

**GRZEGORZ MIKOŁAJEWICZ**

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

**INFORMACJE MAKROEKONOMICZNE WYKORZYSTYWANE W ANALIZIE FUNDAMENTALNEJ ORAZ ICH ŹRÓDŁA (NA PRZYKŁADZIE POLSKI)****1. Wprowadzenie**

Informacja ma umożliwić jej rzeczywistym lub potencjalnym użytkownikom zaspokajanie potrzeb, poprzez zmniejszenie stopnia niewiedzy o badanym zjawisku, pozwalając tym samym na polepszenie znajomości otoczenia i sprawniejsze przeprowadzenie celowego działania<sup>1</sup>.

Posiadanie wiarygodnej i aktualnej informacji jest niezbędne do wnioskowania o sile fundamentalnej przedsiębiorstwa i czynnikach ją kształtujących, leży także u podstaw efektywności rynku kapitałowego. Informacja odgrywa istotną rolę w procesie tworzenia, mierzenia i zarządzania wartością przedsiębiorstwa. Jeśli informacje są niepełne, zatajane, udostępniane z opóźnieniem lub nierzetelne dochodzi do powstawania odchyłeń pomiędzy wartością rynkową przedsiębiorstwa a jego wartością fundamentalną<sup>2</sup>.

Posiadane przez inwestorów informacje wpływają na formułowane przez nich oczekiwania oraz podejmowane decyzje inwestycyjne. Ważne jest zatem, aby informacje te charakteryzowały się odpowiednią użytecznością, aktualnością, aby były kompleksowe i zrozumiałe, porównywalne oraz prawdziwe, wiarygodne<sup>3</sup>.

Dostępne na rynku informacje analizować można przez pryzmat dwóch obszarów:

- obszaru aktywnej komunikacji przedsiębiorstwa z rynkiem, gdzie źródłem informacji, a także ich głównym przedmiotem, jest sama spółka,
- obszaru niezależnego od działań przedsiębiorstwa, zawierającego informacje z makro- i mikrootoczenia podmiotu, których źródłem są podmioty trzecie.

W przypadku pierwszego z obszarów, zarówno badania dla polskiego<sup>4</sup>, jak i innych rynków<sup>5</sup>, pokazują, że publikowane przez przedsiębiorstwa informacje są zazwyczaj niezadowalające pod względem jakości i zakresu. Przedsiębiorstwa ograniczają się najczęściej do podawania informacji wymaganych prawem, przyjmują pasywną postawę informowania, odmawiają publikacji dodatkowych danych, zasłaniając się przy tym często tajemnicą handlową. Zastrzeżenia budzi także wiarygodność danych oraz słabo rozwinięte raportowanie

---

<sup>1</sup> Por. Tokaj-Krzewska A., *Informacja a wartość*, w: Panfil M. i Szablewski A. (red.), *Metody wyceny spółki, perspektywa klienta i inwestora*, Poltext, Warszawa 2006, s. 195 i 196.

<sup>2</sup> Por. Damodaran A., *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka, wydanie II*, Helion, Gliwice 2007, s. 69.

<sup>3</sup> Por. Tokaj-Krzewska A., *op. cit.*, s. 199 oraz Niedziółka D.A., *Relacje inwestorskie*, PWN, Warszawa 2008, s. 36.

<sup>4</sup> Por. Niedziółka D.A., *op. cit.*, s. 67, 68.

<sup>5</sup> Por. PWC, *Corporate Reporting – a time for reflection*, April 2007, <http://www.corporatereporting.com>.

z zakresu czynników niefinansowych i danych prognostycznych. Pomimo regulacji, daje się także odczuć uprzywilejowany dostęp do danych inwestorów instytucjonalnych.

Także w przypadku drugiego obszaru, pomimo istnienia relatywnie dużej bazy informacji oraz wyspecjalizowanych w jej dostarczaniu podmiotów, występują ograniczenia związane z trudnościami w znalezieniu pożądaných danych, różnicami w metodologii liczenia (a co za tym idzie odmiennymi szacunkami badanych zjawisk), aktualnością publikowanych danych, kwestią odpłatności, czy też brakiem analiz dla interesującej inwestora sfery, branży i czasem potrzebnym do sporządzenia takiej analizy.

Kwestie dotyczące pierwszego z wyżej wymienionych obszarów, a więc komunikacji przedsiębiorstwa z rynkiem, sfery, którą przedsiębiorstwo może aktywnie kształtować, nie są przedmiotem niniejszego artykułu<sup>6</sup>.

W niniejszym artykule skupiono natomiast uwagę na informacjach w obrębie sfery niezależnej od działań samego przedsiębiorstwa, a więc informacjach dostarczanych przez podmioty trzecie, dotyczących sfery makro- i mikrootoczenia, ze szczególnym uwzględnieniem danych ze sfery makroekonomicznej. Sfera ta jest bowiem niezwykle skomplikowana, ma kompleksowy charakter, jak również odgrywa istotną rolę w procesie analizy fundamentalnej i wyceny przedsiębiorstwa<sup>7</sup>.

## 2. Źródła informacji ze sfery makro- i mikrootoczenia w Polsce

Inwestor, przystępując do analizy sfery makro- i mikrootoczenia, ma do dyspozycji sze-

---

<sup>6</sup> Obszar ten jest przedmiotem licznych opracowań w literaturze oraz regulacji prawnych.

