

TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

**WYWIAD Z CZŁONKIEM RADY
POLITYKI PIENIĘŻNEJ
ANDRZEJEM SŁAWIŃSKIM**

**WROCŁAWSKI DOM
MAKLERSKI - OBJAWIENIE
2007 ROKU?**

**JAK
STRACIĆ
4,9 MLD
DOLARÓW?
Historia
prawdziwa**



Pierwszy *blog maklerski*

Poblogujmy o inwestowaniu...

Inwestujesz? Zainwestuj trochę czasu w blog o ... inwestowaniu. Znani na rynku komentatorzy piszą nieoficjalnie, ale w pełni profesjonalnie m.in. o systemach transakcyjnych, psychologii inwestowania, rynkach surowców, meandrach analizy technicznej. Wejdź na **blogi.bossa.pl**.

blogi.BOSSA.PL



DOM MAKLESKI
BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.

Centrala:

Oddziały:

ul. Marszałkowska 78/80, 00-517 Warszawa, tel.: (+48) 22 50 43 000, makler@bossa.pl, www.bossa.pl

Białystok / Bielsko-Biała / Bydgoszcz / Częstochowa / Gdańsk / Katowice / Kielce / Koszalin / Kraków
Leszno / Łomża / Łódź / Ostrołęka / Olsztyn / Poznań / Rybnik / Szczecin / Tomaszów Mazowiecki / Wrocław

DM BOŚ S.A. działa na podstawie zezwolenia KNF

Z wielką przyjemnością oddaję w ręce Czytelników pierwszy numer nowego miesięcznika „Trend”. Ci, którzy znali go do tej pory jako „Gazetę SKN Klub Inwestora”, z pewnością zauważą spore zmiany. Część z nich jest widoczna już na pierwszy rzut oka – dodaliśmy kolorową okładkę, wprowadziliśmy nową szatę graficzną. Najważniejsze jest jednak to, że postanowiliśmy wyjść z miesięcznikiem poza mury SGH – macierzystej uczelni dla większości naszego zespołu. Uczelnianą gazetę wydawaną przez koło naukowe przekształcamy w czasopismo o szerszym zasięgu oddziaływania. Utworzyliśmy również portal inwestycyjny www.gazetatrend.pl, w którym na bieżąco pojawiają się komentarze rynkowe ekspertów firmy Xelion. Doradcy Finansowi i koła naukowego Market Wizards.

Rozwój nie byłby możliwy bez zmian organizacyjnych – pojawił się nowy wydawca, reklamodawcy i inni partnerzy, którzy wspierają nasz rozwój, za co serdecznie im wszystkim dziękuję.

Jednakże, pomimo wielu przekształceń, jedno pozostaje niezmienione – naszym priorytetem jest dostarczanie Czytelnikom czasopisma, które będzie stało na jak najwyższym poziomie. Wszystkie nasze działania zmierzają do realizacji tego celu.

Co zatem ciekawego można przeczytać w niniejszym numerze? Pierwszym, obowiązkowym punktem programu jest wywiad z prof. Andrzejem Sławińskim, członkiem RPP. Wydarzenia, które według nas zasługują na uwagę to oferta publiczna spółki Optopol i poważny kryzys Societe Generale. Pierwszy artykuł polecam Czytelnikom, którzy z rozrzuconiem wspominają hossę na giełdzie i ogromne redukcje towarzyszące każdej ofercie publicznej, a drugi tym, którzy chcieliby dowiedzieć się ze szczegółami, w jaki sposób Jerome Kerviel oszukiwał swojego pracodawcę i doprowadził bank Societe Generale na skraj bankructwa. Warto wyciągnąć wnioski z tej historii, choć zaznaczam, że nie jest to „poradnik w 10 krokach jak sprytnie oszukiwać swojego szefa”. Pokazuje ona raczej jak często kończą ci, którzy chcą za wszelką cenę trafić do rubryki „Wielcy Inwestorzy”. Jerome Kerviel niestety nie miał wystarczająco dużo szczęścia i jego miejsce w naszym stałym dziale zajął William Gann – inwestor równie kontrowersyjny, ale mający na swoim koncie więcej sukcesów.

