



## „SYNDROM KAIROSA”

„Wciąż jest zbyt mało dowodów, wskazujących na zawężenie spektrum możliwych scenariuszy dla gospodarki w średnim okresie, choć zagrożenia dla wzrostu w najbliższej perspektywie prawdopodobnie zmaleły”. Ów cytat pochodzi z opublikowanego w ubiegłym tygodniu protokołu z ostatniego posiedzenia Banku Anglii (w dniu 6 sierpnia br.). W tym samym czasie Axel Weber (ur. 1957), prezes Bundesbanku, na łamach „Die Zeit” stwierdził: „nie mam przekonania, czy obecne ożywienie jest już trwałe i czy gospodarka jest w stanie iść do przodu”.

Jednoznacznie wstrzeźliwe oceny dotyczące bieżącej sytuacji, sformułowane po obu stronach Kanału La Manche, powinny skłonić do refleksji również w kraju leżącym pomiędzy Bugiem, a Odrą. Ograniczenia pola obserwacji do wskaźników na Wall Street i Shanghai Stock Exchange może bowiem okazać się dalece niewystarczające. Problem ten sygnalizuje m.in. Josef Ackermann (ur.1948) szef Deutsche Banku, przyrównujący obecny kryzys do trzęsień ziemi, których epicentra znajdują się różnych miejscach.

Innymi słowy, czy przypadkiem rynek kapitałowy i tzw. realna gospodarka nie znajdują się już od siebie zbyt daleko, tzn. w sytuacji, o której zwykle się powiadać „giełda swoje a gospodarka swoje”? W przypadku odpowiedzi twierdzącej dalsza wiara w ambiwalentną desynchronizację owych cykli byłaby nastawieniem co najmniej ryzykownym.

Polski rynek akcji, a zwłaszcza tych z głównego parkietu, znajduje się pod silnym wpływem tendencji na giełdach światowych oraz zagranicznych inwestorów, dyskontujących u nas dodatkowo efekt enklawy wzrostu gospodarczego. Stwarza to niewątpliwie atrakcyjne możliwości krótkoterminowych głównie inwestycji, których bezpieczny horyzont wcale nie musi być wydłużony o kolejny miesiąc.

Dynamika krajowej produkcji przemysłowej spadła w lipcu o -4,6 %. Jednocześnie w sferze budowlano – montażowej odnotowano, w porównaniu z lipcem ubiegłego roku, wzrost o +10,7 %. Warto jednak zwrócić uwagę, że w segmencie robót związanych z przygotowaniem obiektów pod budowę skala progresji nie jest wcale



dwucyfrowa, lecz zawiera się w przedziale niespełna 3 %, a to dobrym prognozą dla inwestycji niestety nie jest.

W ocenie profesora Stanisława Gomułki (ur. 1940) jeśli porówna się: „obecną sytuację z długofalowym trendem, w którym występuje dynamika produkcji od +8 % do +10 %, to okazuje się, że jej dzisiejszy spadek wynosi około minus 15 % w stosunku do poziomu, na którym powinniśmy być (...) W tej chwili koniunktura jest na poziomie z końca 2001 roku. Trzeba pamiętać, że w 2002 r. mieliśmy nadal recesję, z której wyszliśmy dopiero w 2003 r. (...) Tempo wzrostu gospodarczego w przyszłym roku może utrzymać się między zero, a jeden procent. Może być większe, jeśli poprawa na rynkach zewnętrznych będzie silniejsza, niż się obecnie przewiduje, wtedy PKB może wynieść nawet 1- 2 %”.

Scenariusz ten podyktowany jest przede wszystkim obawami o sferę spożycia indywidualnego. Oczekiwane pogorszenie sytuacji na rynku pracy, malejąca dynamika realnych wynagrodzeń oraz kurczenie się globalnego funduszu płac przy rosnących cenach kredytu wskazują, iż należałoby spodziewać się osłabienia popytu wewnętrznego. Poza tym, jest jeszcze jeden niekorzystny czynnik, o którym wcześniej niejednokrotnie wspomiano, a który w „euro – entuzjastycznych” na ogół mediach, póki co nie znajduje należytej oceny. Umacniający się złoty staje się poważnym ograniczeniem produkcji proeksportowej (wraz z efektami mnożnikowymi dla kooperantów) i to najprawdopodobniej w stopniu takim, który będzie niwelować ewentualnie trwalszą nawet poprawę koniunktury na rynkach zewnętrznych. Dlatego też można chyba sformułować pogląd, że kurs złotego jest w obecnych warunkach dla gospodarki polskiej nie mniej istotny, niż przebieg wahań cyklicznych w krajach będących podstawowymi rynkami zbytu dla naszych towarów.