Zakres obowiązkowych ujawnień w gospodarce polskiej, a także regulacji dotyczących kształtowania stosunków wewnątrz przedsiębiorstwa i jego relacji z otoczeniem, określają m.in. ustawa o rachunkowości (por. ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz.U. 1994 nr 121 poz. 591 z późn. zm.) oraz kodeks spółek handlowych (por. ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, Dz.U. nr 94 poz. 137 z późn. zm.).

W przypadku spółek publicznych obowiązują ponadto regulacje, takie jak: regulamin GPW w Warszawie (por. regulamin GPW w Warszawie w brzmieniu przyjętym Uchwałą Nr 1/1110/2006 Rady Giełdy z dnia 4 stycznia 2006 r. z późn. zm.), ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. nr 183 poz. 1539), ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. nr 183 poz. 1538) oraz rozporządzenie MF z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa nie będącego państwem członkowskim (Dz.U. 2009 nr 33 poz. 259 z późn. zm.).

Wśród innych regulacji warto zwrócić uwagę m.in. na: rozporządzenie MF z dnia 18 października 2005 r. w sprawie zakresu informacji wykazywanych w sprawozdaniach finansowych i skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych, wymaganych w prospekcie emisyjnym dla emitentów z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, dla których właściwe są polskie zasady rachunkowości (Dz.U. nr 209 poz. 1743 z późn. zm.), rozporządzenie MF z dnia 6 lipca 2007 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinno odpowiadać memorandum informacyjne, o którym mowa w art. 39 ust. 1 oraz art. 42 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. 2007 nr 132 poz. 916 z późn. zm.) oraz ustawę z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. nr 183 poz. 1537).

<sup>7</sup> Autor zdaje sobie sprawę z roli jaką odgrywają także takie elementy makrootoczenia, jak otoczenie polityczne, prawne, demograficzne, technologiczne, ekologiczne i międzynarodowe oraz znaczenia informacji dotyczących mikrootoczenia. Ze względu na objętość artykułu nie sposób jednak poruszyć wszystkich wyżej wymienionych kwestii w sposób równie szczegółowy.

reg serwisów informacyjnych, wyspecjalizowanych agencji i podmiotów zajmujących się przygotowaniem oraz publikacją danych.

Źródła informacji w powyższych obszarach w Polsce przedstawione zostały w tabeli 1<sup>8</sup>.

**Tabela 1. Źródła informacji w obszarze makro- i mikrootoczenia w Polsce**

<b>Źródła informacji w obszarze makrootoczenia</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>– Ustawy, uchwały, rozporządzenia i zarządzenia zawarte w Dzienniku Ustaw, Monitorze Polskim, Biuletynie Sejmowym, Diariuszu Senatu</li> <li>– Opracowania i raporty ministerstw (np. Ministerstwa Finansów, Ministerstwa Gospodarki, Ministerstwa Infrastruktury, Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej, Ministerstwa Skarbu Państwa, Ministerstwa Rozwoju Regionalnego, Ministerstwa Środowiska), opracowania agencji rządowych (np. Polskiej Agencji Informacji i Inwestycji Zagranicznych, Agencji Rynku Rolnego, Agencji Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa, Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości, Agencji Rozwoju Przemysłu, Agencji Techniki i Technologii)</li> <li>– Dane statystyczne, raporty, analizy publikowane przez Główny Urząd Statystyczny, Narodowy Bank Polski, Komisję Nadzoru Finansowego</li> <li>– Raporty organizacji międzynarodowych na temat Polski (np. Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, Światowej Organizacji Handlu, Międzynarodowego Funduszu Walutowego), dane statystyczne Eurostat, raporty Europejskiego Banku Centralnego, Banku Światowego</li> <li>– Raporty, analizy banków, biur maklerskich, agencji ratingowych (np. Moody's, Standard &amp; Poor's, Fitch), prognozy gospodarcze, opracowania instytucji naukowo-badawczych (np. Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową, Centrum im. Adama Smitha, Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Bureau for Investments and Economic Cycles, Instytut Rozwoju Gospodarczego SGH), bazy danych (np. Reuters, Bloomberg), uczelnie wyższe, informacje badania opinii publicznej (CBOS, Pentor, TNS Obop, Ipsos), materiały konferencyjne, portale internetowe, prasa, inne media</li> </ul>
<b>Źródła informacji w obszarze mikrootoczenia</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>– Regulacje dotyczące poszczególnych branż (ustawy, rozporządzenia itp.), organizacje ustalające normy dla sektora, izby handlowe, federacje konsumentów</li> <li>– Analizy, programy resortowe, opracowania agencji rządowych</li> <li>– Dane statystyczne publikowane przez GUS, informacje z wywiadowni gospodarczych</li> <li>– Raporty, analizy banków, biur maklerskich, agencji ratingowych, opracowania instytucji naukowo-badawczych, stowarzyszeń branżowych, czasopisma specjalistyczne, bazy danych, branżowe portale internetowe, uczelnie wyższe, konferencje branżowe, media</li> <li>– Sprawozdania finansowe spółki oraz jej konkurentów, prospekty emisyjne, informacje uzyskane od innych podmiotów funkcjonujących w danej branży (dostawców, klientów, dystrybutorów, pracowników)</li> </ul>

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Skoczylas W., Źródła informacji na potrzeby zarządzania wartością przedsiębiorstwa, w: Skoczylas W. (red.), *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007, s. 43 oraz Porter M.E., *Strategia konkurencji. Metody analizy sektorów i konkurentów*, Wydawnictwo MT Biznes, Warszawa 2006, s. 451.

