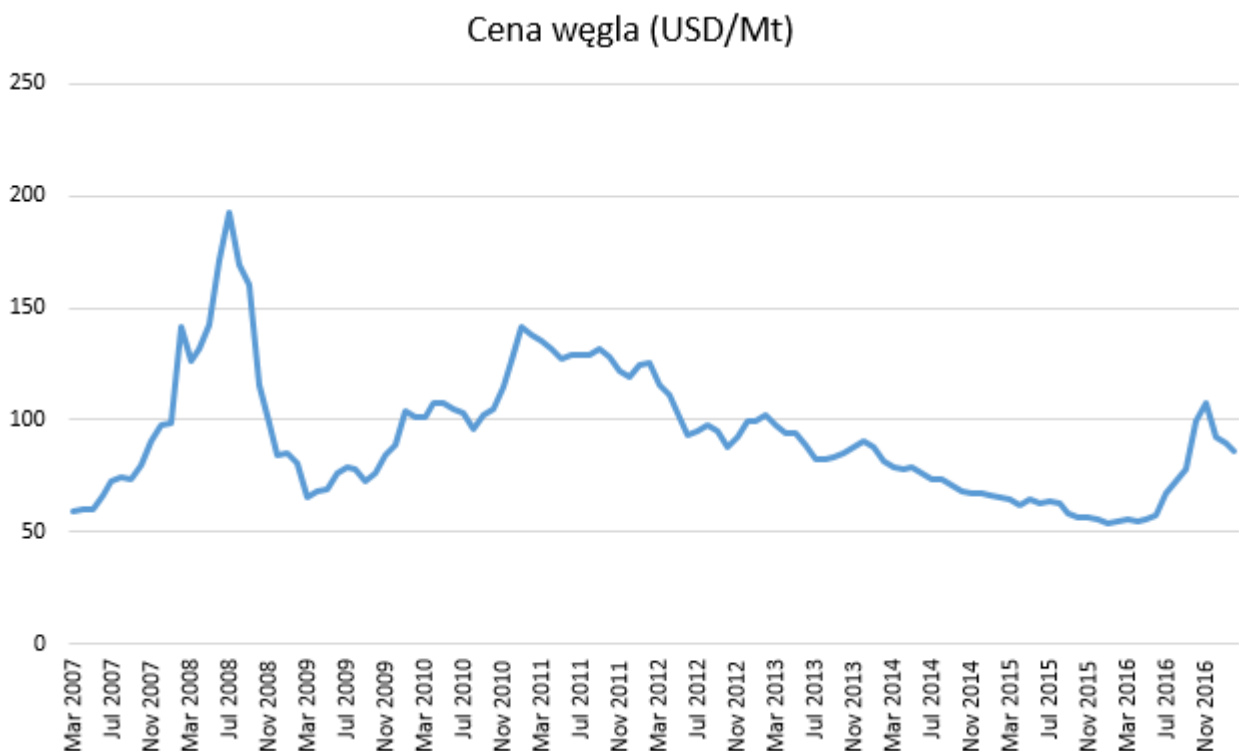
Kolejnym czynnikiem przemawiającym za powrotem do węgla jest silny lobbing największych producentów węgla jak chociażby Australii, której władze wprost komunikują społeczeństwu, że albo idziemy w kierunku redukcji CO<sub>2</sub>, niszczymy miejsca pracy albo zmienimy obecną politykę. Zważywszy na problemy ekonomiczne wynikłe z globalnego spowolnienia gospodarczego nie mam złudzeń, że absolutnym priorytetem będzie ochrona miejsc pracy i stopniowe luzowanie praw do emisji CO<sub>2</sub>. W podobnym tonie wypowiadają się nie tylko władze Australii, ale również Kanady, Tajlandii, Indonezji oraz Polski. Ostatecznie tzw. zielona energia nie ma szans na zastąpienie energetyki węglowej, a przynajmniej nie na przestrzeni najbliższych 3-4 dekad.

W Europie na razie nie widać silnych tendencji powrotu do węgla, ale uważam, że jest to wyłącznie kwestia czasu. UE jest ekstremalnie zbiurokratyzowana i zadłużona na każdym poziomie. Dezintegracja Unii już się rozpoczęła i moim zdaniem nie ma realnych szans na jej powstrzymanie. Kolejny cios UE otrzyma zapewne już za 3 tygodnie, gdy tylko Marine Le Pen wygra wybory we Francji, na co moim zdaniem ma bardzo duże szanse. W otoczeniu postępującej dezintegracji normy narzucane przez Brukselę przestaną mieć jakkolwiek siłę oddziaływania i na pierwszym miejscu stanie rachunek ekonomiczny. Będzie to przypadek w stylu Japonii, która zdecydowała się powrócić do elektrowni atomowych. Nie zapominajmy także, że UE w obecnym kształcie jest czwartym konsumentem węgla na świecie, a państwa UE importują rocznie ponad 200 mln ton surowca. Surowca, który przy zniesieniu wielu barier mógłby być wydobywany w Europie.

Aby nie podchodzić do tematu wyłącznie z jednej strony koniecznie należy zaznaczyć, że póki co 26 z 28 państw UE ogłosiło, że po 2020 roku nie wybudują ani jednej elektrowni opartej na węglu. Sprzeciwiła się Polska oraz Grecja. Pytanie czy UE dotrwa do tego czasu, oraz jak podejść do tematu nowe władze poszczególnych państw, kiedy bankructwo lub przerwy w dostawach energii zajrzą im w oczy.

W nieco zbliżonym tonie wypowiadają się także władze Indii, które zobowiązały się do produkcji nie mniej niż 40% energii z innych źródeł niż paliwa kopalne.

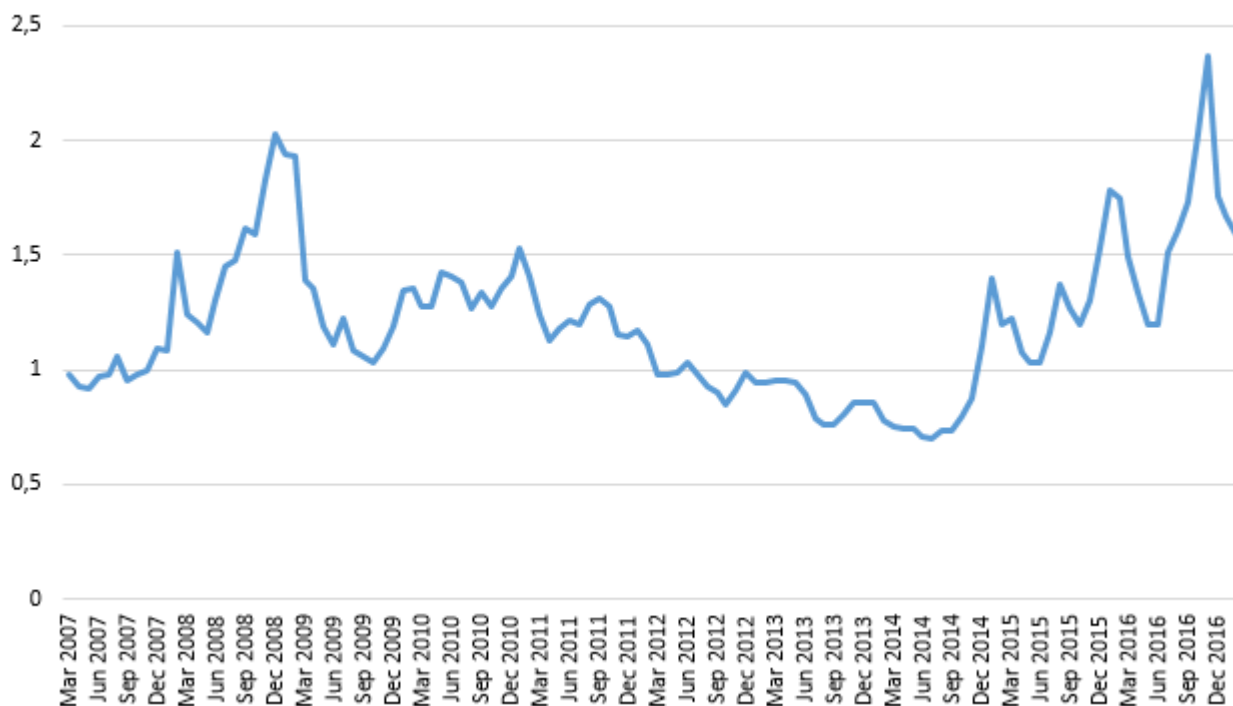
Zastanawiająca jest także cena węgla, która z jednej strony jest nominalnie niska choć nie tak, jak przed rokiem.



Źródło: Opracowanie własne

Z drugiej strony ceny węgla w relacji do cen ropy naftowej przez długi czas oscylowały na poziomie 1:1. Dziś ta relacja wynosi 1:1,58. Węgiel w relacji do ropy jest po prostu drogi. Pytanie brzmi: czy to węgiel jest drogi, czy to ropa naftowa jest nadal wybitnie tania?

## Cena węgla / cena ropy



Źródło: Opracowanie własne

## Jak zająć pozycję w węglu?

Sposobów oczywiście jest wiele. Ja jednak zazwyczaj skupiam się na tanich, płynnych ETF'ach. Jednym z nich jest KOL dostępny na giełdzie w NY. Na przestrzeni lat 2011 - 2016 stracił on prawie 90%. Od tego czasu zdążył się jednak potroić!!! Pierwsza faza odbicia po takich spadkach jest prawie zawsze niezwykle gwałtowna i tym razem nie było inaczej.





ETF dość ciekawie wygląda pod względem P/BV (cena do wartości księgowej) = 1,19. P/E (cena do zysku) nie wygląda już tak dobrze, gdyż przekracza 22, lecz jest to najprawdopodobniej wynik niskich cen węgla za ostatnie 12 miesięcy. Co więcej, patrząc z krótkoterminowej perspektywy KOL jest obecnie bardzo drogi. RSI podchodzi pod 70, w związku z czym przydała by się co najmniej kilku procentowa korekta, która może być okazją do zajęcia długoterminowej pozycji.

Trader21

## Najważniejsze wydarzenia minionych tygodni – kwiecień 2017

### Wydarzenia w Syrii: Operacja fałszywej flagi?

Przed kilkoma dniami Stany Zjednoczone zbombardowały bazę powietrzną w Syrii. Była to reakcja na atak chemiczny przeprowadzony rzekomo na zlecenie syryjskiego przywódcy Baszara al-Asada.

Wiele osób poddaje jednak w wątpliwość informacje dotyczące wspomnianego ataku chemicznego. Peter Ford, były ambasador Wielkiej Brytanii w Syrii, stwierdził, że nie ma żadnych dowodów na to, iż eksplozja była tym za co się ją uważa. Dodał również, że przeprowadzenie ataku chemicznego nie mogłoby przynieść Asadowi żadnych pozytywnych efektów.

W podobnym tonie wypowiedział się były kongresmen Ron Paul, który jest stuprocentowo pewien, że ewentualny atak nie mógł być sprowokowany celowymi działaniami syryjskiego przywódcy.

Oficjalna wersja została poddana w wątpliwość nawet na antenie CNN. Thomas Massie, członek Izby Reprezentantów, powiedział, że jego zdaniem Asad nie zlecił ataku, ponieważ nie byłoby to w jego interesie. Massie dodał, że chciałby poznać więcej szczegółów związanych z przeprowadzeniem ataku chemicznego w Syrii, o ile faktycznie do takowego doszło.

Warto również pamiętać, że atak chemiczny, ze względu na swoją specyfikę, rodzi wyjątkowo silne reakcje wśród reszty świata. Trudno zatem znaleźć jakikolwiek powód, dla którego Baszar al-Asad miał zdecydować się na takie rozwiązanie.

Historia pokazuje, że wiele konfliktów miało swoje źródło w atakach bądź prowokacjach, które następnie przypisywane były innym narodom. Popularnie określa się to mianem „operacji fałszywej flagi”. Naszym zdaniem w Syrii miała miejsce jedna z takich operacji. W ten sposób Stany Zjednoczone zapewniły sobie uzasadnienie dla przeprowadzenia ataku. Głównym celem nie było jednak zbombardowanie bazy lotniczej, lecz przetestowanie systemów obrony, w które Syria została wyposażona przez Rosję. Z amerykańskiego punktu widzenia była to znakomita okazja, by sprawdzić rosyjską technologię.

### FED zamierza zredukować bilans

Większość członków Federalnego Komitetu Otwartego Rynku, odpowiedzialnego w USA m.in. za ustalanie poziomu podaży pieniądza, opowiedziało się za redukowaniem bilansu FED. Operacja miałaby rozpocząć się jeszcze w trakcie 2017 roku.

Co takie działanie oznacza dla rynków finansowych? Do tej pory zauważalna była bardzo silna korelacja pomiędzy wzrostem bilansu FED (czerwona linia na wykresie) a indeksem giełdowym S&P 500 (zielona linia). W ostatnich miesiącach akcje ruszyły jeszcze wyżej w efekcie powyborczej euforii.



Zważywszy na widoczną powyżej korelację, ewentualna redukcja bilansu może wprowadzić niepokój wśród inwestorów. Warto również dodać, że duża część członków FOMC uważa, że rynek akcji w USA znajduje się dzisiaj bardzo wysoko. Mamy zatem coraz więcej sygnałów wskazujących na prawdopodobną korektę.

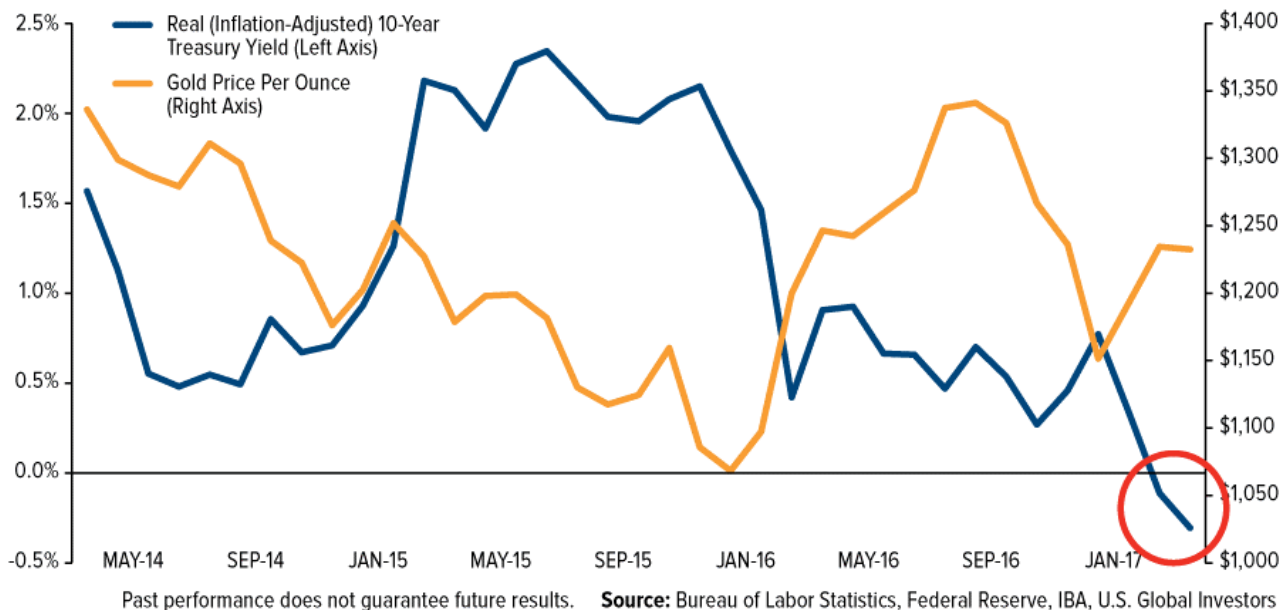
Niewykluczone, że przy okazji redukcji bilansu doczekamy się kolejnego cudu dotyczącego amerykańskich obligacji. W ostatnich 2 latach FED utrzymywał podobny poziom bilansu, zagranica wyprzedawała amerykańskie obligacje, a ich rentowność mimo wszystko utrzymywała się na zbliżonych poziomach. Kupcami mieli być rzekomo indywidualni inwestorzy (pomimo że rynek akcji i nieruchomości był zalany kapitałem). Teraz o utrzymanie niskiej rentowności obligacji będzie jeszcze ciężiej, ale niewykluczone, że do akcji ponownie wejdzie jakiś [tajemniczy kupiec](#). Naszym zdaniem ratowanie sytuacji przejmie na siebie Exchange Stabilization Fund.