W ramach analizy sytuacji na rynkach polecam raport z Wall Street urozmaicony komentarzami znanych analityków oraz głos w dyskusji na temat tzw. spółek groszowych i artykuł o produktach strukturyzowanych. W dziale „Rynki” mamy również niespodziankę dla Czytelników. Tekstem o Wrocławskim Domu Maklerskim, jednym z liderów rynku NewConnect, rozpoczynamy nowy cykl artykułów, w których będziemy prezentować najciekawsze spółki notowane na NC.

Stałym punktem są oczywiście analizy – tym razem zwracamy uwagę na spółkę, która twarodo opierała się trendowi spadkowemu w ostatnim okresie – Wydawnictwa Szkolne i Pedagogiczne. Warto zapoznać się również z komentarzami dotyczącymi sytuacji technicznej rynków w Warszawie i USA oraz pary walutowej EUR/PLN.

Dla tych, którzy nie czują się jeszcze zbyt pewnie, jeśli chodzi o analizę techniczną, rozpoczęliśmy nowy cykl artykułów na ten temat. Pierwszy z nich dotyczy filozofii AT i krytyki, której często jest poddawana. Artykuł o indeksie CRB również może pomóc w ocenie sytuacji rynkowej. Wszyscy doskonale wiedzą, że rynek surowców ma istotny wpływ na całą światową gospodarkę, warto więc zapoznać się dokładnie z metodologią tworzenia tego indeksu.

Na koniec, jak zwykle polecam ode-
rwanie się od poważnych tematów w
rozrywkowej rubryce „Inwestor po
godzinach”. Proponujemy w niej dwa
sposoby spędzania czasu. Nie wiem,
czy lepiej najpierw zmarznąć na nar-
tach, żeby przy pokerowym stole za-
chowować zimną krew, czy może sza-
leć na stoku dopiero po partii pokera,
żeby ochłoniąć po emocjonujących
rozdaniach. Mam tylko nadzieję, że
po powrocie z pokerowo-narciarskich
wakacji, każdy Czytelnik chętnie się-
gnie po kolejne wydanie „Trendu”.

Piotr Niewiadomski
Redaktor Naczelny
piotr.niewiadomski@gazetatrend.pl



Wydawca: MEDIAS GROUP Akademickie Inkubatory Przedsiębiorczości przy Szkole Głównej Handlowej Akademickie Inkubatory Przedsiębiorczości Al. Jerozolimskie 53 lok. 1a 00-697 Warszawa Tel. kom. 691 954 727 biuro@gazetatrend.pl Redaktor naczelny Piotr Niewiadomski piotr.niewiadomski@gazetatrend.pl Zastępcy red. naczelnego Anna Grodecka anna.grodecka@gazetatrend.pl Dorota Sierakowska dorota.sierakowska@gazetatrend.pl Jakub Domagalski jakub.domagalski@gazetatrend.pl Redaktor techniczny Michał Frankowski michal.frankowski@gazetatrend.pl Wywiad Inwestora Marta Włodarz marta.wlodarz@gazetatrend.pl Wydania Mateusz Choromanski mateusz.choromanski@gazetatrend.pl Rynki Piotr Górnicki piotr.gornicki@gazetatrend.pl Michał Kurpiel michal.kurpiel@xelion.pl Bartosz Popko bartosz.popko@gazetatrend.pl Inwestycje Dorota Sierakowska dorota.sierakowska@gazetatrend.pl Edukacja Jakub Domagalski jakub.domagalski@gazetatrend.pl Bartosz Boniecki bartosz.boniecki@gazetatrend.pl Wielcy Inwestorzy Anna Grodecka anna.grodecka@gazetatrend.pl Analizy Marcin Zieliński marcin.zielinski@gazetatrend.pl Inwestor po godzinach Piotr Niewiadomski piotr.niewiadomski@gazetatrend.pl Karolina Baran karolina.baran@gazetatrend.pl Korekta Mikołaj Atanasow mikolaj.atanasow@gazetatrend.pl Anna Grodecka anna.grodecka@gazetatrend.pl Współpraca Marta Strzelecka Reklama Jakub Domagalski Maria Kuśka reklama@gazetatrend.pl Skład i grafika Michał Frankowski Grafi - Studio Grafiki i Reklamy Redakcja miesięcznika Trend zastrzega sobie prawo do przeredagowania i skracania niezamówionych tekstów. Niezamówiony tekst może nie zostać opublikowany na łamach Trendu. Redakcja nie ponosi odpowiedzialności za za treść zamieszczonych reklam i ogłoszeń. Nakład 1000 egzemplarzy Notowania i wykresy dostarcza WD SOFTWARE oraz XTB Brokers	MEDIA 5 GROUP Partnerzy strategiczni   akademickie inkubatory przedsiębiorczości Stowarzyszenie KLUB INWESTORA
---	---