<sup>8</sup> Część źródeł w makrootoczeniu i mikrootoczeniu pokrywa się. Jest to nieuniknione ze względu na przenikanie się sfery makro i mikro. Również wiele podmiotów udostępnia pełen zakres danych – od statystyk i analiz ogólnogospodarczych itp. po dane sektorowe, czy nawet informacje odnośnie poszczególnych przedsiębiorstw.

Niektóre informacje nie odgrywają jednak większej roli w procesie analizy fundamentalnej, inne natomiast są wyczekiwane z niecierpliwością, powodując często znaczne poruszenie na rynku kapitałowym<sup>9</sup>.

### 3. Kluczowe dane makroekonomiczne

Do istotnych danych makroekonomicznych, niezbędnych w prawidłowej ocenie siły fundamentalnej oraz wartości wewnętrznej przedsiębiorstwa, zaliczyć można:

- dane dotyczące PKB oraz jego składników, zarówno w ujęciu wartościowym, dynamicznym, jak i realnym czy nominalnym, występowanie w gospodarce negatywnej bądź pozytywnej luki popytowej,
- dane dotyczące handlu detalicznego,
- dane dotyczące dochodów i wydatków osobistych (w tym szczególnie na dobra trwałego użytku), dochodu rozporządzalnego, oszczędności,
- dane dotyczące zamówień na dobra trwałe, dostawy, poziomu zapasów w przedsiębiorstwach<sup>10</sup>,
- dane dotyczące produkcji przemysłowej i wykorzystania mocy produkcyjnych<sup>11</sup>,
- dane dotyczące budownictwa mieszkaniowego: poziom sprzedaży nowych domów, mieszkań, liczba rozpoczętych budów, wydanych pozwoleń na budowę,
- dane dotyczące poziomu stóp procentowych (stopy referencyjnej, lombardowej, depozytowej, redyskontowej i rezerw obowiązkowych ustalane przez Radę Polityki Pieniężnej), polityki kredytowej banków, poziomu udzielonych kredytów inwestycyjnych, konsumpcyjnych, podaży pieniądza,
- dane dotyczące inflacji<sup>12</sup>: ceny producentów (PPI), konsumentów (CPI) oraz różne odmiany tych wskaźników (np. inflacja bazowa netto), deflator PKB,
- dane dotyczące materiałów pierwotnych, surowców: ceny i zapotrzebowanie na żelazo, stal, aluminium, miedź, złoto, ropę naftową itd.,
- kursy walutowe,
- dane dotyczące bilansu płatniczego kraju (w tym szczególnie eksportu netto), zadłużenia zagranicznego, deficytu budżetowego,

---

<sup>9</sup> Niemalże każde większe biuro maklerskie, serwis giełdowy, inwestycyjny czy finansowy udostępnia swoim użytkownikom „kalendarz publikacji danych”, tj. terminarz publikacji najważniejszych informacji dotyczących gospodarki krajowej, sytuacji gospodarczej na świecie oraz najważniejszych raportów, komunikatów spółek.

<sup>10</sup> Należy pamiętać, że innowacje, takie jak systemy zarządzania dostawami just in time, zarządzanie łańcuchem dostaw, nowoczesne technologie, rozwój sektora usług itp., wywierają wpływ na poziom zapasów w gospodarce na przestrzeni lat.

<sup>11</sup> Mimo iż w nowoczesnej gospodarce działalność usługowa ma kluczowe znaczenie (w polskim PKB usługi stanowią około 70%), to sektor przemysłowy jest dla gospodarki nadal bardzo ważny. Wynika to z następujących przyczyn: po pierwsze 30% generowanego przez przemysł PKB to jednak licząca się wartość, po drugie, sektor przemysłowy charakteryzuje się znacznym efektem mnożnikowym w gospodarce, a wiele branż usługowych jest konsumentem wytwarzanych przez niego produktów. Por. Yamarone R., *Wskaźniki ekonomiczne. Przewodnik dla inwestora*, Helion, Gliwice 2006, s. 113 i 114.

<sup>12</sup> Warto podkreślić wpływ globalizacji, handlu elektronicznego, rozwoju technologii i swobody przepływów kapitałowych i towarowych na ograniczanie presji inflacyjnej (łatwość porównywania cen, składania zamówień, dostępność produktów).

- dane o sytuacji w zatrudnieniu: zmiany w poziomie zatrudnienia, średnia liczba przepracowanych godzin, średnia stawka, liczba tworzonych miejsc pracy, stopa bezrobocia, czas jaki osoby pozostają bez pracy, liczba wniosków o wypłatę zasiłków,
- dane dotyczące dochodów, wydatków budżetowych, deficytu, długu publicznego.

W tabelach 2-6 przedstawiono kalendarz ważniejszych danych makroekonomicznych opublikowanych w Polsce w 2008 roku.