### USA: Realne stopy procentowe już oficjalnie poniżej zera

Realne stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych od dłuższego czasu znajdują się poniżej zera. Teraz oficjalnie przyznały to również źródła rządowe, czego potwierdzeniem jest poniższy wykres.

## Gold Expected to Continue Benefiting from Low to Negative Real Rates

March 2014-March 2017



Powyzsza sytuacja sprawi, że kolejna grupa inwestorów przeniesie swój kapitał w kierunku aktywów chroniących przed inflacją, takich jak metale szlachetne. To jednak nie jedyny czynnik sprzyjający metalom, a złotu w szczególności.

Już niebawem prezydent Donald Trump zmuszony będzie podpisać dekret o podwyższeniu limitu długu Stanów Zjednoczonych. Przez wiele lat wzrost ceny złota (złota linia na poniższym wykresie) był silnie skorelowany ze wzrostem długu USA (czerwona linia).



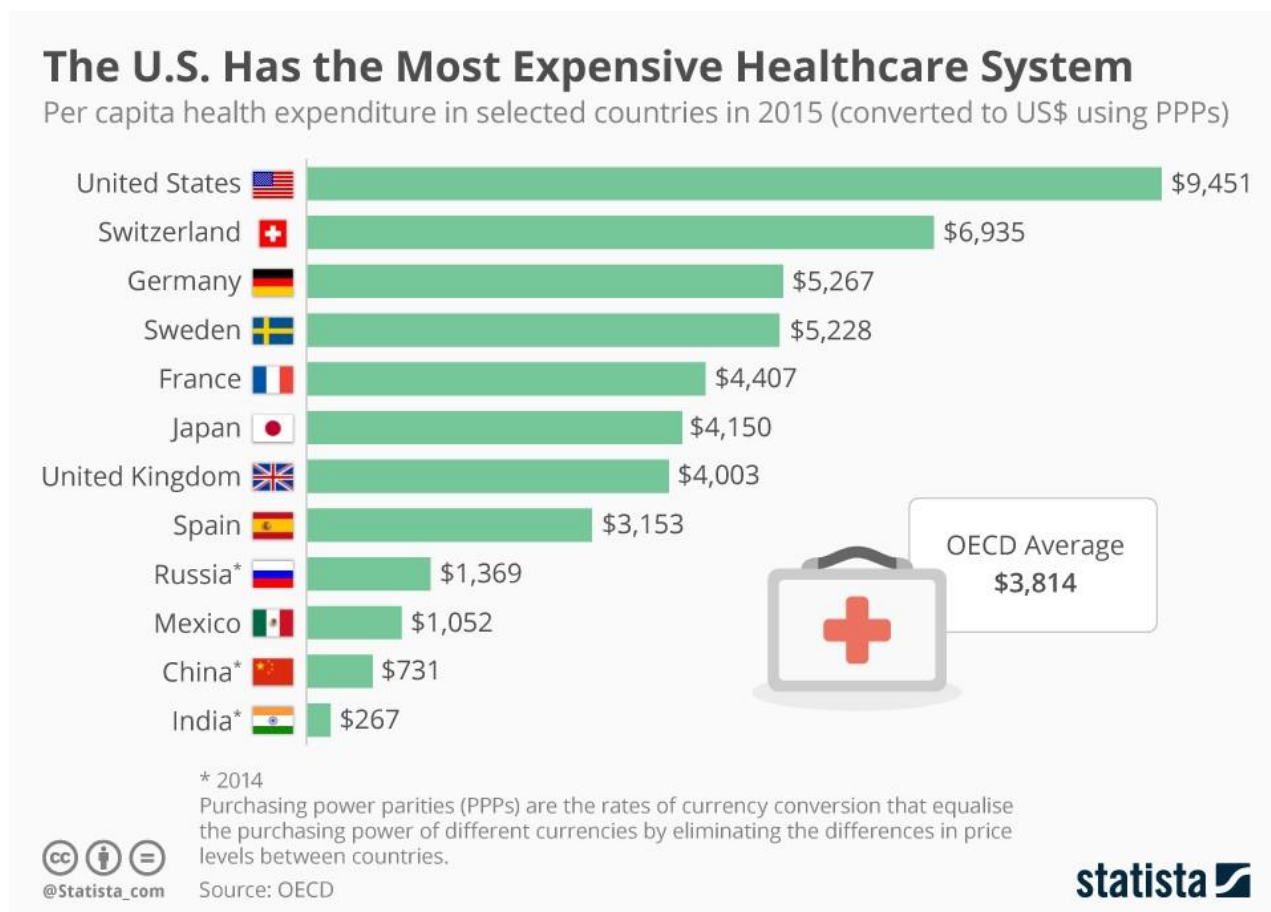
Wykres pokazuje jednak, że kilka lat temu doszło do sporego rozjazdu – złoto stanęło w miejscu, natomiast dług nieprzerwanie wzrastał. Aby dziś powrócić do stanu równowagi żółty metal musiałby zdrożeć o ok. 40%.

Póki co, od początku roku złoto zdrożało już o niemal 12%.

## Obama stworzył najdroższy system zdrowia na świecie

Siedem lat temu Stany Zjednoczone wprowadziły ustawę o systemie opieki zdrowotnej, która od nazwiska głównego inicjatora zaczęła być określana jako Obamacare. Zgodnie z założeniami, nowe prawo miało zapewniać opiekę zdrowotną wszystkim Amerykanom, niezależnie od tego czy ktoś nie pracuje bo nie może, czy też dlatego, że po prostu mu się nie chce.

Powszechna i rzekomo darmowa służba zdrowia to instytucja typowa dla krajów socjalistycznych. Wprowadzanie socjalizmu zawsze kończy się tym samym – obniża motywację obywateli do pracy, zmniejsza ich efektywność, w efekcie czego rosną ceny dóbr i usług. Trzeba jednak przyznać, że w przypadku Obamacare koszty funkcjonowania są niebotycznie wysokie. Jak pokazuje poniższy wykres, koszt opieki medycznej przypadający na jednego obywatela wynosi w USA niemal 10 tys. USD rocznie.



## **Turcja: Bank centralny z prawem pierwokupu złota?**

Tureckie władze rozważają nadanie bankowi centralnemu prawa pierwokupu złota wydobywanego na terenie kraju. W ten sposób bank mógłby łatwo nabywać aktywo utrzymujące wartość (złoto) w zamian za aktywo tracące na wartości (lira), nie naruszając przy tym zagranicznych rezerw walutowych.

## **Idaho: Koniec opodatkowania zysków ze sprzedaży metali szlachetnych**

Władze Idaho zrezygnowały z jakiegokolwiek opodatkowania metali szlachetnych. Do tej pory, kiedy ktoś sprzedawał metale szlachetne, był narażony na podatek od zysku. Tymczasem nie musi to być wcale realny zysk, a jedynie rezultat inflacyjnej polityki Rezerwy Federalnej, która prowadzi do obniżenia siły nabywczej dolara. W efekcie czymś naturalnym jest wzrost nominalnej wartości metali szlachetnych, które utrzymują wartość.

Idaho to nie wyjątek. Do wprowadzenia podobnego prawa szykuje się Arizona, prace trwają również w Tennessee, Maine oraz Alabamie.

## **Goldman Sachs poszerza wpływy wokół Trumpa**

James Donovan, 50-letni bankier Goldman Sachs, został zastępcą sekretarza stanu Stevena Mnuchina (do niedawna również związanego z GS).

Siłę oddziaływania Departamentu Stanu opisaliśmy dokładnie w niedawnym artykule pt. [Czym naprawdę jest Exchange Stabilization Fund?](#)

## **Dramatyczny stan sektora bankowego w Europie**

W przypadku 10 krajów Unii Europejskiej współczynnik zagrożonych kredytów (NPL) przekracza 10%. Wartość NPL dla całej UE to ponad 1 bln euro.

W lutym wiceprzewodniczący EBC zaproponował stworzenie nowej klasy „złych banków”, wspieranych przez rządy, aby wykupić od banków komercyjnych część toksycznych aktywów. Podobne działania przeprowadził w 2008 roku amerykański FED.

Zdaniem przewodniczącego Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego, Andrea Enrii, jedną z największych zalet wprowadzenia unijnych „złych banków” jest uniknięcie oporu politycznego, który mógłby pojawić się na szczeblach krajowych.

Po raz kolejny potwierdza się, że ponadnarodowe instytucje znakomicie nadają się do ratowania niewydolnego systemu z dala od uwagi zwykłych obywateli. Dodatkowo, taki sposób działania usuwa jakąkolwiek odpowiedzialność za zbyt ryzykowne zarządzanie instytucjami finansowymi.

To najgorsze z możliwych rozwiązań – banki mogą podejmować szalone ryzykowne decyzje za które na końcu płacą obywatele. Grabież następuje poprzez operację bail-in bądź też w wyniku inflacji (ostatecznie instytucje skupują aktywa od banków za świeżo wykreowane pieniądze).

## **Rosja i Chiny omijają dolara**

Rosja zdecydowała się na otwarcie pierwszego zagranicznego oddziału banku centralnego, który został zlokalizowany w Pekinie. Znaczna część jego działalności będzie związana z przeprowadzeniem inauguracyjnej emisji rosyjskich obligacji denominowanych w juanach. W ten sposób Rosja będzie mogła np. inwestować w Chinach bądź nabywać chińskie złoto przy całkowitym pominięciu dolara.

Z kolei chińskie władze wyznaczyły Bank Przemysłowo-Handlowy jako podmiot, który będzie zajmował się rozliczeniami w juanach na terenie Rosji.

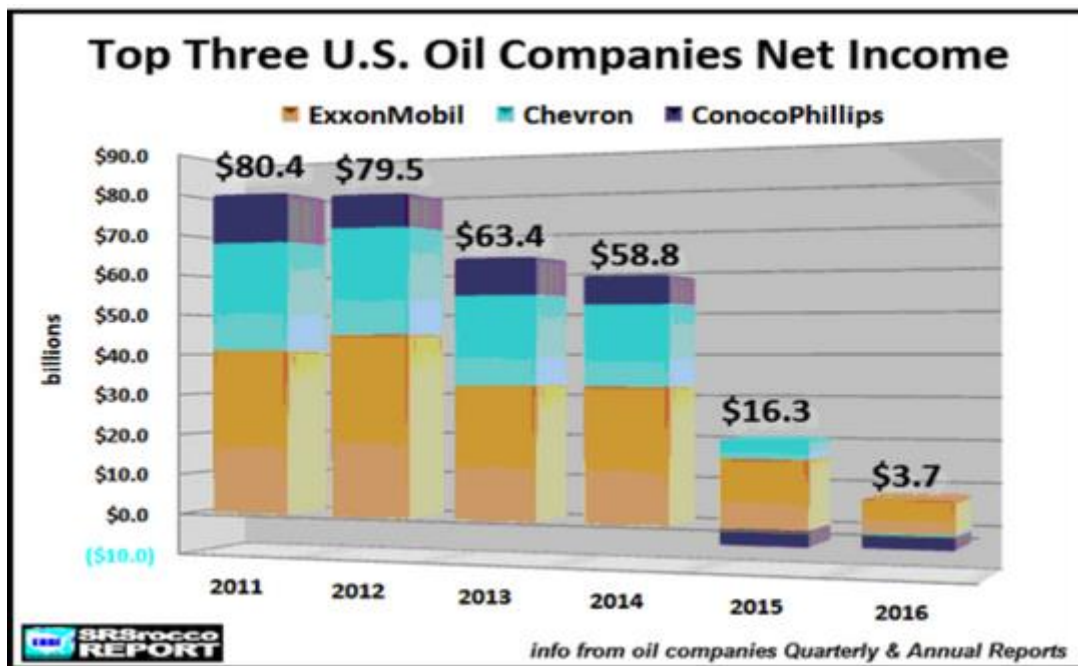
Powyższe działania to kolejny element rosyjsko-chińskiej współpracy, mającej na celu zdetronizowanie dolara jako globalnej waluty rezerwowej.

Zacieśnienie relacji na linii Rosja – Chiny potwierdza skala wymiany handlowej, która na przestrzeni ostatniego roku wzrosła aż o 34%. Do Rosji powędrowały chińskie towary o łącznej wartości 3,41 bln dolarów. Z kolei wartość rosyjskich dóbr i usług nabywanych przez Chińczyków wyniosła 3,14 bln dolarów.

## **Niskie ceny ropy zwiększają presję na gigantach energetycznych**

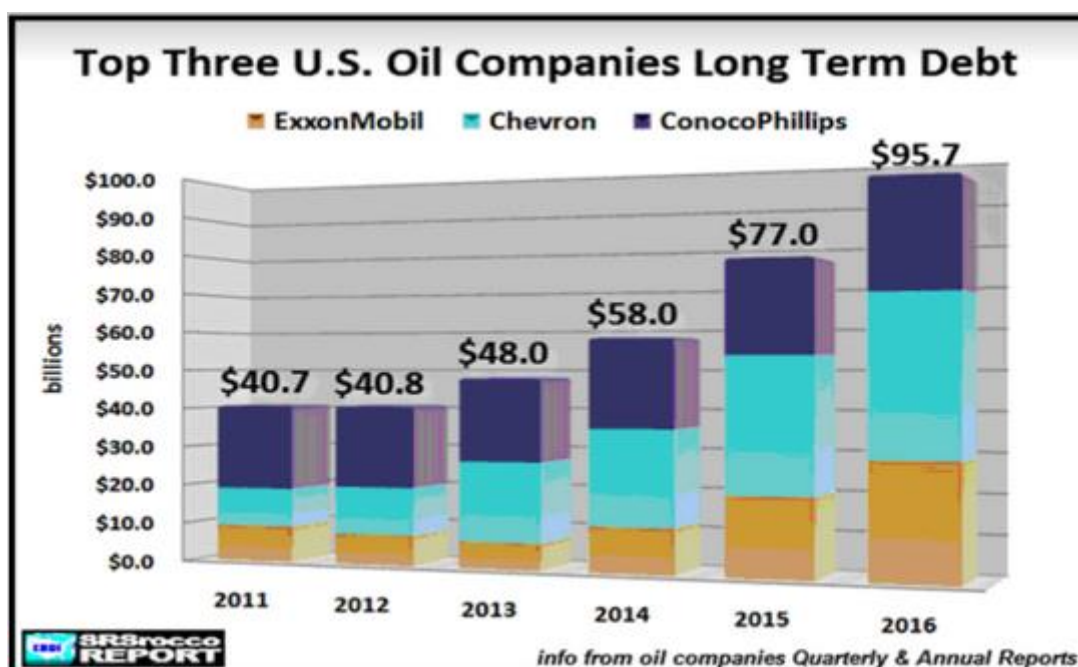
Słaba kondycja branży jest zazwyczaj najmniej odczuwalna dla największych spółek. Wynika to w dużej mierze z faktu, że gigantom znacznie łatwiej jest pozyskiwać fundusze na działalność. Zadyszka sektora naftowego trwa jednak na tyle długo, że nawet największe amerykańskie spółki, jak Exxon, Chevron czy ConocoPhillips zaczęły boleśnie odczuwać kryzys.