Nouriel Roubini (ur.1959) nazywany w świecie „Dr Boom”, a będący jednym z najbardziej opiniotwórczych ekonomistów doby kryzysu podkreśla, że tak jak nie sprawdziły się warianty recesji i ożywienia w kształcie „V”, tak założeniu o tym, że dno dekonunktury w USA i innych krajach G7 minęło - może ulec rychłej weryfikacji. Przepowiadając od kilku tygodni realizację dwuletniego cyklu w kształcie „W”, wykładowca New York University zwraca uwagę na kilka ząbających się czynników implikujących taki właśnie obrót spraw.

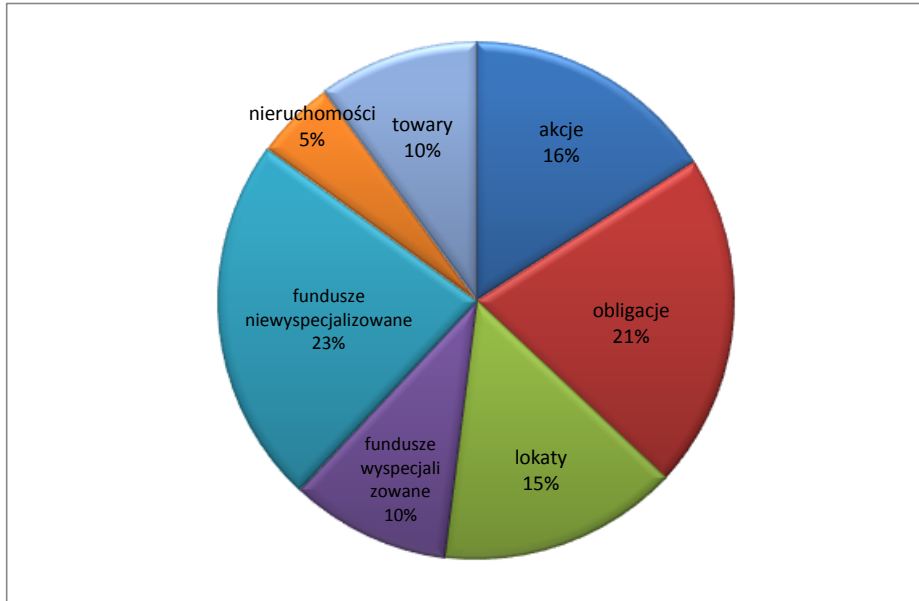
Po pierwsze – przynajmniej kilkunastomiesięczny okres dotkliwej redukcji zadłużenia gospodarstw domowych, ograniczający w tym okresie ich konsumpcję i po drugie, co się



z tym wiąże, ograniczenie źródeł zasilania ze strony przeżywającego problemy komercyjnego systemu finansowego. Po trzecie – trudny do szybkiego rozwiązania problem nadmiaru mocy wytwórczych w sektorze przedsiębiorstw, ograniczający rentowność i „mrożący” inwestycje. Po czwarte – należy się liczyć, że na przełomie tego i przyszłego roku skutki stymulowania gospodarki długiem przestaną być widoczne. Dotyczy to w szczególności państw, które w tym zakresie zbyt sobie pofolgowały, tj.: Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Hiszpanii, Irlandii, Australii, czy Nowej Zelandii. Z podobnymi obawami można spoglądać w stronę rynków towarowo – surowcowych, tj. żywności, ropy i energii, napędzanych podażą wolnych środków, powodujących, że dobra tego rodzaju drożałyby znów znacznie szybciej niż wynikałoby to z fazy cyklu, w jakiej znajduje się globalna gospodarka. W przypadku cen ropy naftowej, profesor N. Roubini zauważa, że gdy świat z ledwością podnosi się z kolan, z pewnością nie wytrzymałaby on kolejnego szoku cenowego, spowodowanego siłami spekulacyjnymi, które doprowadziły do cen ropy na poziomie 100 dolarów za baryłkę. „Ryzyko ponownego ataku recesji rośnie (...) Ostatnie wzrosty kursów akcji, cen towarów i kredytów mogły przyjść zbyt wcześnie w stosunku do fazy koniunktury. Jeśli tak należy spodziewać się korekty”.

W tej sytuacji trudno zdezaktualizować propozycje letniej dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych oferowanych np. przez wyspecjalizowane w zarządzaniu majątkiem szwajcarskie banki prywatne. Ich rekomendacje dotyczące bezpośredniego zaangażowania na rynku akcji na poziomie nie większym niż 16 – 20 % pozostają u progu jesieni jak najbardziej chyba aktualne i to wbrew dominującemu (jeszcze?) trendowi, przypominającemu poniekąd próby pociągania Kairosa za grzywkę. Ten kogo ów najmłodszy syn Zeusa mijał - miał jedynie krótką chwilę, by go uchwycić, a wraz z nim swoją szczęśliwą szansę. Kiedy Kairos przeszedł, nikt już nie mógł go złapać...

## Rekomendowana struktura alokacji inwestycji dla na okres lata 2009 r.\*



źródło: materiały własne;

\*dla dysponentów aktywów we frankach szwajcarskich lub/i euro oraz dolarach USA

**Wojciech Szymon Kowalski**  
**Główny Ekonomista**  
**Inwest Consulting S.A.**