**Tabela 2. Kalendarz udostępniania danych przez NBP w 2008 r.**

Kalendarz udostępniania danych w roku 2008												
Kategorie	Styczeń	Luty	Marzec	Kwiecień	Maj	Czerwiec	Lipiec	Sierpień	Wrzesień	Październik	Listopad	Grudzień
<b>Sektor finansowy</b>												
Podaż pieniądza M3 i czynniki jego kreacji	14/01/08 (za 12.07)	14/02/08 (za 01.08)	14/03/08 (za 02.08)	14/04/08 (za 03.08)	14/05/08 (za 04.08)	13/06/08 (za 05.08)	14/07/08 (za 06.08)	14/08/08 (za 07.08)	12/09/08 (za 08.08)	14/10/08 (za 09.08)	14/11/08 (za 10.08)	12/12/08 (za 11.08)
Pieniądz rezerwowy i czynniki jego kreacji	07/01/08 (za 12.07)	07/02/08 (za 01.08)	07/03/08 (za 02.08)	07/04/08 (za 03.08)	07/05/08 (za 04.08)	06/06/08 (za 05.08)	07/07/08 (za 06.08)	07/08/08 (za 07.08)	05/09/08 (za 08.08)	07/10/08 (za 09.08)	07/11/08 (za 10.08)	05/12/08 (za 11.08)
Stopy procentowe	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie
Warszawski Indeks Giełdowy	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie
<b>Sektor zagraniczny</b>												
Bilans płatniczy - miesięczny	18/01/08 (za 11.07)	12/02/08 (za 12.07)	13/03/08 (za 01.08)	15/04/08 (za 02.08)	15/05/08 (za 03.08)	17/06/08 (za 04.08)	15/07/08 (za 05.08)	12/08/08 (za 06.08)	12/09/08 (za 07.08)	13/10/08 (za 08.08)	12/11/08 (za 09.08)	12/12/08 (za 10.08)
Bilans płatniczy - kwartalny	02/01/08 (za Q3 2007)	-	-	07/04/08* (za Q4 2007)	-	30/06/08 (za Q1 2008)	-	-	30/09/08 (za Q2 2008)	-	-	30/12/08 (za Q3 2008)
Stan oficjalnych aktywów rezerwowych	07/01/08 (za 12.07)	07/02/08 (za 01.08)	07/03/08 (za 02.08)	07/04/08 (za 03.08)	07/05/08 (za 04.08)	06/06/08 (za 05.08)	07/07/08 (za 06.08)	07/08/08 (za 07.08)	05/09/08 (za 08.08)	07/10/08 (za 09.08)	07/11/08 (za 10.08)	05/12/08 (za 11.08)
Płynne aktywa i pasywa w walutach obcych	21/01/08 (za 12.07)	21/02/08 (za 01.08)	20/03/08 (za 02.08)	21/04/08 (za 03.08)	21/05/08 (za 04.08)	20/06/08 (za 05.08)	21/07/08 (za 06.08)	21/08/08 (za 07.08)	22/09/08 (za 08.08)	21/10/08 (za 09.08)	21/11/08 (za 10.08)	19/12/08 (za 11.08)
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna	-	-	-	-	-	-	-	-	30/09/08 (za 2007)	-	-	-
Zadłużenie zagraniczne	02/01/08 (za Q3 2007)	-	31/03/08 (za Q4 2007)	-	-	30/06/08 (za Q1 2008)	-	-	30/09/08 (za Q2 2008)	-	-	30/12/08 (za Q3 2008)
Kursy walut	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie	dziennie

\* Termin zmieniony z 31/03/08

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z Departamentu Statystyki NBP, <http://www.nbp.pl>.

**Tabela 3.** Kalendarz publikacji wskaźników inflacji bazowej w 2008 r.

Data publikacji	Dane za
22 stycznia	grudzień 2007
21 marca*	styczeń i luty 2008
22 kwietnia	marzec 2008
21 maja	kwiecień 2008
20 czerwca	maj 2008
22 lipca	czerwiec 2008
21 sierpnia	lipiec 2008
22 września	sierpień 2008
21 października	wrzesień 2008
20 listopada	październik 2008
22 grudnia	listopad 2008

\* Wskaźniki inflacji bazowej za styczeń 2007 r. zostały opublikowane z miesięcznym opóźnieniem (w marcu 2008 r.) wraz ze wskaźnikami za luty 2008 r.; Opóźnienie to spowodowane jest zmianami struktury wag towarów i usług konsumpcyjnych, których GUS dokonuje na początku każdego roku

Źródło: <http://www.nbp.pl>.

**Tabela 4.** Harmonogram posiedzeń Rady Polityki Pieniężnej w 2008 r.

Miesiąc	Terminy posiedzeń
styczeń	22, 29-30
luty	20, 26-27
marzec	18, 25-26
kwiecień	22, 29-30
maj	21, 27-28
czerwiec	17, 24-25
lipiec	22, 29-30
sierpień	19, 26-27
wrzesień	17, 23-24
październik	21, 28-29
listopad	19, 25-26
grudzień	16, 22-23

Źródło: <http://www.nbp.pl>.

**Tabela 5. Informacje objęte Specjalnym Standardem Upowszechniania Danych (The Special Data Dissemination Standard – SDDS)<sup>13</sup>**