Poniższy wykres przedstawia łączne zyski netto trzech wymienionych spółek w latach 2011-2016.



W zeszłym roku łączny zysk ExxonMobil, Chevron oraz ConocoPhillips wyniósł zaledwie 3,7 mld USD. Na przestrzeni zaledwie 4 lat, zyski gigantów spadły o ponad 95%!

Nie można zapominać o wydatkach inwestycyjnych, a także dywidendach wypłacanych przez wszystkie trzy powyższe spółki. Znikome zyski nie były w tym wypadku wystarczające, dlatego też energetyczni giganci musieli zdecydować się na zwiększenie zadłużenia. Szczegóły na wykresie:



Długoterminowe zadłużenie analizowanych spółek wzrosło z 41 mld USD w 2012 roku do 96 mld USD w 2016 roku. Oznacza to wzrost o 135%!



Niskie ceny ropy uderzają również w państwa najsilniej oparte na eksporcie ropy. Dla przykładu, rezerwy walutowe Arabii Saudyjskiej na przestrzeni 2,5 roku spadły z 797 mld USD do 536 mld USD.

Pomimo wzrostu cen ropy o ponad 100% (z 27 USD do 55 USD), sektor nadal znajduje się w opłakanej sytuacji. W dłuższej perspektywie będzie to oznaczać ograniczenie produkcji, a następnie wzrost cen surowca.

*Zespół Independent Trader*

## Wybory we Francji. Strefa euro w opałach

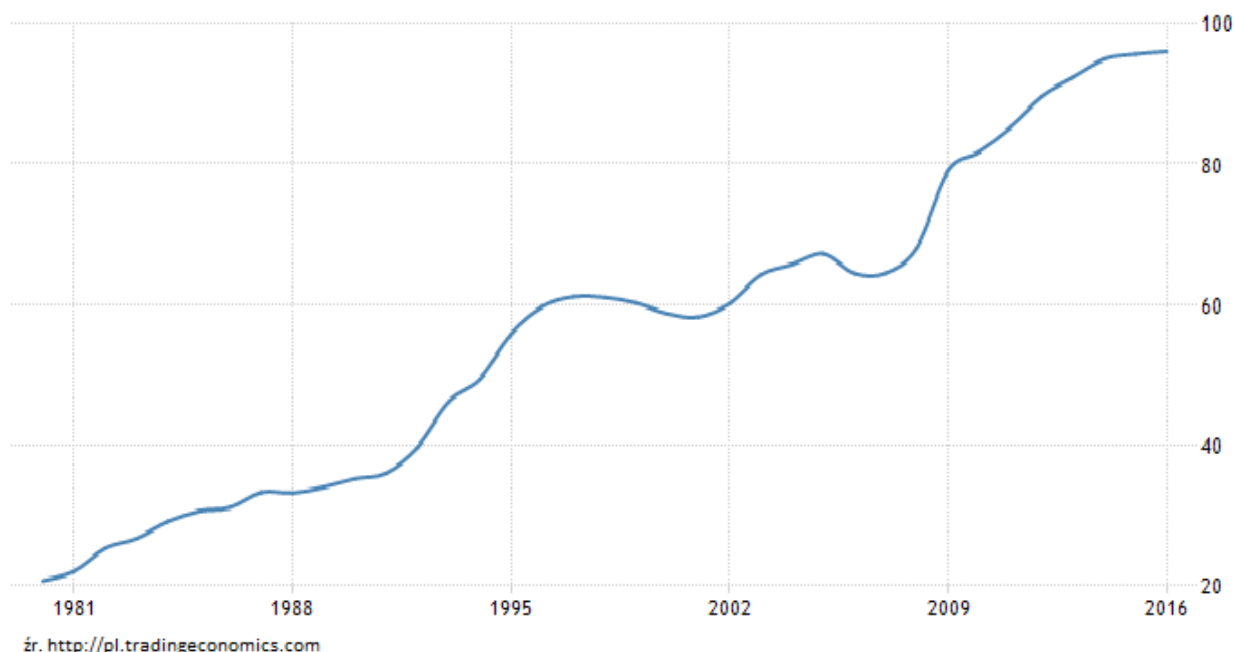
Pięcioletnia kadencja Francois Hollande'a we Francji dobiega końca. Okres ten nie będzie najlepiej wspomniany przez naród francuski, któremu ciężko wymienić chociaż jeden z sukcesów prezydenta, poza tym, że nie zdecydował się kandydować w kolejnych wyborach. W ciągu kilku ostatnich lat Unia Europejska, której trzon stanowią Francja oraz Niemcy, straciła na sile, co dobitnie podkreślił Brexit. Jedną z przyczyn był kryzys imigracyjny, który Francuzi mocno odczuli na swojej skórze. Kolejne problemy to biurokratyzacja gospodarki, a w efekcie odpływ dobrze płatnych miejsc pracy, głównie do Azji. Jak w przyszłości będzie wyglądać polityka Francji oraz Unii Europejskiej? Wiele powie nam na ten temat wynik wyborów prezydenckich, których pierwsza tura odbędzie się 23 kwietnia. Batalia o fotel prezydenta toczyć będzie się pomiędzy Marine Le Pen, Emmanuelem Macronem oraz Francoisem Fillonem.

### Tło wyborów

Francja znajduje się w kluczowym momencie. W ostatnich latach spadła liczba osób należących do klasy średniej, która obecnie stanowi około 2/3 kraju. Rozwarstwienie w społeczeństwie nie jest tak wielkie jak w Stanach Zjednoczonych, ale kierunek zmian nie napawa optymizmem. Ponadto rośnie liczba osób, zarabiających pensję minimalną. Przybywa również obywateli, żyjących z zasiłków. Jak wynika z badania przeprowadzonego przez Amerykańskie Centrum na rzecz Demokracji, bezrobocie wśród muzułmańskiej młodzieży wynosi już około 40%.

Oficjalny dług Francji w 2016 roku wyniósł 96% PKB. Marine Le Pen zwróciła uwagę, że aż 65% zadłużenia znajduje się w zagranicznych rękach.

# Francja - Dług Publiczny do PKB



## **Dlaczego kandydaci antyunijni / antyestablishmentowi zdobywają tak silne poparcie?**

Przyczyn jest kilka, ale do najważniejszych należą:

- Kryzys imigracyjny - tylko w 2015 roku przybyło do Europy prawie milion imigrantów. To najwyższy wynik od zakończenia drugiej wojny światowej. Rzeczywistość pokazała, że imigranci mają duże problemy z asymilacją. Nie można zapominać również o zamachach terrorystycznych o które obwinia się muzułmanów, jednak nie mogłoby do nich dojść bez cichego przyzwolenia służb specjalnych.
- Kryzys polityki zagranicznej - rzeczywistość pokazała, że cele i interesy poszczególnych krajów członkowskich Unii Europejskiej są sprzeczne. W szczególności było to widoczne podczas próby relokacji uchodźców, przeciwko której sprzeciwia się obecny rząd Polski.
- Przerost biurokracji – ogromna ilość regulacji unijnych, które komplikują prawo i spowalniają wzrost gospodarczy.
- Brexit i dążenie innych krajów do wyjścia z UE - decyzja Wielkiej Brytanii o chęci wyjścia z Unii Europejskiej była ogromnym szokiem dla opinii publicznej. Pojawiły się plany przeprowadzenia podobnych referendum w kolejnych krajach.

Istotną kwestią jest polityka wobec Rosji. Z jednej strony Unia Europejska zdecydowała się na sankcje wobec największego kraju świata, z drugiej strony nie brakuje chęci współpracy z Rosjanami. W gronie takich państw znajduje się także Francja. Kandydaci tacy jak Marine Le Pen i Francois Fillon chcą łagodzenia stosunków z państwem zarządzanym przez Władimira Putina. Ostatnimi czasy wspomina się o zacieśnieniu kooperacji w aspekcie antyterrorystycznym.

## **Marine Le Pen, kandydatka budująca elektorat na antyunijnych hasłach**

Liderka Frontu Narodowego to postać aktywna od wielu lat we francuskiej, jak i europejskiej polityce. Od 2004 roku zasiada w Parlamencie Europejskim. Jej ojcem jest Jean-Marie Le Pen, założyciel Frontu Narodowego. Ich przygoda polityczna zakończyła się w 2015 roku, kiedy to ojciec został wyrzucony przez córkę z partii. W ten sposób Marine zmieniła wizerunek ugrupowania, tonując język i obniżając poziom radykalizmu, co miało wpływ na wzrost poparcia.

Zmiana wizerunku pozwoliła na zwiększenie elektoratu, ale ataki ze strony establishmentu nie dobiegły końca. W głównej mierze wciąż wytyka się jej rasizm i radykalne poglądy. Ponadto media zarzucały Frontowi Narodowemu rzekome finansowanie przez Rosję.

## **Poglądy**

W swoim programie Marine Le Pen zapowiedziała odzyskanie tzw. czterech suwerenności. Aby do tego doprowadzić zamierza przeprowadzić referendum w sprawie Frexitu oraz rozpocząć indywidualne negocjacje z poszczególnymi krajami UE.

Wśród wspomnianych czterech suwerenności wymieniła: suwerenność terytorialną, suwerenność budżetową, suwerenność walutową oraz suwerenność legislacyjną.

W ramach suwerenności terytorialnej chce decydować o tym kogo Francja będzie wpuszczać oraz w jakich ilościach. Le Pen proponuje 10 tysięcy imigrantów rocznie oraz odebranie możliwości posiadania podwójnego obywatelstwa dla ludzi spoza Europy. Zamierza wyprowadzić Francję ze strefy Schengen, przywrócić granice narodowe, jak i uprościć proces wydalania obcokrajowców. Chce również usunąć flagę Unii Europejskiej ze wszystkich instytucji publicznych. W naszej ocenie każdy z tych punktów, z wyłączeniem wyjścia z Schengen, ma sens.

W aspekcie suwerenności budżetowej ważnym punktem jest kontrola banku centralnego, wykorzystanie Banku Francji do bezpośredniego finansowania Skarbu Państwa. Kolejnym celem jest obniżenie oprocentowania kredytów dla rodzimych przedsiębiorstw, jak również francuskich gospodarstw domowych. Ponadto Le Pen sprzeciwia się dyrektywie Unii Europejskiej, zakazującej wypłaty gotówki podczas problemu z płynnością w systemie finansowym.

Kandydatka na prezydenta chce również wprowadzić 35% podatek na produkty francuskich firm, prowadzących działalność poza granicami kraju, zmusić zagraniczne korporacje do płacenia większych podatków we Francji oraz wykorzystać "inteligentny protekcjonizm" do wspierania rodzimych przedsiębiorców. Chce również zakazać dostępu do rynku firmom, które korzystają z optymalizacji podatkowej.

Planuje chronić konsumentów, zakazując tym samym importu towarów niespełniających francuskich norm, jak również chce, aby francuskie produkty były specjalnie etykietowane. Działanie ma na celu zwiększenie świadomości dotyczącej francuskich produktów rolnych, które wyróżniają się wysoką jakością.

Ponadto, Marine Le Pen chce nałożyć dodatkowy podatek na firmy, które zatrudniają zagranicznych pracowników. Wszystko po to, aby pierwszeństwo zatrudnienia mieli Francuzi. Kolejnym krokiem ma być obniżka podatku dochodowego dla pracowników o najniższych zarobkach.

Le Pen chce kontroli strategicznych gałęzi przemysłu, jak również branż ważnych dla francuskiej gospodarki. Planuje wprowadzić zakaz sprzedaży zagranicznym inwestorom tych firm, które wcześniej otrzymały państwowe subwencje lub mogą liczyć na ulgi podatkowe. Ma służyć to utrzymaniu innowacyjnych koncernów w kraju. Jej intencją jest również wspieranie małych i średnich przedsiębiorstw, przy wykorzystaniu prostszych przepisów administracyjnych, niższych podatków oraz zmiany przepisów prawa pracy (choć popiera utrzymanie 35-godzinnego tygodnia pracy).

Ponadto Le Pen planuje wspierać rodzime rolnictwo, zakazując przy tym uprawy roślin genetycznie modyfikowanych. Zamierza również zerwać umowy handlowe takie jak CETA, czy TAFTA oraz renegocjować porozumienia z Australią oraz Nową Zelandią.

Jeśli chodzi o suwerenność walutową, Marine Le Pen zamierza wrócić do waluty narodowej. Zakłada się parytet franka francuskiego do euro. Le Pen ma świadomość, że narodowa waluta osłabiłaby się, co miałoby wesprzeć francuski eksport. Jej intencją jest, aby zamiast euro, jednostką rozliczeniową było ECU, które wykorzystywano przed wprowadzeniem europejskiej waluty.

W zakresie suwerenności legislacyjnej, kandydatka Frontu Narodowego chce, aby to francuski parlament podejmował kluczowe decyzje, przy okazji zmieniając system głosowania na proporcjonalny.

W pozostałych kwestiach istotnych dla Francji, Marine Le Pen chce wycofania kraju ze struktur NATO, jednocześnie zwiększając wydatki na obronność do 3% PKB do 2022 roku. Zamierza także odbudować lokalne służby wywiadowcze. Planuje również zwiększyć liczbę policjantów o 15 tysięcy osób.

Marine Le Pen nie ukrywa również, że chce walczyć ze wszystkimi radykalnymi grupami islamskimi. Ponadto chce zamykać wszystkie ekstremistyczne meczety, jak również stosować automatyczną deportację w stosunku do każdego obcokrajowca, który dopuścił się przestępstwa. Jednocześnie planuje bronić narodowej tożsamości, umieszczając francuskie flagi we wszystkich budynkach użyteczności publicznej.

## **Emmanuel Macron, kandydat establishmentu**

Macron zdecydował się wziąć udział w wyborach prezydenckich, zakładając partię polityczną En Marche! W latach 2006-2009 należał do Partii Socjalistycznej. Między 2008, a 2012 rokiem pracował w Rotschild & Cie Banque, aby następnie do 2014 roku pełnić funkcję sekretarza generalnego w Pałacu Elizejskim. Jego zasługi zostały docenione i 26 sierpnia 2014 roku objął funkcję ministra gospodarki, przemysłu i cyfryzacji, z której zrezygnował 30 sierpnia 2016 roku.

Były bankier to człowiek, który rozkochał w sobie francuski establishment. Emmanuel może liczyć na ich pełne wsparcie, pozytywne recenzje w mediach oraz znakomite wyniki sondażowe. Swego czasu nazwał siebie "maoistą", mimo iż stara się przyciągać elektorat od prawicy do lewicy. Podczas wyborów jego sztab skarżył się na ataki ze strony rosyjskich hakerów, co zostało zdementowane przez Kreml.

## **Poglądy**

Emmanuel Macron popiera dotychczasową politykę imigracyjną. Uważa, że jest to szansa nie tylko dla przybyszy, ale również dla francuskiej gospodarki. Jego zdaniem należy zintegrować imigrantów ze społeczeństwem. Ponadto twierdzi, że masowa imigracja z krajów trzeciego świata jest nieunikniona.

Były minister oczekuje większej integracji między krajami strefy euro. Planuje dokonać reformy unii walutowej, jak również chce, aby kraje strefy euro ustalały wspólny budżet.