WYWIAD INWESTORA

- 5 Wywiad z prof. Andrzejem Sławińskim, członkiem Rady Polityki Pieniężnej - rozmawiała Marta Włodarz

WYDARZENIA

- 6 Stopa redukcji rodem z szalonej hossy - Mateusz Choromański
- 8 Jak stracić 4,9 mld euro - prawdziwa historia - Piotr Górnicki

INWESTYCJE

- 10 Stary - nowy indeks CRB - Dorota Sierakowska

RYNKI

- 12 Co słycać na Wall Street? - Jakub Domagalski
- 14 Spółki groszowe do poprawczaka! - Piotr Niewiadomski
- 15 Im tańsze, tym cenniejsze - Piotr Niewiadomski
- 16 Wrocławski Dom Maklerski - objawienie 2007 roku? - Bartosz Popko

ANALIZY

- 17 Czy sezon spadkowy już za nami? Piotr Danielski, Paweł Król, Michał Pańkowski

- 20 Analiza WSIP S.A. - Marcin Zieliński

- 22 EUR/PLN - analiza - Marcin Sulewski

FUNDUSZE INWESTYCYJNE

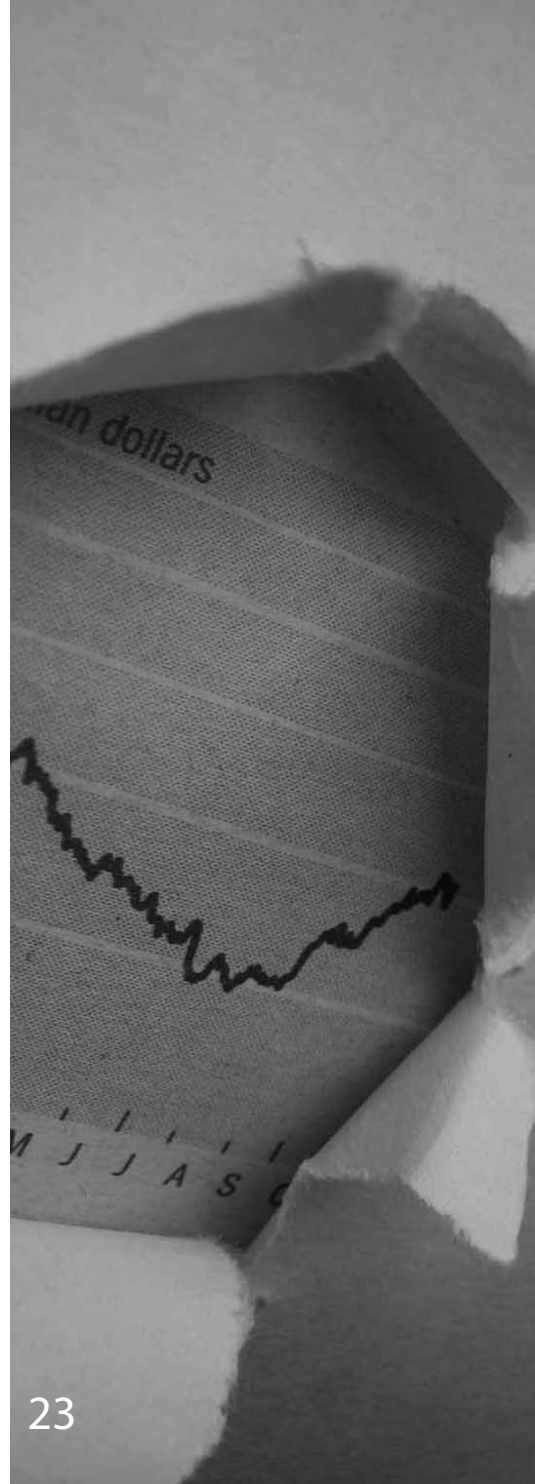
- 18 Alternatywne sposoby na inwestowanie - produkty strukturyzowane - Michał Kurpiel