Kategorie	Data udostępniania danych w roku 2008*											
	Styczeń	Luty	Marzec	Kwiecień	Maj	Czerwiec	Lipiec	Sierpień	Wrzesień	Październik	Listopad	Grudzień
<b>Sektor Podstawowy</b>												
Rachunki narodowe		29 (Q4 2007)			30 (Q1 2008)			29 (Q2 2008)			28 (Q3 2008)	
Indeks produkcji	18 (12-2007)	19 (01-2008)	19 (02-2008)	18 (03-2008)	21 (04-2008)	18 (05-2008)	18 (06-2008)	20 (07-2008)	18 (08-2008)	17 (09-2008)	20 (10-2008)	18 (11-2008)
Pracujący	24 (Q4 2007)			22 (Q1 2008)			23 (Q2 2008)			23 (Q3 2008)		
Bezrobotni	24 (12-2007)	22 (01-2008)	25 (02-2008)	22 (03-2008)	27 (04-2008)	24 (05-2008)	23 (06-2008)	26 (07-2008)	22 (08-2008)	23 (09-2008)	26 (10-2008)	23 (11-2008)
Wynagrodzenia	16 (Q4 2007)			15 (Q1 2008)			15 (Q2 2008)			15 (Q3 2008)		
Wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych	15 (12-2007)	15 (01-2008)	13 (02-2008)	15 (03-2008)	14 (04-2008)	13 (05-2008)	15 (06-2008)	13 (07-2008)	15 (08-2008)	14 (09-2008)	13 (10-2008)	15 (11-2008)
Wskaźniki cen produkcji sprzedanej przemysłu	18 (12-2007)	19 (01-2008)	19 (02-2008)	18 (03-2008)	21 (04-2008)	18 (05-2008)	18 (06-2008)	20 (07-2008)	18 (08-2008)	17 (09-2008)	20 (10-2008)	18 (11-2008)
<b>Sektor podatkowo-budżetowy</b>												
Operacje sektora instytucji rządowych i samorządowych										31 (2008)		
Operacje szczebla centralnego sektora instytucji rządowych i samorządowych	21 (11-2007)	20 (12-2007)	20 (01-2008)	21 (02-2008)	20 (03-2008)	20 (04-2008)	21 (05-2008)	20 (06-2008)	22 (07-2008)	20 (08-2008)	20 (09-2008)	19 (10-2008)
Dług krajowy Skarbu Państwa	21 (11-2007)	20 (12-2007)	20 (01-2008)	21 (02-2008)	20 (03-2008)	20 (04-2008)	21 (05-2008)	20 (06-2008)	22 (07-2008)	20 (08-2008)	20 (09-2008)	22 (10-2008)
Dług zagraniczny Skarbu Państwa	21 (11-2007)	20 (12-2007)	20 (01-2008)	21 (02-2008)	20 (03-2008)	20 (04-2008)	21 (05-2008)	20 (06-2008)	22 (07-2008)	20 (08-2008)	20 (09-2008)	22 (10-2008)
Państwowy dług publiczny			31 (Q4 2007)			30 (Q1 2008)			30 (Q2 2008)			30 (Q3 2008)
<b>Sektor finansowy</b>												
Zestawienie wybranych pozycji z bilansu monetarnych instytucji finansowych	14 (12-2007)	14 (01-2008)	14 (02-2008)	14 (03-2008)	14 (04-2008)	13 (05-2008)	14 (06-2008)	14 (07-2008)	12 (08-2008)	14 (09-2008)	14 (10-2008)	12 (11-2008)
Wybrane dane z bilansu NBP	7 (12-2007)	7 (01-2008)	7 (02-2008)	7 (03-2008)	7 (04-2008)	6 (05-2008)	7 (06-2008)	7 (07-2008)	5 (08-2008)	7 (09-2008)	7 (10-2008)	5 (11-2008)
Stopy procentowe	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie
Warszawski Indeks Giełdowy - WIG	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie
<b>Sektor zagraniczny</b>												
Bilans Płatniczy	12 (11-2007)	12 (12-2007)	13 (01-2008)	15 (02-2008)	15 (03-2008)	30** (Q1 2008)			30 (Q2 2008)			31 (Q3 2008)
Rezerwy oficjalne brutto	7 (12-2007)	7 (01-2008)	7 (02-2008)	7 (03-2008)	7 (04-2008)	6 (05-2008)	7 (06-2008)	7 (07-2008)	8 (08-2008)	7 (09-2008)	7 (10-2008)	8 (11-2008)
Obroty towarowe	14 (11-2007)		3 (12-2007) 13 (01-2008)	14 (02-2008)	15 (03-2008)	13 (04-2008)	15 (05-2008)	14 (06-2008)	16 (07-2008)	15 (08-2008)	17 (09-2008)	16 (10-2008)
Płynne aktywa i pasywa w walutach obcych	21 (12-2007)	21 (01-2008)	20 (02-2008)	21 (03-2008)	21 (04-2008)	20 (05-2008)	21 (06-2008)	21 (07-2008)	22 (08-2008)	21 (09-2008)	21 (10-2008)	19 (11-2008)
Międzynarodowa pozycja inwestycyjna									30 (2007)			
Zadłużenie zagraniczne	2 (Q3 2007)		31 (Q4 2007)			30 (Q1 2008)			30 (Q2 2008)			31 (Q3 2008)
Kursy walutowe	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie	codziennie
Ludność			20 (Q4 2007)			10 (Q1 2008)			11 (Q2 2008)			11 (Q3 2008)

\* W nawiasach podane są okresy za jakie dane będą udostępniane, Q - kwartał

\*\* Zmiana zakresu publikowanych danych z miesięcznych na kwartalne

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z GUS, <http://www.stat.gov.pl>.

<sup>13</sup> Prezentowane dane opracowane zostały dla analitycznych i statystycznych celów Międzynarodowego Funduszu Walutowego, przy użyciu definicji i klasyfikacji stosowanych przez MFW w systemie Government Finance Statistics (GFS). Por. <http://dsbb.imf.org>.