Macron jest zwolennikiem stref wolnego handlu. Prowadził kampanię na rzecz wolnego handlu Unii Europejskiej z Kanadą, promując umowę CETA. Macron zwraca uwagę na to, iż Unia Europejska nie powinna rezygnować ze swoich standardów w zakresie bezpieczeństwa, opieki socjalnej, czy ochrony środowiska. Sprzeciwia się przywróceniu granic państw narodowych i oczekuje większej integracji w kwestiach handlowych.

W zakresie kwestii podatkowych, 39-letni kandydat zamierza obniżyć podatek dla spółek z osobowością prawną z 33% do 25%. Planuje obniżyć składki na ubezpieczenie społeczne dla pracowników zatrudnionych w oparciu o umowę o pracę, co miałyby zapewnić im wyższy dochód netto. Ponadto zamierza obniżyć lokalne podatki od nieruchomości dla Francuzów oraz planuje dokonać reformy podatku od majątku.

Celem jest obniżenie wydatków publicznych o 60 mld euro. Aby zrealizować swój program zamierza zmniejszyć biurokrację o 120 tys. osób, licząc jednocześnie na zwiększenie efektywności rządu. Jednocześnie chce w ciągu pięciu lat przeznaczyć 50 mld euro na cele związane ze szkoleniem bezrobotnych, zdrowiem, transportem, rolnictwem, czy energią odnawialną. Trudno sobie wyobrazić, aby udało mu się zwiększyć wydatki, przy jednoczesnym zmniejszaniu wpływów do budżetu.

Macron planuje również zreformować 35-godzinny tydzień pracy, zapewniając większą elastyczność przedsiębiorstwom, jak i samym pracownikom.

## **Francois Fillon, kandydat konserwatystów**

Fillon to prawnik, który od wielu lat jest obecny we francuskiej polityce. Swoją karierę rozpoczął już w 1976 roku, kiedy to został asystentem deputowanego Joela Le Theule. W 1981 roku po raz pierwszy został wybrany do Zgromadzenia Narodowego, a następnie pozostał w nim na kolejne 5 kadencji. W latach 2002-2004 był ministrem spraw społecznych i pracy. Następnie objął funkcję ministra edukacji, szkolnictwa wyższego i badań, którą pełnił do 2 czerwca 2005 roku. W latach 2007-2012 pełnił funkcję premiera Francji z ramienia Unii na rzecz Ruchu Ludowego.

Konserwatywny kandydat nie może liczyć na wsparcie ze strony establishmentu, który zarzuca mu przesadną przychylność wobec Rosji, jak również przyjaźń z prezydentem Władimirem Putinem.

## **Poglądy**

Francois Fillon to człowiek, którego poglądy można określić jako konserwatywne w kwestiach obyczajowych i światopoglądowych oraz liberalne w kwestiach gospodarczych. Planuje dokonać reformy strefy Schengen. Jego zdaniem potrzebne są systematyczne kontrole na granicy zewnętrznej Francji. Jest przeciwny rozszerzaniu Unii Europejskiej. Ponadto uważa, że radykalni muzułmanie, którzy nie przestrzegają francuskich wartości powinni mieć zakaz wstępu na terytorium Francji. Uważa, iż Francja nie może już przyjmować nowych uchodźców.

Fillon nie ukrywa chęci współpracy z Rosją i liczy, że UE na nowo unormuje relacje z największym krajem globu. Chce także zniesienia sankcji dla Rosji, jeśli zdecydują się na wdrożenie porozumienia mińskiego.

Były premier Francji zamierza obniżyć podatek dochodowy od osób prawnych z obecnych 33% do 25%, zmniejszyć obciążenie pracy oraz zlikwidować podatek od majątku. Aby to zrekompensować, planuje podnieść podatek VAT o 2%.

Francois Fillon zamierza zmniejszyć sferę budżetową, zwalniając około 500 tys. osób, co wydaje się być zadaniem niewykonalnym. Chce podnieść wiek emerytalny do 65. roku życia. Planuje zrezygnować z 35-godzinnego tygodnia pracy dla prywatnego biznesu, a jednocześnie zwiększyć o 4 godziny tydzień pracy dla osób, które pracują w sektorze publicznym.

Fillon chce zmniejszyć zadłużenie publiczne. Jego reformy mają przynieść oszczędności w wysokości 100 mld euro w ciągu 5 lat.

Konserwatywny kandydat zamierza wyeliminować wpływ Komisji Europejskiej na politykę UE, poprzez powołanie rządu ekonomicznego, który byłby niezależny od wspomnianej instytucji. W skład tego rządu wchodziłoby szefowie krajów strefy euro. Uważa, iż polityka fiskalna powinna być ujednoczona w krajach, które należą do strefy euro.

Jeśli chodzi o aspekty związane z obronnością, Francois Fillon zauważył, że do tej pory NATO nie obroniło Europy przed zagrożeniami związanymi z islamem. Sądzi, że każde państwo europejskie powinno zwiększyć wydatki na obronność, jak również działalność w tej kwestii.

## Wnioski

Ostatnie sondaże dają zwycięstwo Marine Le Pen w pierwszej turze z niewielką przewagą. Jednocześnie media podkreślają, że w drugiej turze, która odbędzie się 7 maja 2017 roku, nie ma żadnych szans z Emmanuelem Macronem, jak również Francoisem Fillonem. Wydarzenia polityczne ostatnich miesięcy (zwycięstwo Donalda Trumpa czy Brexit) pokazały jednak, że sondaże należy traktować z przymrużeniem oka.

Zwycięstwo kandydatki Frontu Narodowego w wyborach prezydenckich oznaczałoby zmiany nie tylko dla Francji, ale również dla całej Unii Europejskiej. Byłby to kolejny krok w kierunku upadku UE. Marine Le Pen nie ukrywa, że chce współpracować z Donaldem Trumpem, a także z Władimirem Putinem, którzy nie cieszą się dobrą opinią mediów mainstreamowych w Europie Zachodniej. Ponadto, jeśli wygra wybory, będzie to oznaczać, że może liczyć na wsparcie większości narodu. Pozwoliłoby to nie tylko wyjść z Unii Europejskiej, praktycznie doprowadzając do rozpadu wspólnoty, której Francja jest jedną z głównych sił. Kraj stanąłby przed szansą powrotu do lokalnej waluty, doprowadzając do upadku strefy euro. Mielibyśmy do czynienia nie tylko z powrotem do państw narodowych, ale również protekcjonizmem gospodarczym, który zapowiada Marine Le Pen. Pod względem retoryki bierze przykład z Donalda Trumpa, będąc jednocześnie jeszcze bardziej radykalna. Zwycięstwo narodowej socjalistki byłoby kolejnym ciosem, którego raczej nie wytrzymałby kolos na glinianych nogach, którym jest Unia Europejska. Podobnie jak w przypadku zwycięstwa Donalda Trumpa, wygrana Le Pen wywołałaby falę protestów organizowanych przez podmioty takie jak Open Society, finansowane przez globalistów pokroju George'a Sorosa.

W przypadku zwycięstwa Emmanuela Macrona, możemy spodziewać się kontynuacji dotychczasowej polityki, w ramach której Francja pozostanie ważną częścią zarówno Unii Europejskiej, jak i strefy euro. Wygrana Macrona oznaczałaby dalszy ciąg chaosu imigracyjnego oraz wprowadzenie reform gospodarczych, które podobnie jak w przeszłości, nie przyniosłyby żadnych wymiernych efektów.



Spośród trzech głównych kandydatów, najmniejsze szanse na zwycięstwo ma Francois Fillon. Niewykluczone, że jego konserwatywny obyczajowo i liberalny gospodarczo program przyniósłby najlepsze efekty. Z drugiej strony obawy może budzić pomysł dotyczący rządu ekonomicznego w Unii Europejskiej.

Im bardziej wynik wyborów będzie niekorzystny dla strefy euro, tym większych zawirowań możemy się spodziewać na rynkach finansowych. Odczuje to polski złoty, który osłabi się w stosunku do euro, dolara, czy franka szwajcarskiego. Jeśli we Francji dojdzie do referendum w sprawie wyjścia z Unii, możemy spodziewać się kolejnych, podobnych wydarzeń w pozostałych państwach wspólnoty.

Zważywszy na siłę oddziaływania Francji, możemy stwierdzić, że nadchodzące wybory będą kluczowe dla strefy euro oraz całej Unii Europejskiej.

Znacznie mniejsze ryzyko dla wspólnoty niosą za sobą wybory w Niemczech, gdzie główni kandydaci (Martin Schulz oraz Angela Merkel) wykazują nastawienie pronijne. Politykę Merkel zdążyliśmy poznać w trakcie kilku ostatnich lat. Z kolei Martin Schulz jest ewidentnie kandydatem establishmentu.

*Zespół Independent Trader*

# Wartość czy perspektywa dużych zysków? Jakie akcje wybierać?

Benjamin Graham, autor słynnej książki „Inteligentny inwestor”, wyróżnił dwa typy spółek giełdowych. Pierwsze z nich charakteryzowały się dużą wartością wewnętrzną, natomiast drugie znaczącym potencjałem do wzrostu. Choć od tamtego czasu minęło niemal 100 lat, spostrzeżenia Grahama nie straciły na aktualności. Z kolei dane historyczne pozwalają nam określić, które z dwóch rodzajów spółek przyniosły inwestorom większe zyski.

## Porównanie

Kluczową kwestią jest wskazanie różnic pomiędzy spółkami, które charakteryzują się tzw. wartością wewnętrzną (value), a tymi, które zwracają uwagę swoim potencjałem do wzrostu (growth). Poniższa tabela prezentuje dość obszerne porównanie.

	Inwestowanie w wartość	Inwestowanie we wzrost
<b>Rodzaj spółki:</b>	Firma ze stabilną pozycją na rynku	Młoda spółka
<b>Główny analizowany czynnik:</b>	Wartość wewnętrzna spółki	Potencjał spółki
<b>Główne źródło zysków inwestora:</b>	Dywidendy	Zmiany cen akcji
<b>Potencjał wzrostu:</b>	Umiarkowany	Wysoki
<b>Horyzont inwestycji:</b>	Długoterminowy	Krótkoterminowy
<b>Parametry brane pod uwagę podczas oceny spółki:</b>	Wartość księgową, poziom dywidendy, cashflow, P/E, CAPE	Poziom i potencjał do wzrostu firmy
<b>Czynniki zewnętrzne:</b>	Istotne	Można je zignorować
<b>Relacja cen do wartości spółki:</b>	Spółki niedowartościowane	Wartość umiarkowana lub przewartościowana
<b>Moment zawarcia transakcji:</b>	Na podstawie obecnej wartości	Na podstawie przyszłej wartości
<b>Główne ryzyka:</b>	Błędne określenie wartości spółki	Błędnie określone prognozy przyszłych zysków

- **Rodzaj spółki**

Spółki z wartością wewnętrzną to przedsiębiorstwa z dłuższą historią i ugruntowaną pozycją na rynku. Dla odmiany, spółki prowdrostowe są stosunkowo młode, ale cieszą się dużym zainteresowaniem inwestorów.

- **Główny analizowany czynnik**

W przypadku spółek typu value wspomniana wartość wewnętrzna (jakość kadry pracowniczej, doświadczenie kierownictwa, renoma spółki itd.) jest najważniejszym analizowanym czynnikiem. Z kolei oceniając spółki typu growth, inwestorzy zwracają uwagę przede wszystkim na ich potencjał. Liczy się zatem to, co przedsiębiorstwo może osiągnąć w przyszłości ze względu na unikatowe zasoby (np. posiadana technologia).

- **Główne źródło zysków inwestora oraz horyzont inwestycyjny**

Jeśli chodzi o przedsiębiorstwa z dużą wartością wewnętrzną, w ich przypadku ważnym źródłem zysku są zarówno regularnie wypłacane dywidendy, jak i umiarkowany wzrost cen akcji. Należy zatem przyjąć, że inwestycja ma charakter długoterminowy.

Dla odmiany, młode i modne spółki potrzebują jak największą ilość kapitału, który w całości przeznaczają na rozwój. Nie wypłacają zatem dywidendy. W ich przypadku głównym źródłem zysków inwestora jest wyłącznie zmiana cen akcji. Z tego względu pozycje często zajmowane są na krótki okres – inwestorzy czekają na znaczny wzrost notowań, by następnie szybko wycofać kapitał.

- **Potencjał do wzrostu**

Ze względu na dłuższą historię i stabilną pozycję rynkową spółek typu value, ich potencjał do wzrostu jest umiarkowany. Sytuacja wygląda lepiej w przypadku spółek prorowthowych. Jeśli młoda spółka opiera się na nowoczesnej technologii, a dział marketingu wykonuje swoje zadanie należycie, potencjał do wzrostu jest ogromny. Na pierwszy rzut oka większość spółek typu growth prezentuje się znakomicie, jednak w rzeczywistości duże zyski dotyczą 10% przedsiębiorstw z tej grupy.

- **Parametry brane pod uwagę podczas analizy**

Dla przedsiębiorstw z dłuższą historią liczą się kryteria o których często wspominamy w artykułach. Bardzo istotne jest, aby wskaźniki finansowe, takie jak P/E, CAPE czy P/BV, znajdowały się na niskich poziomach. Na plus działa również regularnie wypłacana dywidenda oraz niski poziom zadłużenia.

W przypadku spółek typu growth, analiza opiera się przede wszystkim na oczekiwaniach związanych np. z wprowadzeniem nowej technologii czy też perspektywami danej branży. Wskaźniki giełdowe nie mają większego znaczenia. Pomijane są również czynniki zewnętrzne, takie jak konkurencja, klienci czy zmiany prawne.

- **Relacja ceny do wartości spółki**

Inwestowanie w wartość opiera się na wyszukiwaniu spółek niedowartościowanych. Przykładem takowej może być Gazprom, którego stosunek ceny do wartości księgowej wynosi obecnie 0,25, podczas gdy dla szalenie popularnego Netflix jest to 21.

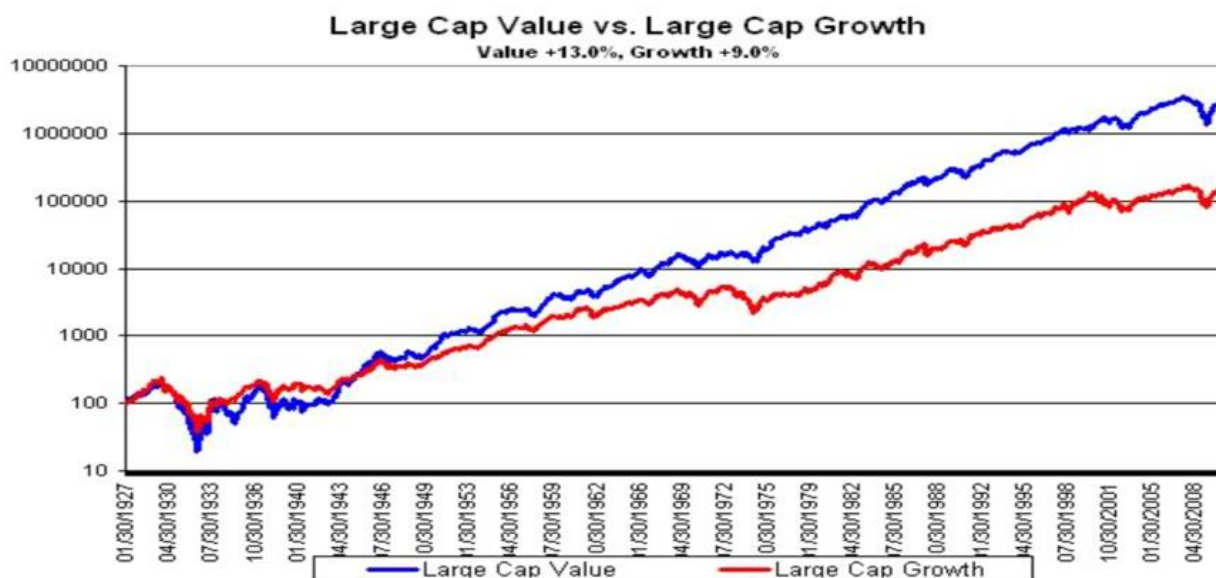
W przypadku modnych spółek, do zakupu dochodzi przy wysokiej lub umiarkowanej wysokiej wycenie. Wynika to z faktu, że ceny akcji takich spółek szybko osiągają stosunkowo wysokie poziomy pomimo niskich jeszcze zysków, a w niektórych przypadkach – notorycznie notowanych strat.