EDUKACJA

- 23 Ty też możesz inwestować w akcje! - Bartosz Boniecki



- 13 **SPECJALNIE DLA TRENDU**
MARCIN R. KIEPAS ORAZ PIOTR KUCZYŃSKI



INWESTOR W SIECI

- 24 Jak to robią profesjonaliści za oceanem? Forbes.com - Bartosz Popko

WIELCY INWESTORZY

- 25 William Gann - geniusz czy hochsztapler? - Anna Grodecka

INWESTOR PO GODZINACH

- 26 Poker - potrzebne szczęście czy chłodna kalkulacja? - Piotr Niewiadomski

- 26 Sezon narciarstwa trwa - Karolina Baran



Przed wejściem do strefy euro potrzebne jest przynajmniej zainicjowanie reform strukturalnych

Profesor Andrzej Sławiński, członek Rady Polityki Pieniężnej dla TRENDU o przyjęciu euro oraz wynikających z tego konsekwencjach dla Polski.

W jaki sposób turbulencje na globalnych rynkach finansowych mają wpływ na polską gospodarkę?

Kryzys na amerykańskim rynku obligacji CDO (collateralized debt obligations) przyspieszył spadki cen na amerykańskim rynku nieruchomości. Warto pamiętać, że po drugiej wojnie światowej osiem na dziesięć recesji w Stanach Zjednoczonych było spowodowane pogorszeniem się sytuacji na rynku nieruchomości. Recesja w Stanach Zjednoczonych wpłynie na nasz wzrost ekonomiczny proporcjonalnie do stopnia, w jakim wpłynie na wzrost gospodarczy Unii Europejskiej, na którą przypada ponad 80 % naszego handlu zagranicznego.

Jak ocenia Pan program pomocy dla niewypłacalnych dłużników niedawno wprowadzony w Stanach Zjednoczonych?

Warto przypomnieć, że 30 lat temu amerykański kongres musiał pokryć z kieszeni podatnika 200 miliardów dolarów strat instytucji finansowych (Savings&Loans), które udzielały kredytów hipotecznych. Obecny program jest relatywnie skromny w porównaniu z tamtym. Świadczy to dobrze o ewolucji, jaka dokonała się w dziedzinie zarządzania ryzykiem w instytucjach finansowych. Banki inwestycyjne ponoszą wprawdzie duże straty, o czym czytamy w prasie finansowej, ale zwróćmy uwagę, że są w stanie je pokryć z własnych kapitałów. Nadzór finansowy działa

zatem – mimo wszystko – o wiele lepiej niż wtedy.

Czy zmiany stóp procentowych za granicą wpływają na poziom stóp w Polsce?

W małej otwartej gospodarce kurs walutowy wpływa w znaczący sposób na tempo wzrostu gospodarczego i inflację. Dlatego banki centralne w krajach mających małe otwarte gospodarki – a więc między innymi w Polsce, w Czechach i Słowacji – biorą pod uwagę to, że ich polityka monetarna może wpłynąć na kształtowanie się kursu walutowego. Nie jest to jednak ani jedyny ani najważniejszy czynnik, który ma wpływ na decyzje banków centralnych. Badania empiryczne wskazują, że nie występują stabilne związki pomiędzy kształtowaniem się kursów walut i stóp procentowych.

Jaka jest rola Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w polskiej gospodarce?

Rosnącą liczbę spółek notowanych na GPW trzeba uznać za niewątpliwy sukces. Jednocześnie jednak warto pamiętać, że na razie wielkość kapitału pozyskiwanego przez firmy na giełdzie jest znacznie mniejsza od wielkości kredytów udzielanych przedsiębiorstwom przez banki. Korzyść z rozwoju giełdy polega na razie głównie na tym, że daje dostęp do kapitału małym firmom, które mają dobre perspektywy rozwoju, ale nie miałyby jeszcze szans na uzyskanie odpowiednio dużych kredytów w bankach.

W jaki sposób możemy przygotować się do uczestnictwa w strefie euro?