**Tabela 6. Harmonogram terminów publikowania informacji bieżących, wyników wstępnych wydawanych przez GUS w 2008 r.**

Lp.	Wyszczególnienie	Realizacja w poszczególnych miesiącach według dni kalendarzowych											
		I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
<b>I. Informacje bieżące</b>													
1.	Koniunktura w przemyśle, budownictwie, handlu i usługach	23	22	21	23	23	23	23	22	23	23	21	22
2.	Ceny produktów rolnych	17	18	17	18	16	18	18	18	18	17	17	18
3.	Przeciętne zatrudnienie i wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw	16	15	17	15	19*	16	15	18	15	15	18	15
4.	Mieszkania oddane do użytkowania	17	18	17	17	16	16	16	18	17	17	17	16
5.	Wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych	15	15[a]	13[b]	15	14	13	15	13	15	14	13	15
6.	Wskaźniki cen produkcji sprzedanej przemysłu oraz produkcji budowlano-montażowej	18	19	19	18	21	18	18	20	18	17	20	18
7.	Dynamika produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej	18	19	19	18	21	18	18	20	18	17	20	18
8.	Koniunktura konsumencka	28	28	28	28	27	28	28	26	28	28	28	29
9.	Obroty handlu zagranicznego ogółem i według krajów	Okolo 50 roboczego dnia po okresie sprawozdawczym											
<b>II. Informacje kwartalne</b>													
1.	Wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych	-	-	20	-	21	-	-	21	-	-	20	-
2.	Wyniki finansowe ubezpieczycieli	-	-	-	11	-	23	-	-	19	-	-	19
3.	Wyniki finansowe banków	-	-	-	11	-	3	-	-	2	-	-	2
4.	Wskaźniki cen towarów i usług konsumpcyjnych według województw	-	-	5	-	-	4	-	-	3	-	-	4
5.	Szacunki produktu krajowego brutto	-	29	-	-	30	-	-	29	-	-	28	-
6.	Koniunktura konsumencka	Okolo 3 tygodni po zakończeniu kwartalu											
<b>III. Informacje półroczne</b>													
1.	Działalność biur i domów maklerskich oraz banków powierniczych	-	-	-	-	-	20	-	-	-	17	-	-
2.	Wyniki finansowe towarzystw i funduszy inwestycyjnych	-	-	-	-	-	19	-	-	-	29	-	-
3.	Wyniki finansowe towarzystw i funduszy emerytalnych	-	-	-	21	-	-	-	-	19	-	-	-
4.	Wyniki finansowe spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych za I pół. 2008 r.	-	-	-	-	-	-	-	-	26	-	-	-
<b>IV. Informacje roczne</b>													
1.	Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych za 2007 r.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	31	-	-
2.	Wyniki finansowe spółdzielczych kas oszczędnościowo-kredytowych za 2007 r.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	27	-	-
3.	Działalność przedsiębiorstw pośrednictwa kredytowego w 2007 r.	-	-	-	-	28	-	-	-	-	-	-	-
4.	Działalność gospodarcza przedsiębiorstw o liczbie pracujących do 9 osób w 2007 r.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	16	-	-
5.	Działalność przedsiębiorstw faktoringowych w 2007 r.	-	-	-	-	30	-	-	-	-	-	-	-
6.	Działalność przedsiębiorstw leasingowych	-	-	-	-	-	16	-	-	-	-	-	-

[a] dane wstępne

[b] dane ostateczne za styczeń i luty 2008

\* termin zmieniony z 16.05.2008 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z GUS, <http://www.stat.gov.pl>.

Część z zaprezentowanych powyżej informacji ma charakter wyprzedzający w stosunku do wahań koniunktury (są to tzw. *leading economic indicators* – wskaźniki wyprzedzające) i to właśnie one cieszą się szczególnym zainteresowaniem wśród inwestorów<sup>14</sup>. Należą do nich m.in.<sup>15</sup>: liczba godzin przepracowanych w przemyśle, liczba zgłoszeń po zasiłki dla bezrobotnych, zamówienia w przemyśle, zmiany w zapasach, ceny niektórych surowców, zezwolenia na budowę czy podaż pieniądza.

Należy zaznaczyć, że charakterystyki wyprzedzające pewnych czynników bywają często dyskusyjne, stąd też wskaźniki wyprzedzające koniunktury sporządzane w różnych ośrodkach mają różne składowe. Czasami także, czynniki ujęte jako wyprzedzające w jednym barometrze, przypisane są w innym jako równoległe czy nawet opóźnione. Niektórzy autorzy podnoszą także kwestię różnego stopnia wyprzedzenia danego czynnika, barometru w przewidywa-

<sup>14</sup> Oprócz wskaźników wyprzedzających koniunktury wyróżnia się także wskaźniki zbieżne, równoległe (odzwierciedlające aktualny stan gospodarki) i opóźnione – potwierdzające zaobserwowane zmiany.

<sup>15</sup> Por. Kowalewski G., *Zarys metod badania koniunktury gospodarczej*, Wydawnictwo AE im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2005, s. 56-57, Yamarone R., *op. cit.*, s. 69-79 oraz Bureau for Investments and Economic Cycles (BIEC), <http://www.biec.org>.



niu bessy czy hossy<sup>16</sup>.