- **Główny czynnik ryzyka**

Podczas analizy spółek typu value głównym czynnikiem ryzyka jest błędne określenie obecnej wartości spółki. Z kolei oceniając spółki pro wzrostowe musimy liczyć się przede wszystkim z nieadekwatnym oszacowaniem ich przyszłych zysków.

### Jak wypada porównanie growth vs. value?

Być może część z Was zastanawia się teraz, który rodzaj spółek przynosił inwestorom większe zyski. Poniżej prezentujemy porównanie obejmujące lata 1927-2008. Niebieska linia pokazuje zachowanie spółek z tzw. wartością wewnętrzną. Czerwona linia odnosi się do spółek pro wzrostowych.



Jak widać, pierwsza z grup przynosiła średni zysk na poziomie 13% rocznie. W przypadku drugiej grupy było to jedynie 9%. Na przestrzeni roku różnica wyniosła zatem 4 punkty procentowe, jednak w perspektywie 80 lat uznane spółki z silną pozycją rynkową i regularną dywidendą przyniosły zyski niemal 20-krotnie wyższe niż było to w przypadku młodych i modnych spółek.

Oczywiście mogą pojawić się wątpliwości dotyczące np. doboru spółek do obu porównywanych portfeli. Ostatecznie niecałe 100 lat temu na giełdzie w USA notowane były głównie duże, dobrze znane spółki.

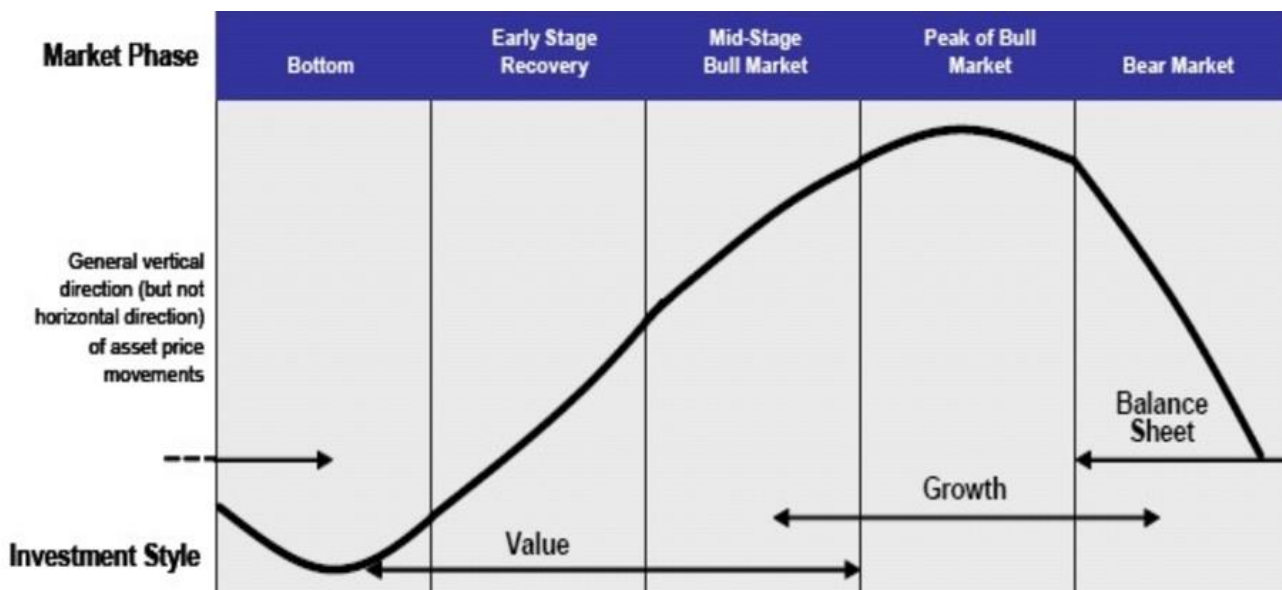
Z tego powodu postanowiliśmy zamieścić również porównanie 1000 mniejszych spółek typu growth i value w USA za ostatnie 20 lat.



Także w tym przypadku większe, stabilne spółki przyniosły lepsze zyski. Uwagę zwraca zwłaszcza pierwsza część wykresu, obejmująca okres bańki technologicznej. Wówczas spółki typu growth były na głowę spółki typu value. Część inwestorów była w stanie wykorzystać ten moment i zarobić duże pieniądze. Większość jednak uległa chciwości i czekała na dalsze wzrosty notowań ekstremalnie przewartościowanych i niemal anonimowych spółek. Skończyło się, jak zwykle w przypadku baniek spekulacyjnych, załamaniem i paniką na rynku.

### Które spółki cieszą się większą popularnością w poszczególnych fazach cyklu koniunkturalnego?

W przypadku obu typów spółek mamy do czynienia ze zmiennym zainteresowaniem ze strony inwestorów. Najważniejszą rolę odgrywa w tym wypadku aktualna faza cyklu koniunkturalnego.



Na powyższym wykresie cykl koniunkturalny został podzielony na 5 faz. Pierwsza z nich obejmuje moment, w którym rynek osiąga dno. Sentyment do akcji jest skrajnie negatywny, a masy wciąż rozpamiętują ostatnie straty.

Następnie przechodzimy do fazy nr 2, którą można określić jako początek hossy. To etap, kiedy do akcji wkraczają najlepsi inwestorzy, skupiający się na niedowartościowanych spółkach z silną pozycją na rynku.

W dalszej kolejności rozpoczyna się faza nr 3, oznaczająca dojrzałą hossę. Na rynek wraca coraz więcej inwestorów, co sprawia, że wzrosty przybierają na sile. Wraz z napływem kolejnych inwestorów, zwiększa się udział osób, które dokonują decyzji inwestycyjnych pod wpływem emocji. Właśnie w tym momencie nowe spółki mają okazję by oczarować niedoświadczonych inwestorów swoim potencjałem do wzrostu. Spółki typu value ustępują miejsca spółkom typu growth.

Cykl koniunkturalny przechodzi do fazy nr 4, którą na blogu najczęściej określamy mianem manii. Wskaźniki giełdowe osiągają ekstremalnie wysokie poziomy, a większość rynku jest przekonana, że akcje mogą wyłącznie rosnąć. Szczególna uwaga koncentruje się na grupie wyjątkowo modnych spółek.

Prędzej czy później przechodzimy do fazy nr 5, czyli załamania i paniki na rynku. Oczywiście indeksy giełdowe notują duże spadki, jednak to nic w porównaniu z modnymi spółkami, które spadają najszybciej.

Widzimy zatem, że spółki typu value cieszą się dużym zainteresowaniem inwestorów na początku i w środku hossy. Później następuje dominacja modnych spółek pro wzrostowych, które po załamaniu rynku niezwykle szybko tracą na wartości.

Inwestowanie w modne spółki w okresie manii może być zyskowne, jednak zdecydowanie odradzamy takie działania ze względu na zbyt duże ryzyko. Na potwierdzenie zamieszczamy stosunkowo świeży przykład pokazujący spadki notowań z początku 2016 roku. Czerwonym kolorem oznaczono zmiany indeksu S&P 500, natomiast niebieskim – notowania Tesli.



Jak widać, indeks obejmujący 500 największych amerykańskich spółek spadł o 8%. Z kolei uwielbiana przez tłumy Tesla straciła aż 36% w ciągu zaledwie półtora miesiąca, spadając z 240 USD do nieco ponad 150 USD (obecna cena to ponad 300 USD). W przypadku prawdziwego załamania na rynku scenariusz będzie podobny – modne spółki stracą nieporównywalnie więcej niż główne indeksy giełdowe.

## **Jak wykorzystać tą wiedzę w dzisiejszych realiach?**

Dzisiejszy rynek akcji jest silnie zniekształcony, w czym główna zasługa banków centralnych. Pomimo to, sporą część wiedzy zawartej w powyższym porównaniu można wykorzystać również w obecnych realiach.

Po pierwsze, inteligentny inwestor powinien unikać akcji takich jak Tesla, opierających się wyłącznie na marketingu. W razie wzrostu niepewności na rynku, właśnie od takich firm inwestorzy odchodzą w pierwszej kolejności. Dzieje się tak, ponieważ jedynym czynnikiem, który przyciągnął ich do danych akcji, była wiara w dalszy wzrost notowań.

Po drugie, jeśli mamy już doświadczenie inwestycyjne, a na rynku zauważalna jest mania, warto wykorzystać małą część kapitału do shortowania akcji. Zwracamy jednak uwagę na słowo „małą”, gdyż cały czas wisi nad nami scenariusz inflacyjny. Wysoka inflacja może sprawić, że akcje nie zanotują większych spadków w ujęciu nominalnym. Należy zatem wybierać do shortowania tylko te aktywa, w przypadku których wyceny są totalnie oderwane od rzeczywistości. W naszej opinii można tak określić obecną cenę Tesli, Netflixa, jak również poziom indeksu Russell 2000.

Po trzecie, pamiętajmy, że przy nastawieniu długoterminowym to wyszukiwanie niedowartościowanych (niskie P/E, CAPE, P/BV) spółek przynosi najlepsze rezultaty. Idealnie, jeśli spółki te regularnie wypłacają dywidendę.

Po czwarte, jeśli przedsiębiorstwo regularnie dzielące się zyskiem z akcjonariuszami nagle rezygnuje z tej praktyki, powinniśmy potraktować to jako ostrzeżenie. Należy taką sytuację sprawdzić. Jeśli spółka nie przeprowadziła żadnych istotnych inwestycji, a powodem rezygnacji z dywidendy są słabsze wyniki finansowe, to mamy powody do niepokoju. W takiej sytuacji kierownictwo powinno w pierwszej kolejności postawić na redukcję kosztów, a nie rezygnować z dywidendy będącej wyznacznikiem stabilności (niektóre spółki value mają ponad 40-letnią historię dywidend). Jeśli spółka reaguje w nieodpowiedni sposób, może być to znak, że priorytety zarządu zostały skierowane w złą stronę.

Po piąte, regularnie wypłacana dywidenda robi ogromną różnicę w długoterminowych wynikach. Poniżej zamieszczamy porównanie indeksu WIG20 oraz WIG20TR (uwzględniającego dywidendy) za ostatnie 10 lat.



Wykres obejmuje okres od szczytu hossy z 2007 roku aż do dnia dzisiejszego. Fioletowa linia oznacza WIG20TR, uwzględniający dywidendy. W analizowanym okresie przyniósł on stratę rzędu 6% co jest wynikiem słabym, jednak po odcięciu dywidend strata wyniosłaby niemal 40%.

## Elastyczność

Wiedza i zasady wywodzące się z inwestowania w wartość wciąż są w cenie, ale ich zastosowanie wymaga od nas pewnej elastyczności.

Po pierwsze, nie każda dobra spółka wypłaca dywidendę. Istnieją przedsiębiorstwa, które funkcjonują w branżach wymagających dużych nakładów inwestycyjnych. W innym przypadku grozi im zniknięcie z rynku.

Po drugie, nie musimy ograniczać się wyłącznie do modelowych, najsilniejszych spółek. Jeśli firma nie trafiła z inwestycją przez co zanotowała straty finansowe i doznała potężnej przeceny, ale nadal ma duży udział w rynku, to niewykluczone że mamy do czynienia z okazją inwestycyjną. Warunkiem koniecznym jest tutaj jednak dogłębne poznanie spółki: analiza najsilniejszych konkurentów, kierownictwa spółki oraz poznanie specyfiki danej branży.

Po trzecie, rynki finansowe na przestrzeni dekad mocno się zmieniły. Niektórzy twierdzą nawet, że nie mamy już rynków, a jedynie decyzje banków centralnych. Jest w tym sporo racji. Nie możemy zatem nastawiać się, że rynki będą reagować zgodnie z jakimkolwiek schematem. Najlepszym dowodem jest obecna, najdłuższa w historii hossa na rynku akcji.

Po czwarte, jeśli posiadamy akcje spółki ze stabilną pozycją w branży, warto od czasu do czasu zwrócić uwagę na przyszłość samej branży. Ostatecznie stale



jesteśmy świadkami wprowadzania nowych technologii, które sprawiają że inne sektory tracą na znaczeniu.

Po piąte, należy ostrożnie interpretować wskaźniki giełdowe. Dla przykładu, akceptowany poziom wskaźnika P/BV różni się w zależności od rodzaju spółki. Jeśli przedsiębiorstwo działa w przemyśle i dużą wartość stanowią aktywa trwałe, to wskaźnik może oscylować w granicach 0,4 – 2,0. W przypadku spółek technologicznych mogą pojawiać się wartości wyższe, np.  $P/BV = 5$ .

Na koniec przypominamy, że analizowanie poszczególnych spółek jest niesamowicie czasochłonne i wymaga sporej wiedzy. Jeśli nie jesteśmy w stanie poświęcić na to odpowiedniej ilości czasu, zdecydowanie bezpieczniej jest inwestować w ETFy dające ekspozycje na niedowartościowane rynki bądź sektory. W ten sposób możemy zmniejszyć ryzyko związane z ewentualnymi problemami finansowymi poszczególnych spółek.

*Zespół Independent Trader*

## Co dalej z GDXJ?

W ostatnich tygodniach zarówno na portalach inwestycyjnych, jak również w komentarzach pod naszymi artykułami, zaroilo się od pytań dotyczących zachowania GDXJ. Notowania największego ETFu dającego ekspozycję na małe spółki wydobywcze obniżały się, pomimo iż ceny metali szlachetnych rosły. Warto zatem wyjaśnić, co było przyczyną złamania korelacji.

### Napływ kapitału

Na przełomie lat 2015-2016 rynek metali był kompletnie zdołowany. Złoto kosztowało wówczas 1050 dolarów, natomiast GDXJ znalazł się najniższym poziomie w historii. Następnie rozpoczęły się wzrosty. GDXJ na przestrzeni zaledwie pół roku potroił(!) swoją wartość, w trakcie gdy złoto wzrosło o ponad 30%.

Silne wzrosty oraz ogólny wzrost popularności ETFów (zyskujących kosztem funduszy inwestycyjnych) doprowadziły do znaczącego zwiększenia kapitalizacji GDXJ. Szczegóły na poniższym wykresie.



Jak widać, na przestrzeni niespełna półtorej roku, kapitalizacja GDXJ wzrosła z nieco ponad 1 mld USD do 5,5 mld USD.

W czym problem? Otóż rynek małych spółek wydobywczych jest bardzo płytki. Całkowita kapitalizacja wynosi około 30 mld USD. Okazuje się zatem, że pojedynczy ETF dysponuje kapitałem stanowiącym niemal 20% ogólnej wartości rynku. W efekcie GDXJ stał się znaczącym udziałowcem wielu małych spółek wydobywczych – w niektórych przypadkach udziały ETFu sięgnęły niemal 20%.