Długotrwałe obniżenie się tempa wzrostu

w Portugalii, we Włoszech, a wkrótce będzie to udziałem także Hiszpanii, obrazuje, że kraje, które chcą odnosić korzyści z przystąpienia do strefy euro, muszą dbać o to, by utrzymać wysokie tempo wzrostu wydajności. W Polsce wysokie tempo wzrostu wydajności jest na razie naturalnym skutkiem procesu realnej konwergencji, który zachodzi obecnie w naszej gospodarce. Trzeba jednak już teraz myśleć, jak utrzymać wysokie tempo wzrostu wydajności w przyszłości. Najważniejszą rzeczą jest dokonanie odpowiednich reform strukturalnych; takich, jakie dokonały się na przykład w Finlandii (deregulacja rynków produktów) oraz w Danii i Holandii (liberalizacja rynków pracy). Jak często podkreśla profesor Olivier Blanchard, najważniejszymi źródłami wzrostu wydajności jest konkurencja oraz poprawiająca się elastyczność gospodarki. Trzeba pamiętać, że w każdym kraju najważniejszym źródłem wzrostu wydajności jest proces „kreatywnej destrukcji”, nazwany tak jeszcze w latach 30-tych ubiegłego wieku przez Josepha Schumpetera, przejawiający się w zmniejszaniu się liczby miejsc pracy w tradycyjnych, mniej wydajnych, sektorach gospodarki oraz zwiększaniu się liczby miejsc pracy w nowo rozwijających się, bardziej wydajnych sektorach gałęziach. Cała trudność polega jednak na tym, by zbudować system, który będzie chronił nie miejsca pracy, lecz ludzi, którzy przemieszczają się z tradycyjnych sektorów gospodarki do tych nowocześniejszych.

Jaka jest obecnie najbardziej prawdopodobna data przystąpienia Polski do strefy euro?

To zależy od decyzji rządu. Najważniejszym czynnikiem, który przemawiał wcześniej za tym, by nasz kraj wstąpił do strefy euro jak najszybciej było ryzyko zbyt silnego umocnienia się polskiej waluty. Na szczęście, w ciągu ostatnich kilku lat złoty był względnie stabilny. Umacniał się wprawdzie stopniowo, ale w przybliżeniu zgodnie z aprecjacją kursu równowagi. Tym samym, złoty daje nam czas na to, by przynajmniej zainicjować reformy strukturalne przed wejściem do strefy euro.

Czy przystąpienie do strefy euro spowoduje impuls inflacyjny?

W dużym stopniu historii o tym, że przyjęcie euro powoduje wzrost cen, to czysto psychologiczne zjawisko. Dlatego ekonomiści nazywają je „efektem cappuccino”.

W swoim referacie zaprezentowanym na Kongresie Ekonomistów Polskich w listopadzie ubiegłego roku, podkreślił Pan, że stale rosnące jednostkowe koszty pracy mogą stanowić zagrożenie dla konkurencyjności

naszej polskiej gospodarki po wstąpieniu do strefy euro, tak jak stało się to w innych krajach. Jak uchronić naszą gospodarkę przed tym ryzykiem?

Jedynym rozwiązaniem jest utrzymanie wysokiego tempa wzrostu wydajności. Dla tego reformy strukturalne powinny zostać podjęte jak najszybciej. Jest to warunek absolutnie konieczny dla utrzymania wysokiego tempa wzrostu gospodarczego w przyszłości.

W swoim referacie zaproponował Pan utworzenie Rady Polityki Fiskalnej po przyjęciu euro. Jakie miałyby być zadania takiej rady?

Po przyjęciu euro nie będziemy mogli prowadzić polityki pieniężnej, by stabilizować gospodarkę. Istnieje ryzyko, że polityka pieniężna Europejskiego Banku Centralnego może okazać się okresowo procykliczna dla naszej gospodarki, jak bywało to w przypadku części krajów strefy euro. Utworzenie Rady Polityki Fiskalnej wydłużyłoby horyzont decyzyjny polityki fiskalnej, co zwiększyłoby możliwości wykorzystywania jej do stabilizowania koniunktury. Chroniłoby to również politykę fiskalną przed wpływem cyklu politycznego.

Jak funkcjonowałaby taka rada?