Oprócz niniejszych danych publikowanych jest także wiele testów i barometrów koniunktury (w tym w ujęciu sektorowym np. z zakresu koniunktury w przemyśle, handlu, budownictwie, sektorze bankowym, rolnictwie, jak i dotyczących optymizmu konsumentów, przedsiębiorców, przyszłej inflacji, rynku pracy itd.) mających na celu przewidzenie przyszłych wahań aktywności gospodarczej, a zarazem umożliwienie inwestorom dokonania na ich podstawie oceny perspektyw rozwojowych poszczególnych branż i przedsiębiorstw. W Polsce analizy takie sporządzane są m.in. w: Głównym Urzędzie Statystycznym (<http://www.stat.gov.pl>), Instytucie Rozwoju Gospodarczego SGH (<http://www.sgh.waw.pl/instytuty/irg>), Instytucie Badań nad Gospodarką Rynkową (<http://www.ibnrg.edu.pl>), Bureau for Investments and Economic Cycles (BIEC) (<http://www.biec.org>) oraz Ipsos (<http://www.ipsos.pl>)<sup>17</sup>.

#### 4. Interpretacja danych

Interpretacja powyższych danych, ze względu na ich szeroki zakres oraz skomplikowane zależności, jest zadaniem trudnym nawet dla doświadczonych inwestorów i analityków, a reakcje rynku na napływające informacje bywają często zaskakujące. Istotną rolę odgrywają w tym procesie oczekiwania inwestorów co do poziomu wskaźników, a w konsekwencji stopień spełnienia tych oczekiwań, realizacji prognoz.

Należy także pamiętać, że niektóre z przytoczonych powyżej wskaźników posiadają pewne wady, a ich wskazania trzeba interpretować z należytą ostrożnością<sup>18</sup>. Wnioskowanie

<sup>16</sup> Por. Bureau for Investments and Economic Cycles (BIEC), <http://www.biec.org> oraz Zarnovitz V., *Przyjemniej przewidywać boom niż recesję, Rzeczpospolita*, 27 października 2001.

<sup>17</sup> Por. także wskaźniki, testy i barometry zaprezentowane w: Matkowski Z., *Złożone wskaźniki koniunktury dla gospodarki polskiej oparte na standardach UE i OECD*, Wydawnictwo IRG SGH, Warszawa 1998 oraz Kowalewski G., *op. cit.*

<sup>18</sup> I tak np. w przypadku wad wskaźnika PKB wymienia się fakt, iż nie jest on dobrą miarą rozwoju gospodarczego (nie uwzględnia bowiem zmian jakościowych w strukturze społeczno-ekonomicznej, różnic w poziomie rozwoju, jakości produktów), że jest on zniekształcony przez wahania kursów walutowych oraz wrażliwy na banki spekulacyjne (powodujące wzrost PKB, ale nie tworzące de facto bogactwa), że odzwierciedla tylko tę działalność gospodarczą, która jest przedmiotem rejestrowanych transakcji rynkowych (pomija produkcję gospodarstw domowych na własne potrzeby, nie odzwierciedla wolontariatu, produkcji tzw. szarej strefy), że jest powiększony o te rodzaje rejestrowanej działalności gospodarczej, które nie podnoszą poziomu i jakości życia ludzi w danym kraju (np. wydatki zbrojeniowe, produkcja używek itp.). Podnosi się fakt, że usługi sektora publicznego są trudne do wyceny na zasadach rynkowych, a wzrost PKB może odbywać się poprzez wydatki na naprawę szkód wyrządzonych przez żywioły, że wskaźnik ten nie uwzględnia negatywnych efektów zewnętrznych produkcji (zanieczyszczenia środowiska, nadmiernej urbanizacji i związanej z tym uciążliwości życia, podróżowania itd.), że nie ujmuje wartości czasu wolnego. Por. m.in. Por. Woźniak M.G., *Wzrost gospodarczy. Podstawy teoretyczne*, Wydawnictwo AE w Krakowie, Kraków 2004, s. 24.

Jeśli chodzi o barometry koniunktury, to wśród ich wad wymienia się m.in. to, że nie odzwierciedlają one mechanizmów-przyczynowo skutkowych, a jedynie wskazują kierunek zmian, że służą do bieżącej oceny stanu koniunktury i nie stanowią wystarczającej podstawy do prognoz długoterminowych. Barometry nie opisują całokształtu zmian aktywności gospodarczej, uwzględniają tylko wąski wycinek wskaźników ekonomicznych, nie pozwalają więc na całościową, kompleksową analizę i prognozę koniunktury gospodarczej. Na dodatek brak jest pewności, że sekwencje zmian, które zaobserwowano w przeszłości wystąpią w następnych cyklach. Barometry nie informują także, kiedy wystąpi zwrot koniunktury oraz jak długo potrwa nowa faza i jaka będzie jej skala.

W przypadku wad wskaźnika inflacji konsumenckiej (CPI) wymienia się m.in. podatność wskaźnika na zmiany koszyka dóbr (w Polsce GUS aktualizuje jego skład raz na rok), nie uwzględnianie zmian w ich jakości, skomplikowane procedury, niejednolite metodologie obliczania. Dodatkowo koszyk indywidualny może różnić się od statystycznego. Wskaźnik inflacji nie uwzględnia też efektu substytucji, przejścia od droższych

w oparciu o pojedynczy wskaźnik, pojedynczą informację może być w znacznym stopniu obciążone błędem. Warto zatem podkreślić, że badając wpływ wyżej wymienionych czynników na siłę fundamentalną i wartość wewnętrzną przedsiębiorstwa, należy analizować je w ujęciu łącznym (ze wszelkimi wzajemnymi relacjami i wpływami) oraz w ujęciu dynamicznym (a więc nie tylko przez pryzmat wartości bezwzględnej zjawiska, ale także w oparciu o zmiany jego wartości w czasie).