Portfolio indeksu, który naśladuje GDXJ, jest zdominowane przez spółki kanadyjskie. Zgodnie z tamtejszym prawem, po przekroczeniu 20% udziałów w którejkolwiek ze spółek, GDXJ musiałby złożyć oferty wykupu akcji wszystkim pozostałym udziałowcom danej kompanii. W przypadku GDXJ takie rozwiązanie oczywiście nie wchodziło w grę, co zmusiło ETF do znalezienia innego rozwiązania.

Ostatecznie emitent zdecydował się na poszerzenie portfela o większe spółki wydobywcze. Jednym z efektów tej decyzji była inwestycja w GDJ. Mówiąc najprościej: ETF zainwestował w inny ETF. Co to oznacza dla inwestorów?

Przede wszystkim, należy zauważyć, że od ostatniego szczytu z 2011 roku GDJ (czerwona linia na wykresie) spadał łagodniej niż GDXJ. Ma zatem nieco mniejszy potencjał do wzrostu.



Im większy udział GDJ w portfelu (obecnie niespełna 5%), tym mniejszy potencjalny wzrost GDXJ.

Poza tym, inwestycja w ETF zawsze związana jest z ponoszeniem kosztów. W przypadku osób, które zainwestowały w GDXJ (0,57% kosztów rocznie) pojawią się zatem dodatkowe obciążenia związane z obecnością GDJ w portfelu. Nie będzie to wzrost, który zrujnuje nasze portfele, jednak warto go odnotować.

## Przemeblowanie w portfelu

GDJ jest już obecny w portfelu GDXJ, jednak do naprawdę wielkich zmian dojdzie dopiero w połowie czerwca. VanEck, czyli emitent indeksu, przedstawił już nawet wytyczne w tej kwestii. Poniższa tabela prezentuje spółki wydobywcze, które mają zostać dodane do indeksu.

**Table 1 – Projected Mar. 17<sup>th</sup> Additions for the MV Global Junior Gold Miners Index Resulting from the Rule Change**

Benchmark Ticker <sup>1</sup>	CAD Ticker	Name	Est. New Index Weight	*Est. GDJX Flow <sup>2</sup>	<sup>3</sup> 3-Mo. ADV			Days to Trade <sup>4</sup>
					CAD/ US	Other	Total	
KGC UN Equity	K	KINROSS GOLD CORP	5.79%	77.5	21.6	-	21.6	3.6
GFI UN Equity		GOLD FIELDS LTD-SPONS ADR	4.42%	55.5	7.1	3.5	10.6	5.2
PAAS UW Equity	PAAS	PAN AMERICAN SILVER CORP	3.79%	10.2	2.3	-	2.3	4.4
BVN UN Equity		CIA DE MINAS BUENAVENTUR-ADR	3.74%	15.4	1.3	-	1.3	11.6
AUY UN Equity	YRI	YAMANA GOLD INC	3.60%	58.9	20.7	-	20.7	2.8
SBGL UN Equity		SIBANYE GOLD- SPON ADR	3.48%	16.8	2.1	6.4	8.5	2.0
OGC AT Equity	OGC	OCEANAGOLD CORP-CDI	3.12%	47.1	4.6	0.5	5.1	9.2
DGC CT Equity	DGC	DETOUR GOLD CORP	3.00%	11.4	2.7	-	2.7	4.3
EGO UN Equity	ELD	ELDORADO GOLD CORP	2.75%	37.9	10.4	-	10.4	3.7
NGD UA Equity	NGD	NEW GOLD INC	2.66%	41.1	13.3	-	13.3	3.1
EVN AT Equity		EVOLUTION MINING LTD	2.64%	72.3	-	11.9	11.9	6.1
HL UN Equity		HECLA MINING CO	2.58%	21.9	6.4	-	6.4	3.4
TAHO UN Equity	THO	TAHOE RESOURCES INC	2.54%	14.3	5.4	-	5.4	2.7
NST AT Equity		NORTHERN STAR RESOURCES LTD	2.50%	34.6	-	4.1	4.1	8.5
AGI UN Equity	AGI	ALAMOS GOLD INC-CLASS A	2.40%	(25.0)	5.4	-	5.4	4.6
IAG UN Equity	IMG	IAMGOLD CORP	2.24%	(29.6)	14.4	-	14.4	2.0
CEY LN Equity	CEE	CENTAMIN PLC	2.24%	47.7	0.1	10.4	10.5	4.5
AG UN Equity	FR	FIRST MAJESTIC SILVER CORP	2.18%	11.9	5.5	-	5.5	2.2
CDE UN Equity		COEUR MINING INC	2.07%	10.7	4.2	-	4.2	2.6
BTG UA Equity	BTO	B2GOLD CORP	1.95%	(57.6)	17.6	-	17.6	3.3
ACA LN Equity		ACACIA MINING PLC	1.72%	14.2	-	1.2	1.2	11.7
PVG UN Equity	PVG	PRETIUM RESOURCES INC	1.65%	(10.2)	3.7	-	3.7	2.8
IGO AT Equity		INDEPENDENCE GROUP NL	1.60%	28.8	-	4.2	4.2	6.8
1818 HK Equity		ZHAOJIN MINING INDUSTRY - H	0.96%	51.5	-	10.1	10.1	5.1

<sup>1</sup>Ticker for benchmark price <sup>2</sup>Estimated supply/ demand from the GDJX (US) ETF (millions of shares) <sup>3</sup>based on consolidated trading in Canada/ US and any other country with significant volume (millions of shares) <sup>4</sup>Based on Total 3-month ADV



Czwarta kolumna pokazuje przyszły udział procentowy poszczególnych spółek w indeksie.

Oczywiście, aby powyższe kompanie mogły wejść w skład indeksu, udział pozostałych musi zostać zredukowany. Szczegóły na ten temat zawiera kolejna tabela.

**Table 2 – Projected Mar. 17<sup>th</sup> Weighting Reductions for the MV Global Junior Gold Miners Index Resulting from the Rule Change**

Benchmark Ticker <sup>1</sup>	CAD Ticker	Name	Est. Index Weight Change	Est. New Index Weight	*Est. GDXJ Flow <sup>2</sup>	<sup>3</sup> 3-Mo. ADV			Days to Trade <sup>4</sup>
						CAD/ US	Other	Total	
KL CT Equity	KL	KIRKLAND LAKE GOLD INC	-4.06%	2.12%	(12.8)	1.6	-	1.6	8.0
SSRI UW Equity	SSO	SILVER STANDARD RESOURCES INC.	-3.10%	1.62%	(7.3)	2.8	-	2.8	2.8
RRL AT Equity		REGIS RESOURCES LTD	-3.03%	1.59%	(35.9)	-	3.9	3.9	9.2
TXG CT Equity	TXG	TOREX GOLD RESOURCES INC	-2.82%	1.48%	(4.2)	0.7	-	0.7	5.8
EDV CT Equity	EDV	ENDEAVOUR MINING CORP	-2.72%	1.42%	(5.2)	0.5	-	0.5	9.8
OR UN Equity	OR	OSISKO GOLD ROYALTIES LTD	-2.67%	1.39%	(7.5)	1.3	-	1.3	5.7
CG CT Equity	CG	CENTERRA GOLD INC.	-2.55%	1.33%	(15.0)	2.2	-	2.2	6.9
NG UA Equity	NG	NOVAGOLD RESOURCES INC	-2.27%	1.19%	(18.3)	2.9	-	2.9	6.3
SBMAT Equity		ST BARBARA LTD	-2.21%	1.16%	(28.4)	-	4.6	4.6	6.1
HOC LN Equity		HOCHSCHILD MINING PLC	-2.09%	1.10%	(22.2)	-	2.4	2.4	9.2
GUY CT Equity	GUY	GUYANA GOLDFIELDS INC	-1.98%	1.03%	(13.1)	1.5	-	1.5	8.8
HMY UN Equity		HARMONY GOLD MNG-SPON ADR	-1.88%	0.98%	(24.9)	5.5	2.3	7.8	3.2
FSM UN Equity	FVI	FORTUNA SILVER MINES INC	-1.82%	0.95%	(11.7)	2.9	-	2.9	4.0
SMF CT Equity	SMF	SEMAFO INC	-1.79%	0.93%	(17.0)	3.3	-	3.3	5.2
MAG UA Equity	MAG	MAG SILVER CORP	-1.73%	0.90%	(4.6)	0.8	-	0.8	5.8
MUX UN Equity	MUX	MCEWEN MINING INC	-1.57%	0.82%	(15.1)	4.9	-	4.9	3.1
SVM CT Equity	SVM	SILVERCORP METALS INC	-1.52%	0.80%	(15.6)	1.6	-	1.6	9.5
SAND UA Equity	SSL	SANDSTORM GOLD LTD	-1.51%	0.79%	(10.5)	2.2	-	2.2	4.8
SAR AT Equity		SARACEN MINERAL HOLDINGS LTD	-1.44%	0.75%	(33.9)	-	7.6	7.6	4.5
KLDX UA Equity	KDX	KLONDEX MINES LTD	-1.35%	0.71%	(6.5)	2.6	-	2.6	2.5
ASR CT Equity	ASR	ALACER GOLD CORP	-1.32%	0.69%	(27.1)	2.3	-	2.3	11.9
AKG UA Equity	AKG	ASANKO GOLD INC	-1.19%	0.62%	(14.6)	4.2	-	4.2	3.5
SAUN Equity	SEA	SEABRIDGE GOLD INC	-1.14%	0.59%	(2.8)	0.9	-	0.9	3.1
RSG AT Equity		RESOLUTE MINING LTD	-1.13%	0.59%	(42.8)	-	8.1	8.1	5.3
CGG CT Equity	CGG	CHINA GOLD INTERNATIONAL RES	-1.10%	0.58%	(23.0)	0.9	0.3	1.2	19.8
RIC UN Equity	RIC	RICHMONT MINES INC	-1.04%	0.55%	(4.7)	1.1	-	1.1	4.4
EXK UN Equity	EDR	ENDEAVOUR SILVER CORP	-1.02%	0.53%	(11.7)	3.2	-	3.2	3.7
PG CT Equity	PG	PREMIER GOLD MINES LTD	-0.96%	0.50%	(14.6)	1.8	-	1.8	8.1
HGMLN Equity		HIGHLAND GOLD MINING LTD	-0.87%	0.45%	(15.0)	-	2.4	2.4	6.2
CNL CT Equity	CNL	CONTINENTAL GOLD LTD	-0.86%	0.45%	(11.2)	1.1	-	1.1	9.9
WGX AT Equity		WESTGOLD RESOURCES PTY LTD	-0.83%	0.43%	(16.8)	-	2.6	2.6	6.8
WDO CT Equity	WDO	WESDOME GOLD MINES LTD	-0.83%	0.43%	(10.9)	1.4	-	1.4	7.6
FF CV Equity	FF	FIRST MINING FINANCE CORP	-0.79%	0.41%	(52.2)	2.4	-	2.4	21.4
GSS UA Equity	GSC	GOLDEN STAR RESOURCES LTD	-0.77%	0.40%	(35.3)	2.6	-	2.6	13.5
AR CT Equity	AR	ARGONAUT GOLD INC	-0.76%	0.40%	(13.1)	2.2	-	2.2	5.9
GSV UA Equity	GSV	GOLD STANDARD VENTURES CORP	-0.73%	0.38%	(12.3)	2.2	-	2.2	5.7
KOZAL TI Equity		KOZA ALTIN ISLETMELERIAS.	-0.72%	0.38%	(5.0)	-	0.8	0.8	6.4
TGZ CT Equity	TGZ	TERANGA GOLD CORPORATION J	-0.63%	0.33%	(41.7)	2.7	-	2.7	15.7
GPL UA Equity	GPR	GREAT PANTHER SILVER LTD	-0.61%	0.32%	(15.6)	2.1	-	2.1	7.4
BDR AT Equity		BEADELL RESOURCES LTD	-0.58%	0.30%	(101.3)	-	7.5	7.5	13.6
PRU AT Equity	PRU	PERSEUS MINING LTD	-0.57%	0.30%	(80.2)	0.5	7.1	7.6	10.6
DRD UN Equity		DRDGOLD LTD-SPONSORED ADR	-0.56%	0.30%	(4.3)	0.4	1.3	1.7	2.5
GORO UA Equity		GOLD RESOURCE CORP	-0.55%	0.29%	(4.7)	0.9	-	0.9	5.2
DPM CT Equity	DPM	DUNDEE PRECIOUS METALS INC	-0.54%	0.28%	(9.8)	0.5	-	0.5	18.4
SLR AT Equity		SILVER LAKE RESOURCES LTD	-0.49%	0.26%	(44.0)	-	2.7	2.7	16.1
RMS AT Equity		RAMELIUS RESOURCES LTD	-0.44%	0.23%	(49.1)	-	2.6	2.6	18.7
1194 HK Equity		CHINA PRECIOUS METAL RESOURC	-0.33%	0.17%	(623.5)	-	22.7	22.7	27.4
PPP UN Equity	P	PRIMERO MINING CORP	-0.20%	0.10%	(13.5)	2.1	-	2.1	6.5



Przewidywany udział procentowy poszczególnych spółek w portfelu został przedstawiony w piątej kolumnie.

Warto zwrócić uwagę na kolumnę ostatnią, czyli „days to trade”. Wartości oznaczają liczbę dni potrzebnych do przejęcia udziałów w poszczególnych spółkach. W niektórych przypadkach są to nawet 3-4 tygodnie, a więc bardzo długi okres.

## Podsumowanie

Inwestorzy muszą liczyć się z tym, że potencjał do wzrostu w przypadku GDXJ nieco się obniży, natomiast koszty nieznacznie wzrosną. Niezmienne pozostają natomiast bardzo dobre perspektywy wynikające z nieuchronnej aprecjacji metali szlachetnych.

Naszym zdaniem GDXJ wciąż stanowi najlepsze rozwiązanie na bardzo płytkim rynku małych spółek wydobywczych. Jediną alternatywą wydawać by się mogło podzielenie kapitału po równo pomiędzy GDXJ oraz SGDJ, jednak również ten drugi ETF odnotował w ostatnim czasie straty, a więc nie podążał za ceną metali.

*Zespół Independent Trader*

## Najważniejsze wydarzenia minionych tygodni – kwiecień 2017, cz. 2

### Wybory we Francji: Macron zwycięzcą I tury

Przed kilkoma dniami odbyła się I tura wyborów prezydenckich we Francji. Zwycięstwo odniósł Emmanuel Macron, zyskując 24,01% głosów. W drugiej turze zmierzy się z Marine Le Pen, która mogła liczyć na 21,3% poparcia.

Zwycięzca pierwszej tury wyborów jest typowym kandydatem establishmentu. W latach 2008-2012 pracował w Rothschild & Cie Banque. Następnie pełnił funkcję sekretarza generalnego w Pałacu Elizejskim, aby potem objąć funkcję ministra gospodarki, przemysłu i cyfryzacji, z której zrezygnował 30 sierpnia 2016 roku.

Zważywszy na dotychczasową działalność polityczną Macrona, nie spodziewamy się, że w razie ostatecznego zwycięstwa przeprowadzi on jakiegokolwiek znaczące reformy. Wydaje się, że będzie kontynuował politykę prowadzoną przez obecnego prezydenta Francji, Francois'a Hollanda.

Na tydzień przed drugą turą, sondaże dają Marconowi aż 85,7% szans na zwycięstwo. Warto przypomnieć, że podobnie było w przypadku Hillary Clinton, która ostatecznie przegrała z Donaldem Trumpem.