RPF mogłaby decydować o ogólnej wielkości oraz strukturze wydatków budżetowych. Propozycja utworzenia takiej rady po raz pierwszy została wysunięta przez szwedzkiego ekonomistę Larsa Calmforsa, zanim Szwecja zdecydowała się na odroczenie daty swojego wejścia do strefy euro. Warto zauważyć, że tego rodzaju niezależne ciała kolegialne już istnieją w Niemczech, Danii i Belgii,

jakkolwiek mają one na razie tylko charakter doradczy.

Czy polityka monetarna Europejskiego Banku Centralnego nie była zbyt restrykcyjna, jeśli weźmiemy pod uwagę stosunkowo niski wzrost gospodarczy w krajach Eurolandu?

Wzrost gospodarczy w strefie euro jest bliski potencjalnemu tempu wzrostu, a więc EBC właściwie prowadził politykę pieniężną. Niskie tempo wzrostu w strefie euro jest odzwierciedleniem niskiego poziomu tempa potencjalnego, a to wynika w dużej mierze z niskiego ostatnimi laty tempa wzrostu wydajności. Miejmy nadzieję, że reformy strukturalne podejmowane w szeregu krajów strefy euro, przyczynią się do zwiększenia potencjału produkcyjnego europejskiej gospodarki, co przyspieszyłoby tempo wzrostu w strefie euro.

Czy uzasadniona jest obawa, że polityka Europejskiego Banku Centralnego w mniejszym stopniu będzie uwzględniała interesy gospodarcze naszego kraju, mając na uwadze, że nasze PKB stanowi niewielki procent PKB całej strefy euro?

Takie obawy są bezpodstawne. Dotychczasowe doświadczenia pokazują, że EBC w swej polityce pieniężnej nie kieruje się interesami żadnego z państw. Polityka pieniężna prowadzona jest z uwzględnieniem sytuacji w całej strefie euro. ♦

Bardzo dziękuję za rozmowę.
ROZMAWIAŁA MARTA WŁODARZ
MARTA.WLODARZ@GAZETATREND.PL

Stopa redukcji rodem z szalonej hossy

AUTOR: MATEUSZ CHOROMAŃSKI
MATEUSZ.CHOROMAŃSKI@GAZETATREND.PL

Rynki finansowe całego świata już od dłuższego czasu pozostają w nienajlepszej kondycji. Odbija się to echem chociażby na rynku pierwotnym warszawskiej GPW, gdzie debiutanci mają duże problemy z uplasowaniem swoich emisji. Jednak ponad 97-procentowa stopa redukcji zapisów na nowe akcje Optopolu pokazuje, że najwyraźniej są wyjątki od tej reguły. Analiza rynkowej pozycji spółki dowodzi, że tak duża redukcja nie była dziełem przypadku.

Zdecydowana większość emisji akcji na warszawskim parkiecie w ostatnich miesiącach zeszłego roku nie wypadła tak, jak życzyliby sobie tego debiutanci. Pośród grudniających IPO jedynie oferta Nepentesa znalazła liczniejsze grono zainteresowanych inwestorów, którzy złożyli zapisy na o wiele więcej walorów niż było to dla nich przeznaczone. Pozostałe spółki, jak chociażby Warfarma czy Europejski Fundusz Hipoteczny o redukcji mogły tylko pomarzyć, a niejednokrotnie musiały się pogodzić ze zbyciem o wiele mniejszej liczby akcji niż planowały (np. Warfarmie udało się sprzedać jedynie 700 tys. akcji z 2 mln wystawionych w transzy detalicznej). Jednak jak widać taki obrót spraw na rynku pierwotnym nie zrobił szczególnego wrażenia na zarządzie Optopolu. Firma z Zawiercia, mimo nurkujących indeksów mWIG40 i sWIG80 w listopadzie, złożyła prospekt, na którego akceptację przez KNF musiała czekać obserwując kolejne, raczej mniej niż bardziej udane debiuty. Informując o tak dużej stopie redukcji trzeba podkreślić, że po części wynikała ona także z niewielkiej puli przeznaczonej dla nieinstytucjonalnych inwestorów. Jednak nawet biorąc pod uwagę fakt, że opiewała ona na około 5 mln zł (250 tys. akcji, po 20 zł każda) i tak trzeba zauważyć, że zapisy złożone na nią zdecydowanie przekraczały całkowite wartości każdej z grudniających nowych emisji.