## 5. Podsumowanie

Ze względu na specyfikę poszczególnych przedsiębiorstw i złożoność relacji w nich zachodzących, wskazanie optymalnego zbioru informacji z makro- i mikrootoczenia oraz źródeł ich pozyskania, z punktu widzenia przydatności w analizie siły fundamentalnej przedsiębiorstwa, nie wydaje się możliwe. Nawet informacje ukierunkowane na daną branżę czy sektor, wymagają nierzadko dalszej analizy i uszczegółowienia, czy to ze względu na nieodpowiednią agregację danych, niepełny charakter informacji czy ich aktualność. Nie zawsze także wnioski z dostępnych opracowań będą pokrywać się z tymi wyciąganymi w kontekście konkretnego przedsiębiorstwa, w momencie uwzględnienia specyfiki prowadzonego przez niego biznesu, realizowanej strategii, pozycji rynkowej czy posiadanych zasobów, kompetencji.

## 6. Literatura

- [1] *Bureau for Investments and Economic Cycles (BIEC)*, <http://www.biec.org>.
- [2] Damodaran A., *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, wydanie II, Helion, Gliwice 2007.
- [3] <http://dsbb.imf.org>.
- [4] Kowalewski G., *Zarys metod badania koniunktury gospodarczej*, Wydawnictwo AE im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2005, s. 56 i 57.
- [5] Matkowski Z., *Złożone wskaźniki koniunktury dla gospodarki polskiej oparte na standardach UE i OECD*, Wydawnictwo IRG SGH, Warszawa 1998 oraz Kowalewski G., op. cit.
- [6] Niedziółka D.A., *Relacje inwestorskie*, PWN, Warszawa 2008.
- [7] Porter M.E., *Strategia konkurencji. Metody analizy sektorów i konkurentów*, Wydawnictwo MT Biznes, Warszawa 2006.
- [8] PWC, *Corporate Reporting – a time for reflection*, April 2007, <http://www.corporatereporting.com>.
- [9] Regulamin GPW w Warszawie w brzmieniu przyjętym Uchwałą Nr 1/1110/2006 Rady Giełdy z dnia 4 stycznia 2006 r. z późn. zm.
- [10] Rozporządzenie MF z dnia 18 października 2005 r. w sprawie zakresu informacji wykazywanych w sprawozdaniach finansowych i skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych, wymaganych w prospekcie emisyjnym dla emitentów z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, dla których właściwe są polskie zasady rachunkowości, Dz.U. nr 209 poz. 1743 z późn. zm.
- [11] Rozporządzenie MF z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków

- uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa nie będącego państwem członkowskim, Dz.U. 2009 nr 33 poz. 259 z późn. zm.
- [12] Rozporządzenie MF z dnia 6 lipca 2007 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinno odpowiadać memorandum informacyjne, o którym mowa w art. 39 ust. 1 oraz art. 42 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U. 2007 nr 132 poz. 916 z późn. zm.
- [13] Skoczylas W., *Źródła informacji na potrzeby zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, w: Skoczylas W. (red.), *Determinanty i modele wartości przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007.
- [14] Tokaj-Krzewska A., *Informacja a wartość*, w: Panfil M. i Szablewski A. (red.), *Metody wyceny spółki, perspektywa klienta i inwestora*, Poltext, Warszawa 2006.
- [15] Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, Dz.U. nr 94 poz. 137 z późn. zm.
- [16] Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, Dz.U. nr 183 poz. 1537.
- [17] Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. nr 183 poz. 1538.
- [18] Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U. nr 183 poz. 1539.
- [19] Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz.U. 1994 nr 121 poz. 591 z późn. zm.
- [20] Woźniak M.G., *Wzrost gospodarczy. Podstawy teoretyczne*, Wydawnictwo AE w Krakowie, Kraków 2004, s. 24.
- [21] Yamarone R., *Wskaźniki ekonomiczne. Przewodnik dla inwestora*, Helion, Gliwice 2006, s. 69-79, 113 i 114.
- [22] Zarnovitz V., *Przyjemniej przewidywać boom niż recesję*, Rzeczpospolita, 27 październik 2001.

### Streszczenie

*W artykule przedstawiono źródła informacji z obszaru makro- i mikro-otoczenia, ze szczególnym uwzględnieniem sfery makroekonomicznej. Zaprezentowano także terminarz publikacji danych w 2008 r. najważniejszych polskich agencji, instytucji oraz odniesiono się do użyteczności prezentowanych przez nich danych oraz problemów w ich interpretacji.*

**Słowa kluczowe:** informacja, dane makroekonomiczne, źródła informacji, kalendarz (terminarz, harmonogram) publikacji, wskaźniki wyprzedzające, barometry koniunktury, analiza fundamentalna.

**THE MACROECONOMIC DATA USED IN FUNDAMENTAL ANALYSIS AND ITS SOURCES (ON THE EXAMPLE OF POLAND)**

## Summary

*The aim of the article is to present the sources of macro- and microenvironment information, with special focus on the macroeconomic sphere. The article includes as well the information timetable in 2008 for the most important Polish agencies, institutions and it addresses the usefulness of published data and problems in its interpretation.*

**Keywords:** information, macroeconomic data, sources of information, timetable of publication, leading economic indicators, economic barometers, fundamental analysis.

*Translated by Grzegorz Mikołajewicz*

GRZEGORZ MIKOŁAJEWICZ  
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu  
e-mail: g.mikolajewicz@ue.poznan.pl