Mniejsze szanse ma Marine Le Pen, której wybór mógłby przynieść pozytywne zmiany w zakresie bezpieczeństwa wewnętrznego Francji. W kwestiach gospodarczych, proponowane przez nią reformy zawierają wiele socjalistycznych postulatów. Dużym minusem programu Le Pen jest punkt dotyczący wyjścia ze strefy Schengen. Co ważne, jej program zawiera postulat opuszczenia strefy euro oraz przeprowadzenia referendum w sprawie Frexitu. Można zatem stwierdzić, że ewentualne zwycięstwo Le Pen doprowadziłoby do dużych zawirowań na rynkach finansowych.

Warto zauważyć, że kandydatka Frontu Narodowego cieszy się aż 40% poparciem wśród młodzieży. Nie bez znaczenia jest wysoki poziom bezrobocia w tej grupie wiekowej.

Szokujący jest fakt, że aż 19,58% głosów zdobył komunista Jean-Luc Melenchon. Jednym z jego postulatów było wprowadzenie stawki podatkowej w wysokości 100% od dochodów powyżej 400 tys. euro. Innymi słowy, duża część francuskiego społeczeństwa chciałaby zobaczyć swój kraj w stanie, w którym obecnie znajduje się Wenezuela. Nie spodziewaliśmy się, że aż tak duża grupa Francuzów uległa kompletnemu zidioceniu.

W ostatnich latach rozwój gospodarczy Francji był na tyle niski, że kraj został wyprzedzony przez Kalifornię pod względem PKB. Wyniki pierwszej tury nie dają nadziei na jakąkolwiek poprawę w tej kwestii.

Rynki finansowe z dużą ulgą przyjęły wynik pierwszej tury. Objawiło się to m.in. osłabieniem najważniejszych walut. Dla przykładu, dolar już w pierwszym dniu po wyborach stracił ponad 2% względem złotówki.

## **USA: Możliwy powrót do skupu aktywów**

Prezes Systemu Rezerwy Federalnej w Bostonie, Eric Rosengren uważa, że następna recesja sprawi, iż FED będzie najprawdopodobniej zmuszony do rozpoczęcia kolejnego QE. Oznacza to skupienie dużej ilości aktywów (przede wszystkim obligacji skarbowych), które ma na celu utrzymanie stabilności na rynkach finansowych.

Po kryzysie finansowym z 2008 roku, FED skupował aktywa, zwiększając swój bilans z 900 mld do 4,5 bln dolarów. Z kolei kilka tygodni temu, Członkowie Federalnego Komitetu Otwartego Rynku rozważali możliwość redukcji bilansu.

Rzeczywista redukcja bilansu jest jednak niemożliwa. W tym wypadku w grę wchodzi jedynie transakcja pozorowana. FED mógłby zatem np. przekazać pieniądze do Exchange Stabilization Fund, aby fundusz skupił aktywa wyprzedawane przez Rezerwę Federalną.

## **Banki centralne idą na rekord**

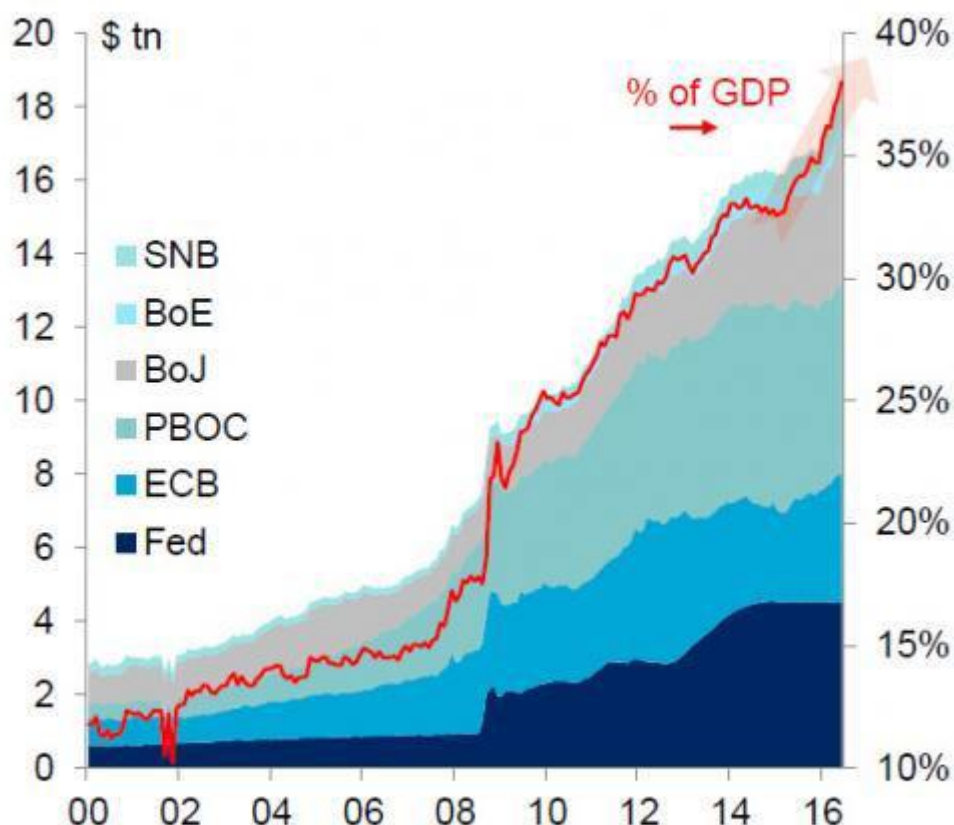
Michael Hartnett z Bank of America zauważył, że od początku bieżącego roku banki centralne zakupiły aktywa o wartości biliona dolarów. Największych zakupów dokonały Europejski Bank Centralny oraz Bank Japonii. Jeżeli banki centralne utrzymają dotychczasowe tempo skupu aktywów, to na koniec roku skala zakupów wyniesie 3,6 bln dolarów, co oznaczałoby nowy rekord!

Poniższy wykres pokazuje wartość bilansów najważniejszych banków centralnych. Po lewej stronie znajdują się wartości wyrażone w bln dolarów. Prawa strona oznacza procentowy stosunek bilansów banków centralnych w odniesieniu do globalnego PKB.



## More and more and more!

Aggregate balance sheet of large central banks, \$tn & % of GDP



Source: Citi Research, Haver.

Hartnett stwierdził również, że gigantyczna skala skupu aktywów jest głównym powodem dla którego akcje i obligacje rosną mimo zawirowań w globalnej gospodarce.

W ramach ciekawostki dodajemy, że wspomniane 3,6 bln dolarów to równowartość 85 tys. ton złota. W przybliżeniu jest to połowa globalnych rezerw złota oraz 3-krotnie więcej niż rezerwy będące w posiadaniu banków centralnych.

### JPMorgan zwiększył ekspozycję na srebro

Jeszcze w 2012 roku bank inwestycyjny JPMorgan posiadał 155 ton srebra. Obecnie jest to aż 2845 ton srebra. Oznacza to, że na przestrzeni zaledwie 5 lat JPMorgan zwiększył swoją ekspozycję aż 16-krotnie! Tylko w pierwszych trzech miesiącach bieżącego roku bank inwestycyjny zakupił 292 tony srebra.

Warto dodać, że JP Morgan jest również głównym odbiorcą srebra wydobywanego przez KGHM.

## Rekordowe zakupy Banku Rosji

Według analityków GFMS, Centralny Bank Rosji tylko w 2016 roku zakupił 201 ton złota. Jest to najwyższy wynik spośród wszystkich banków centralnych, raportujących swoje zakupy kruszcu.

Najnowsze dane pokazują, że Bank Rosji utrzymuje wysokie tempo zakupów złota. Pomiędzy 1 stycznia a 20 kwietnia bieżącego roku, rosyjskie rezerwy powiększyły się o 65 ton.

Jeżeli Rosjanie utrzymają dotychczasowe tempo zakupów, w całym 2017 roku pozyskają prawie 215 ton żółtego metalu. Oznaczałoby to przekroczenie poziomu z 2016 roku.

Dwie powyższe informacje pokazują, że niezależnie od demonizowania złota i srebra w głównych mediach, banki centralne oraz banki inwestycyjne nadal zwiększają ekspozycję na metale szlachetne.

## Obawy Banku Anglii

Na początku kwietnia, Bank Anglii poinformował o wzroście podaży kredytów konsumenckich. Oznacza to wyższe ryzyko, na jakie narażone są brytyjskie banki.

Perspektywy gospodarcze nie napawają optymizmem. Zesłoroczne osłabienie funta względem euro czy dolara, doprowadziło do wzrostu kosztów utrzymania gospodarstw domowych. Ponadto, poziom wzrostu wynagrodzeń ma utrzymywać się poniżej średniej długookresowej.

W ciągu 2016 roku liczba pożyczek konsumenckich w Wielkiej Brytanii wzrosła o 10%. Informacja jest o tyle niepokojąca, że oszczędności brytyjskich obywateli osiągnęły jednocześnie poziom najniższy od 50 lat.

## Globalne zadłużenie nadal rośnie

Instytut Finansów Międzynarodowych (IIF) przedstawił dane zgodnie z którymi dług światowy na poziomie rządowym, korporacyjnym oraz osobistym wzrósł do poziomu 215 bln dolarów na koniec 2016 roku. Jest to ekwiwalent 325% światowego PKB.

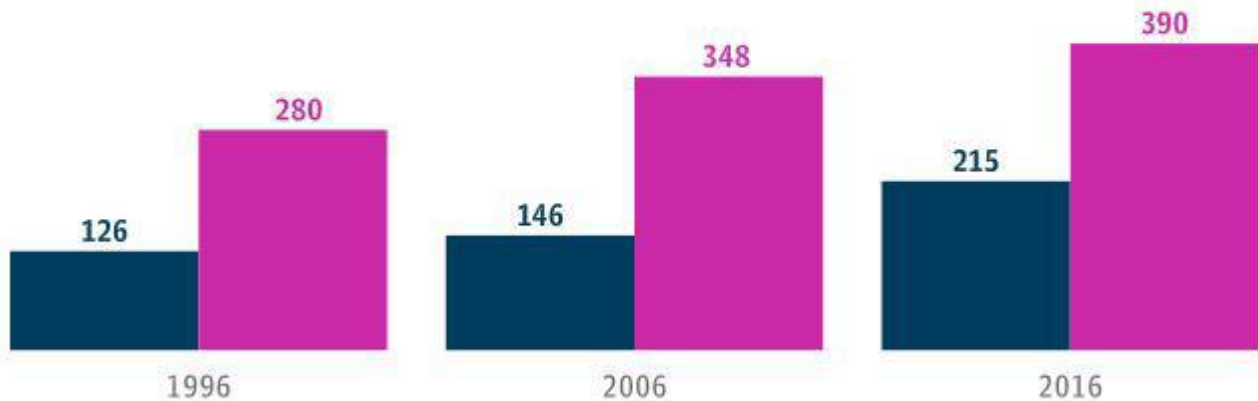
W ciągu ostatnich 10 lat globalne zadłużenie wzrosło o 70 bln dolarów. Warto zauważyć, że całkowity dług gospodarek rozwijających się wzrósł do 55 bln dolarów, co w przypadku tej grupy krajów stanowi 215% łącznego PKB (granatowy kolor na wykresie).

Nie zmienia to jednak faktu, że najwyższy poziom zadłużenia w stosunku do PKB nadal dotyczy krajów rozwiniętych (fioletowy kolor na wykresie).

## Global debt has ballooned

% of GDP

◆ Emerging markets ◆ Mature markets



SOURCE: IIF, BIS, HAVER

### Niedobory gotówki w Indiach

W listopadzie 2016 roku, indyjski rząd postanowił wycofać z obiegu banknoty o nominałach 500 i 1000 rupii. Mimo, iż od tego czasu minęło kilka miesięcy, obywatele wciąż zmagają się z niedoborem gotówki w bankach oraz bankomatach.

"The Times of India" poinformował o braku gotówki w ponad 90% bankomatów w północnym regionie. Z kolei w południowej części Indii ten sam problem wystąpił w przypadku 65% bankomatów.

Zastępca dyrektora generalnego State Bank of India, Ajoy Kumar przyznał na łamach prasy, iż obecny kryzys sprawia, że klienci tracą zaufanie do sektora bankowego.

### Organizacje Sorosa zaangażowane w przerzut imigrantów

Podczas śledztwa przeprowadzonego przez włoskie władze odkryto, że organizacje pozarządowe, wspierane m.in. przez Georga Sorosa, aktywnie finansują prywatne statki, które przyczynają dziesiątki tysięcy nielegalnych imigrantów z Afryki Północnej do Europy.

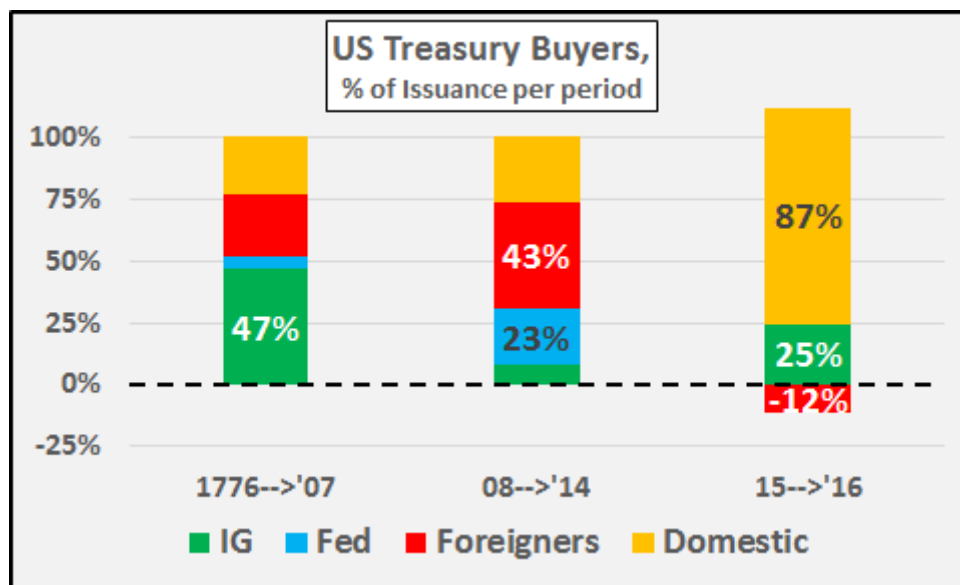
Działania Sorosa w kontekście destabilizacji sytuacji w Europie opisaliśmy przy okazji artykułu pt.: "[Jak zdestabilizować kontynent?](#)".

Warto dodać, że miliardier stale ingeruje m.in. w sytuację polityczną w Macedonii, która mogłaby stać się częścią alternatywnego szlaku dla imigrantów.

## Zmiana struktury długu USA

W latach 1776-2007, Stany Zjednoczone zadłużyły się na 9 bilionów dolarów. Z kolei na przestrzeni lat 2008-2014, dług USA podwoił się.

Różnica polega na tym, że zmieniły się proporcje wśród wierzycieli. Między 1776 a 2007 rokiem głównym pożyczkodawcą USA były fundusze publiczne. W latach 2008-2014 największa część długu Stanów Zjednoczonych była nabywana przez zagranicznych wierzycieli. Widać to na poniższym diagramie.



Źródło: zerohedge.com

W latach 2015-2016 widoczna była zmiana tendencji. Większość długu była rzekomo skupowana przez krajowych inwestorów. Biorąc jednak pod uwagę napływ kapitału na rynek akcji, osoby indywidualne nie byłyby w stanie zapłacić luki spowodowanej wyprzedacją obligacji przez zagranicę. Należy również pamiętać, że w 2015 roku, FED oficjalnie nie skupował amerykańskiego długu. Najprawdopodobniej zakupy zostały dokonane przez Exchange Stabilization Fund, co opisywaliśmy w artykule pt.: ["Czym naprawdę jest Exchange Stabilization Fund? Cz. 1 – Finanse"](#).