Hit z Zawiercia

Początki Optopolu sięgają pierwszej połowy lat 90-tych, kiedy spółka powstała jako przedstawicielstwo handlowe zachodnich producentów wyposażenia okulistycznego i optycznego. Z czasem firma zdecydowała się na produkcję własnego sprzętu. Zaczynając od prostych urządzeń, jak np. elektrycznie sterowane stoliki okulistyczne, po pewnym



FORUM MIESIĘCZNIK TREND

Fundusze inwestycyjne
Kontrakty terminowe
Rynki towarowe
Akcje i inwestycje
Forex

www.gazetatrend.pl/forum

**FORUM
TREND**
MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

czasie zaczęła wytwarzać perymetry służące do badania pola widzenia oraz mające zastosowanie w podstawowej diagnostyce jaskry, co przyniosło jej międzynarodowy prestiż. Sprzęt ten został zastosowany i zyskał uznanie w Lufthansie oraz Mercedesie, gdzie jest wykorzystywany w sieci medycyny pracy tych gigantów.

Prawdziwy przełom w działalności Optopolu nadszedł jednak z opracowaniem tzw. tomografu spektralnego. Było to rezultatem współpracy przedsiębiorstwa z Zawiercia z Uniwersytetem Mikołaja Kopernika w Toruniu. Naukowcy tej uczelni już w połowie lat 90-tych rozpoczęli prace badawcze nad nową technologią, mogącą mieć zastosowanie w diagnostyce narządu wzroku. W 2001 roku udało się wykonać pierwsze próby z wykorzystaniem urządzenia korzystającego z tego rozwiązania. Było ono jednak tak duże, że nie dało się go zastosować w gabinetach okulistycznych. W 2004 roku pojawił się Optopol, który wykupił pomysł fizyków z Torunia i w krótkim czasie zaadaptował go do wykorzystania w praktyce, min. zmniejszając wielokrotnie wagę tomografu do 20 kg. Nowa klasa tomografów (SOCT, Spectral Optical Coherence Tomography), w odróżnieniu od wykorzystywanych do tej pory, bazujących na tzw. technologii czasowej (TDOCT, Time Domain Optical Tomography), pozwoliła na wykonywanie o wiele dokładniejszych zdjęć, przede wszystkim dzięki stukrotnemu skróceniu czasu badania. Sukces UMK i Optopolu można uznać za ogromny, biorąc pod uwagę fakt, że nad tą technologią pracowali także naukowcy z Massachusetts Institute of Technology. A jednak to tomografy firmy z Zawiercia po otrzymaniu wszystkich atestów w 2006 roku spotkały się z olbrzymim zainteresowaniem ze strony potencjalnych nabywców, a w obecnej chwili posiadają 20-procentowy udział w światowym rynku związanym z tymi urządzeniami.

Dochodowość w proporcji do innowacyjności

Rozwój spółki w obszarze nowych technologii znajduje swoje odzwierciedlenie w dobrej kondycji finansowej przedsiębiorstwa. Według wyników za 2006 rok, przychody wzrosły o 57% (do 34,5 mln zł), EBIT (Zysk operacyjny) o 94% (do 4,2 mln zł) a zysk netto o 127% (do 3,2 mln zł). Wstępne dane za 2007 rok pokazują, że pozytywna tendencja się umocniła, co odzwierciedla jeszcze większy wzrost przychodów (67%), wskaźnika EBIT (164%) oraz zysku netto (162%) w stosunku do 2006 roku. Obserwowany znacznie szybszy przyrost zysku, zarówno na poziomie operacyjnym, jak i netto, to rezultat nie

tylko coraz większej skali działalności, ale również uzyskiwania coraz lepszych marż. Są one rezultatem rosnącej sprzedaży własnych produktów, która jest znacznie bardziej dochodowa niż dystrybucja sprzętu innych firm (odbywa się ona przez spółkę Optopol Handlowy, która znajduje się w strukturze Grupy Optopolu). Prognozy na 2008 rok potwierdzają tendencje z poprzednich lat. Przychody mają wzrosnąć o 46%, EBIT o 63%, a zysk netto o 70%, co świadczy o dalszej poprawie dochodowości.

