



## PRZED DEBIUTEM PGE S.A.

Sformułowane na początku października przypuszczenia (komentarz nr 39, z 5.10.br), że rynek nasz w kolejnych tygodniach powinien zachowywać się nie gorzej, niż najważniejsze parkiety świata, zasadniczo się potwierdziły. Biorąc pod uwagę podstawowe czynniki, które przemawiały za takim rozwojem sytuacji, tj. efekt postrzegania Polski jako enklawy wzrostu gospodarczego oraz towarzyszący temu kolejny przypływ sentymentu ze strony zagranicznych inwestorów, można by założyć kontynuację nakreślonej wówczas tendencji. Przynajmniej do 5 listopada, czyli do dnia, na który przewidziane jest pierwsze notowanie akcji Polskiej Grupy Energetycznej S.A. Za takim rozwojem wydarzeń mogłyby przemawiać, uspakajające przekazy medialne z zagranicy („ponieważ dolar amerykański traci na wartości, zbliżając się do poziomu sprzed kryzysu, rynki wschodzące mogą pozbyć się obaw, że ominie je napływ kapitału”). W dobrym samopoczuciu mogą utwierdzać też sygnały z Malezji, gdzie Maxis, tj. tamtejszy operator telefonii komórkowej, oczekuje z IPO ok. 3,6 mld dolarów z IPO, przekładających się na największy w historii tego kraju giełdowy debiut. Konkludując można by powiedzieć, iż nasza „emerging – marketowa” chata skraja, i chwala jej za to, przynajmniej do 5 listopada. Rzecz w tym, że „miedzy ustami, a brzegiem pucharu”, wiele się może jeszcze wydarzyć.

Oferta PGE, wzorem poprzednich wielkich prywatyzacji, cieszy się popytem, który przynajmniej w niektórych bankach wyczerpał pulę przeznaczonych na ten cel kredytów. Niemniej koszty zaciągniętych z tego tytułu zobowiązań (przy oczekiwanej stopie redukcji 95 %) mogą się inwestorom indywidualnym nie zwrócić, nawet wtedy, gdy podczas debiutu kurs akcji wzrośnie o 10 – 15 %. Aspekt skali lewarowania efektywnego popytu na akcje PGE jest o tyle istotny, że implikuje okres zamykania pozycji na tych papierach. Z kolei wyznaczona w ofercie publicznej cena 23 zł nie jest zapewne dla rynku docelową, ale kiedy w dłuższym terminie do takiej się zbliży, to skumulowana podaż ze strony drobnych, tj. „IPO-wskich” inwestorów będzie już w znacznym stopniu zredukowana.

Co może spowodować alternatywny dla kontynuacji aktualnych tendencji scenariusz najbliższych wydarzeń, poprzedzający wejście na giełdę Polskiej Grupy Energetycznej S.A.? Generalnie nic nowego, to znaczy nic o czym by nie mówiono wcześniej, ale tym razem ubrane to jest już w nowe fakty, czyli tzw. twarde dane finansowo - statystyczne.

Opublikowanym dotychczas wynikiem finansowych amerykańskich korporacji za III kwartał br. towarzyszy dość umiarkowany entuzjazm. Z tych to właśnie powodów indeks S&P 500 nie zdołał przebić się przez pułap 1090 - 1010 punktów. Symptomy umiarkowanej poprawy sytuacji ekonomicznej spółek są na pewno dostrzegalne, ale nie na tyle też przekonujące, by uzasadniać dotychczasową antycypację rynków. Tym bardziej, że świadomość stosowania różnych technik księgowo – planistycznych jest dość powszechna. Kreatywności na tym polu, będącej udziałem wielu notowanych na Wall Street firm, nie powstydziliby się zapewne „nieboszczka” gospodarka socjalistyczna. Przez wiele lat można było sądzić, że palmę pierwszeństwa w umiejętnym drenowaniu dotacji i operowaniu narzędziami planistycznymi, generującymi tytuły płatnicze od realizowania zaniżonych planów, ustrój socjalistyczny zabrał ze sobą





do grobu. A tu proszę, zapomniany dylemat „ile planu, a ile rynku” wcale nie został, jak się przekonujemy, odesłany do lamusa.

Trudniej byłoby o bardziej adekwatne i kompetentne dopełnienie dla tej konkluzji, niż to, które sformułował na dniach George Soros (ur.1930). Ów legendarny spekulant jednoznacznie stwierdził, iż wielkie zyski osiągnięte przez niektóre czołowe banki z Wall Street to *de facto* „ukryty prezent” od państwa. „Te dochody nie są wynikiem działań ludzi podejmujących ryzyko, lecz ukrytym prezentem od państwa.