## Problemy włoskiego sektora bankowego

Włoski rząd zamierza ratować trzy banki, które są zagrożone bankructwem. Mowa o czwartym co do wielkości Monte dei Paschi oraz dwóch mniejszych instytucjach finansowych Veneto Banca i Banca Popolare di Vicenza.

W grudniu ubiegłego roku, Monte dei Paschi wystąpił z prośbą o pomoc rządową. Wniosek MPS jest rozpatrywany przez Europejski Bank Centralny oraz Komisję Europejską. Podobną drogą zamierzają pójść dwie mniejsze instytucje finansowe, których pierwszym krokiem ma być połączenie.

Prawdopodobnie z czasem nie tylko Włochy pójdą w kierunku ratowania banków z pieniędzy publicznych. W podobny sposób mogą postąpić kraje, które borykają się z identycznymi problemami. Mowa tutaj o Hiszpanii oraz Francji.

Monte dei Paschi ma jeszcze jeden pomysł na uratowanie się przed bankrutem. Najstarszy bank na świecie chce dokonać sekurytyzacji aktywów o wartości 29 mld dolarów. Oznacza to ich przekształcenie w papiery wartościowe, a następnie odsprzedaż. Udział w przeprowadzeniu operacji ma wziąć JP Morgan.

Należy przypomnieć, że sekurytyzacja toksycznych aktywów była jedną z przyczyn kryzysu finansowego, do którego doszło w 2008 roku.

## Handel detaliczny w opałach

Marzec jest drugim z rzędu miesiącem, w którym spadła sprzedaż detaliczna w USA. Taka sytuacja zdarzyła się po raz pierwszy od dwóch lat. Największy spadek przychodów odnotowano w przypadku materiałów budowlanych oraz części samochodowych.



Źródło: zerohedge.com

Nie bez znaczenia był w tym przypadku brak wzrostu poziomu średniego wynagrodzenia w pierwszych trzech miesiącach bieżącego roku. Negatywne dane zostały oznaczone na poniższym wykresie.

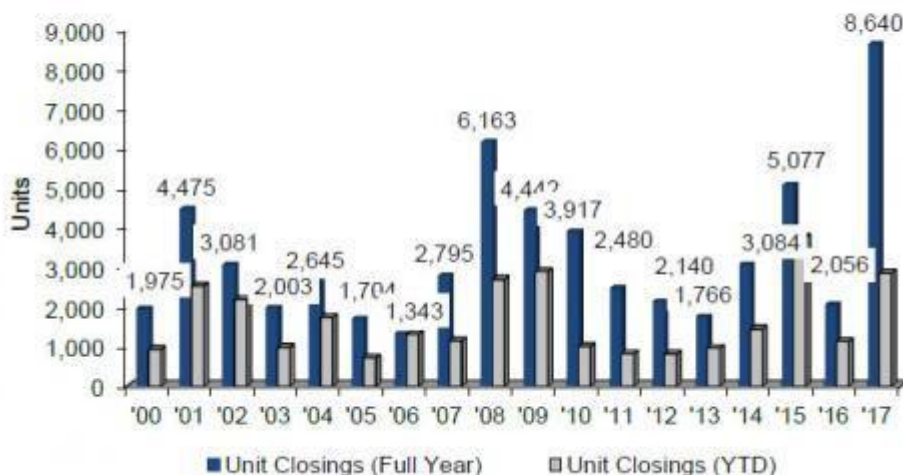


Źródło: zerohedge.com

Od początku roku w USA zamknięto 2880 sklepów detalicznych. To wynik gorszy niż w analogicznym okresie przed rokiem. Credit Suisse szacuje, że tylko w tym roku zawiesić swoją działalność może ponad 8640 przedsiębiorstw handlowych. Oznaczałoby to pobicie niechlubnego rekordu z 2008 roku. Wówczas zamknięto blisko 6200 sklepów.

Szczegółowe dane pokazuje poniższy wykres. Szare słupki oznaczają sklepy detaliczne zamknięte w pierwszych kwartałach poszczególnych lat. Z kolei niebieskie słupki oznaczają liczę przedsiębiorstw handlowych zamkniętych na przestrzeni całego roku.

**Figure 1: Retail Store Closings By Unit – Only Second To 2015 Store Closures YTD; Could Be The New Highest Closings For Full Year**



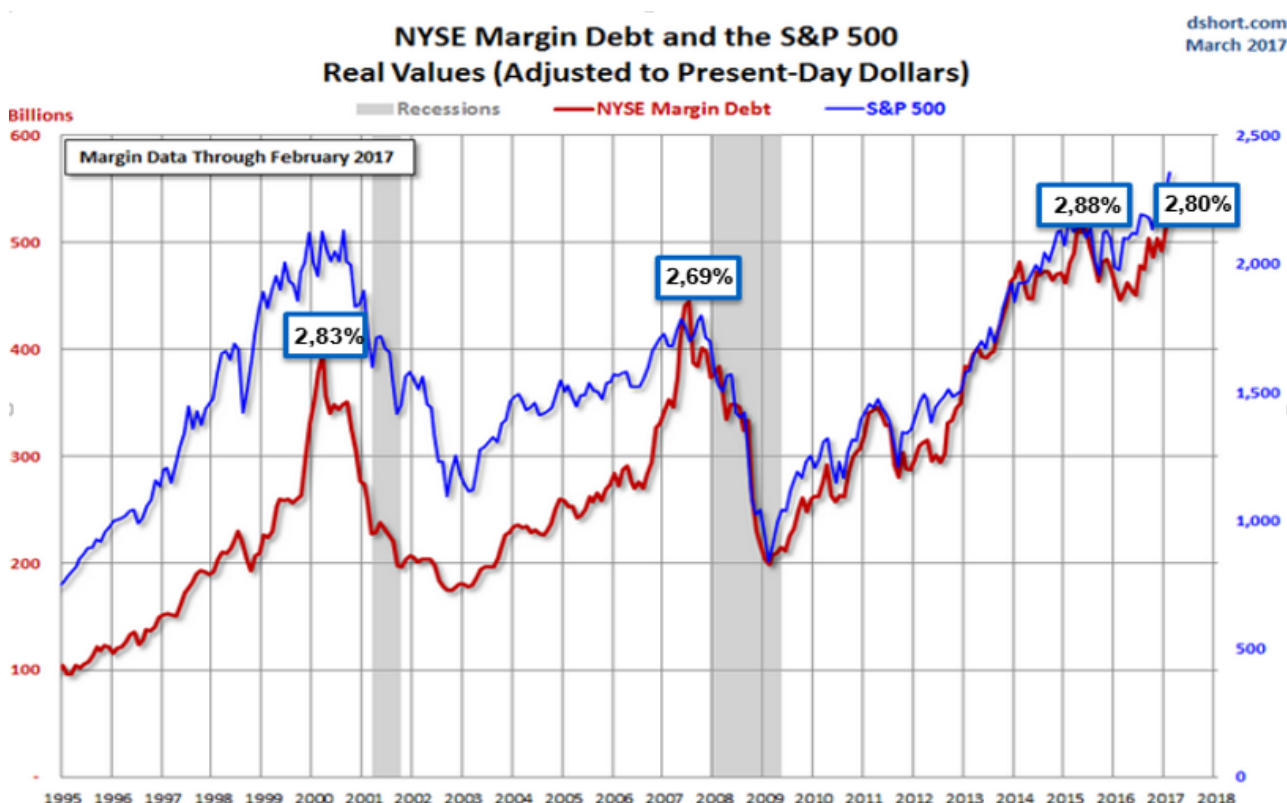
Source: Company data, News articles, Credit Suisse estimates

## Margin Debt blisko rekordowego poziomu

Określenie Margin Debt oznacza poziom długu zaciągniętego na zakup akcji. Jego wartość rośnie zazwyczaj wraz z poprawą nastrojów na giełdzie. Wszystko za sprawą wzrostów notowań, które zachęcają inwestorów do zaciągania jeszcze większych pożyczek pod zakup akcji.

Ze względu na inflację, poziom Margin Debt podawany jest w odniesieniu do aktualnej wielkości PKB. W przypadku amerykańskiej giełdy rekord zanotowany został w 2015 roku, kiedy suma kredytów zaciągniętych na zakup akcji w stosunku do PKB Stanów Zjednoczonych wynosiła 2,88%.

Jak widać na poniższym wykresie, obecny poziom Margin Debt wynosi 2,80% w odniesieniu do PKB.



Aktualny poziom należy zatem do najwyższych w historii i stanowi kolejny czynnik przemawiający za przewartościowaniem giełdy w USA.

## USA: Klasa średnia w odwrocie

W przyszłości historycy będą opisywać XXI wiek przez pryzmat walki globalizmu z nacjonalizmem, rosnącego globalnego zadłużenia, dysfunkcyjnego systemu opieki zdrowotnej, obaw związanych z automatyzacją pracy czy imigracją. Należy jednak pamiętać o jeszcze jednym ważnym problemie, którym jest spadek procentowego udziału klasy średniej w grupie krajów rozwiniętych. Zmiany doskonale widać na przykładzie Stanów Zjednoczonych.

Poniższa animacja pokazuje w jaki sposób zmieniał się odsetek ilości gospodarstw domowych, należących do poszczególnych klas społecznych w 20 największych miastach w USA. Wyraźnie widać, że od 1971 roku spada ogół dorosłych, którzy zaliczają się do klasy średniej.

Na skali poziomej zaznaczone są roczne zarobki w tysiącach dolarów. Skala pionowa pokazuje natomiast procentowy udział danej grupy w ogóle społeczeństwa. Skrajne kolumny pokazują udział osób bez dochodu (pierwsza kolumna z lewej), jak również obywateli z zarobkami powyżej 200 tys. dolarów (pierwsza kolumna z prawej). Można zauważyć, że z każdym rokiem zwiększa się rozwarstwienie w społeczeństwie.

Animacja dostępna jest [TUTAJ](#)

Główną przyczyną zmian jest inflacja, czyli permanentne zwiększanie podaży pieniędzy w obiegu. Powoduje ona spadek siły nabywczej waluty, a co za tym idzie, zmniejsza wartość oszczędności. Dla zmylenia społeczeństwa, metodologia liczenia inflacji jest regularnie zmieniana. W efekcie źródła rządowe od dłuższego czasu znacząco zaniżają prawdziwy poziom tego wskaźnika. Jak widać, nieprzypadkowo inflacja nazywana jest ukrytym podatkiem.

*Zespół Independent Trader*



## Opinie Czytelników.

Poniżej znajdziecie kilka ciekawych wpisów czytelników zamieszczonych pod artykułami na blogu. Mimo, iż nie zawsze zgadzam się z nimi to często wnoszą one wiele wartościowych informacji.

### Ratowanie klimatu

**Autor: 3r3**

Widzicie jakąś alternatywę dla dalszego rozwoju technicznego, zniszczeniu całego środowiska, wykończenia wszystkich pozostałych gatunków i wyprowadzki na kolejną planetę aby przeprowadzić całą operację jeszcze raz, ale szybciej, i następną jeszcze szybciej i tak konsumować kolejne zasoby? Widzicie jakąś alternatywę w kwestii zjedzenia tego co da się zjeść i przeprowadzki na kolejne żerowisko?

No to jak nie widzicie to przestańcie kombinować jak ratować klimat - ta planeta jest skazana. Nie będzie wielorybów, polarnych misiów, lasów i kolibrów. Wykończymy tu wszystko. Liczymy się tylko my - ludzie. Jesteśmy najlepsi i zjemy wszystkich innych.

Planeta nie jest skalibrowana na jakąś homeostazę, to tylko kupa śmieci i gruzu, którą konsumują zaistniali mieszkańcy. Planeta się zmienia, zmienia się jej chemia, klimat, ciągle i bez przerwy. Nie ma co sobie żałować - my też możemy pozmieniać co nam się podoba.

I jeszcze dobrze by było przy tym zarobić. Zgadnijcie czemu nie możecie w Polsce prowadzić firm zajmujących się hutnictwem aluminium - skąd się wzięła taka cena prądu dla przemysłu? Czemu u sąsiadów co od nas prąd kupują ta cena jest wielokrotnie niższa?

### O Francji

**Autor: Arcadio**

Francja. Kraj pełen kontrastów. Niestusznie hołubiona przez polskie elity od wieków, ale zawsze działająca tylko i wyłącznie w oparciu o swój partykularny interes. Nie sposób lubić Francji. Bo jak lubić fałszywego sojusznika, który nas wystawił w 1939 r., zresztą nie pierwszy raz w historii.

Jak lubić naród, który po wystawieniu swojego sojusznika, tchórzliwie się poddał. Ale to nie wszystko. Stworzył kolaboracyjny rząd Vichy i w zasadzie powinien być uznawany za 4-te państwo osi po Niemczech, Japonii i Włochach. Tym bardziej, że posiadając flotę porównywalną do włoskiej był ciężkim przeciwnikiem dla choćby Wielkiej Brytanii, która zamiast wojować z Niemcami musiała wprawdzie uciszyć flotę francuską w Oranie.

A z drugiej strony jak tu Francji nie szanować, że z nazistowskiego kolaboranta nagle stała jednym z 4-ech zwycięskich mocarstw, otrzymując nawet strefę okupacyjną w Niemczech. Aż chciałoby się zakrzyknąć, hej Polacy - patrzcie jak się robi politykę. Z państwa stricte marionetkowego w czasie wojny Francja staje się mocarstwem rozdającym karty. Jest współtwórcą UE i jej głównym filarem obok Niemiec. Rozbudowuje swój arsenał atomowy i zachowuje dużą niezależność nawet w stosunku do USA.

Kiedy Zespół Independent Trader pisze, że kandydatom "zarzuca się" chęć współpracy z Rosją to używa niewłaściwego słowa. We Francji współpraca z Rosją jest postrzegana jako zaleta i dlatego każdy kandydat się z tym obnosi. No i jeszcze ta gospodarka. Przecież Francuzi to największy bodaj lenie w UE. Pracują po 35 godzin. A ile czasu spędzają na celebrowaniu posiłków. A już te 33% - owe podatki korporacyjne ? Toż przecież wg "Austriaków" taki kraj powinien już przestać istnieć. A tu znowu 2/3 ludzi to wciąż klasa średnia. A przecież muszą utrzymywać kilkumilionową zgraję bezrobotnych z założenia muzulmanów. I jeszcze ten socjal - nasz 500+ to mały pikuś przy tym francuskim. A jak żyją tamtejsi przedsiębiorcy? Choćby taki właściciel piekarni, co musi pracownikowi za pieczenie bagietek 2000 Euro wyłożyć. Pewnie ze swoich dokłada.

Wszelkie publikacje zamieszczone na stronie [www.independenttrader.pl](http://www.independenttrader.pl) oraz w Independent Trader Newsletter powstały w oparciu o wiarygodne informacje, lecz ich trafność nie może być gwarantowana. Przedstawione opinie mogą się dezaktualizować, a ich autor nie jest zobowiązany do ich uaktualniania.

Przedstawione informacje są prywatnymi opiniami autora i nie stanowią rekomendacji inwestycyjnych w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 roku, Nr 206, poz. 1715).

Czytelnik musi być świadomy, że wyłącznie on ponosi odpowiedzialność z tytułu podejmowanych decyzji inwestycyjnych. Każda inwestycja powinna być konsultowana z licencjonowanym doradcą inwestycyjnym.

Wszystkie zamieszczone materiały są chronione prawami autorskimi. Nie mogą być kopiowane, publikowane czy modyfikowane w żadnej formie bez pisemnej zgody autora.