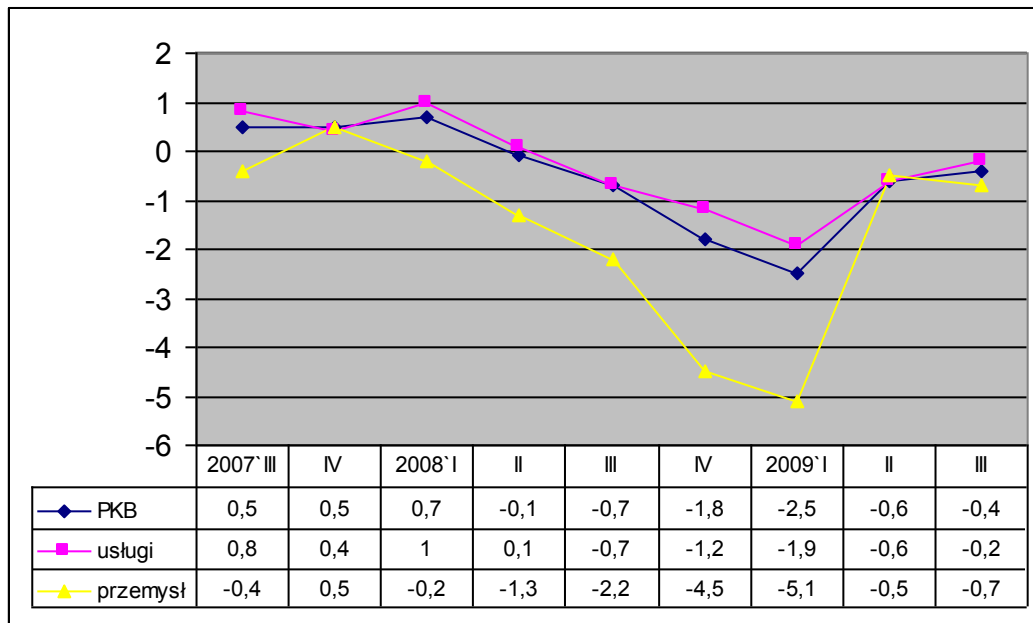
Moim zdaniem ze środków tych nie powinno się wypłacać premii”. Warto w tym kontekście przypomnieć, że już przed kilkudziesięciu lat John K. Galbraith (1908-2006), jeden z najwybitniejszych ekonomistów XX wieku, pisał o teorii konwergencji kapitalizmu i socjalizmu. Jej kanwą były wykształcające się na drodze ewolucji zbieżne cechy modelowe obu zantagonizowanych magasystemów.

Interpretacja wyników finansowych gigantów amerykańskiej gospodarki może sprawić, że nawet taniejący dolar nie będzie już wystarczającym asumptem do dalszego wzrostu cen na rynkach towarowo – surowcowych. Po obu stronach Atlantyku coraz głośniejsze też mówi się o potrzebie administracyjnego ograniczenia podmiotowej strony tego segmentu rynkowego. Problem nie sprowadza się to do znajdującej się ostatnio „na indeksie” ropy naftowej, ale zmierza w stronę bardziej kompleksowych rozwiązań. Przypominając, że w 1936 r. Kongres Stanów Zjednoczonych skutecznie uregulował obrót na rynkach towarowo – surowcowych, jednak na początku poprzedniej dekady zaczęto to wszystko nieodpowiedzialnie demontować. Intencją tamtych przepisów było, aby ceny determinowały przede wszystkim podaż i popyt, czyli, by na rynkach tych nie było więcej spekulantów niż producentów i konsumentów. Ustawa sprzed 73 lat umożliwiła też rozróżnienie pomiędzy tymi, którzy sprzedają i kupują rzeczywiste towary, a tymi którzy handlują papierami wartościowymi. Od 1991 r. podział ten zaczął się wyraźnie zacierać, a jego skutkiem jest m.in. to, że przy największym wydobyciu ropy w ciągu minionych 20 lat i najniższym od dekady zapotrzebowaniu, ceny „czarnego złota” pną się ponownie w górę.

W piątek, 23 października poznaliśmy wstępne szacunki tempa wzrostu gospodarczego Wielkiej Brytanii w III kwartale. Zjednoczone Królestwo tradycyjnie legitymuje się najsprawniejszym systemem sprawozdawczości statystycznej spośród najważniejszych krajów Zachodu. Według wyliczeń Office for National Statistics, produkt krajowy brutto w ujęciu kwartał do kwartału, spadł w tym okresie o -0,4 %. Spowodowała to przede wszystkim ciągle ujemna dynamika sektora usługowego (-0,2 %), wytwarzającego aż 76 % brytyjskiego PKB. W dalszym ciągu kurczył się również przemysł (-0,7 %), wypracowujący 18 % PKB. O ile jednak faktyczne przełamywanie recesji przez Stany Zjednoczone nie pozostaje wolne od kontrowersji, to w przypadku Wielkiej Brytanii proces odbudowywania się koniunktury jest zdecydowanie bardziej przekonujący. Osądu tego nie zmieni nawet ewentualne przedłużenie się recesji o kolejny jeszcze kwartał. Należy też uwzględnić możliwość, że kolejne odczyty PKB za III kw. Skorygują tempo wzrostu gospodarcze w górę. Pierwszy odczyt najczęściej, z oczywistych względów bywa na ogół najbardziej zachowawczym.



**Dynamika brytyjskiego PKB, sfery usług oraz produkcji przemysłowej w okresie III kw. 2007 – III kw. 2009 (kwartał do kwartału, w %)**



źródło: Office for National Statistics

**Wojciech Szymon Kowalski**  
**Główny Ekonomista**  
**INWEST CONSULTING S.A.**