Dalsza ekspansja dzięki emisji

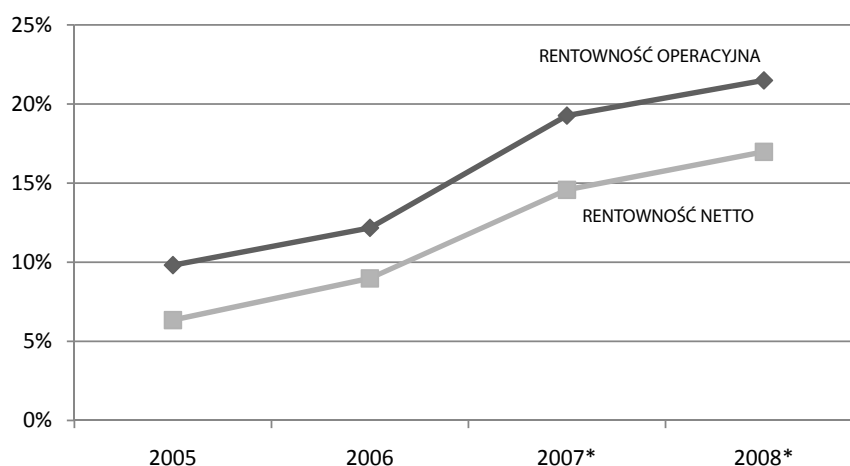
Dzięki emisji Optopol zostanie zasilony zastrzykiem finansowym w postaci ponad 60 mln zł. Środki z IPO wraz z kredytami i subwencjami z UE wykorzystane zostaną w największej części na akwizycje. Z ponad 40 mln zł przeznaczonych na ten cel, 25-28 mln zł będzie wydane na przejęcie słoweńskiego Optoteku zajmującego się produkcją

laserów okulistycznych i dermatologicznych oraz wrocławskiego medi.com-u działającego w branży software'u medycznego, z którymi Optopol podpisał już listy intencyjne. Zarząd firmy szacuje, że uda mu się sfinalizować powyższe zakupy jeszcze w pierwszym kwartale tego roku i zapowiada, że w planach ma kolejne przejęcia. Po 10 mln zł zostanie przeznaczonych na prace badawczo-rozwojowe (min. rozbudowa laboratorium w Toruniu) oraz rozwój sieci sprzedaży na ważnych dla spółki rynkach. Część wpływów z upublicznienia spółki posłuży rozbudowie hali produkcyjnej, co znacznie zwiększy moce spółki (poza wytwarzaniem sprzętu okulistycznego, Optopol produkuje także urządzenia mające zastosowanie w coraz modniejszej dermatologii kosmetycznej).

Rekomendacja: Kupuj?

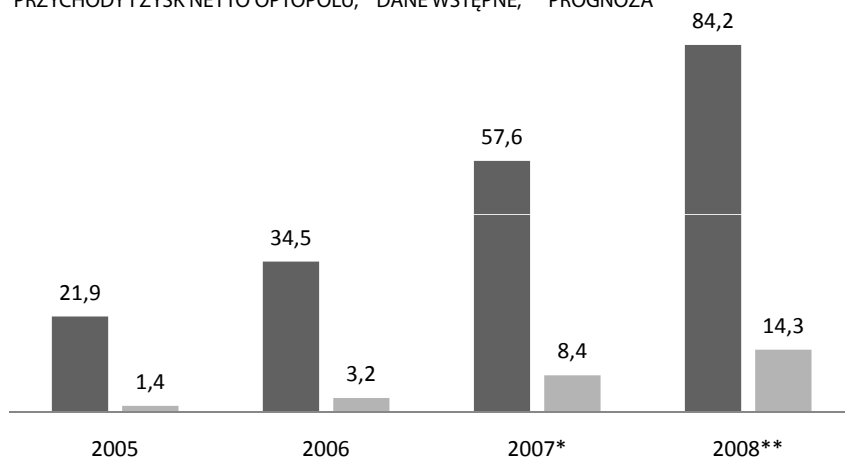
Nie ulega wątpliwości, że warto przyrzeć się bliżej giełdowemu debiutantowi. Biorąc

RENTOWNOŚĆ OPERACYJNA I NETTO OPTOPOLU, *DANE WSTĘPNE, **PROGNOZA



ŹRÓDŁO: EMITENT

PRZYCHODY I ZYSK NETTO OPTOPOLU, * DANE WSTĘPNE, ** PROGNOZA



ŹRÓDŁO: EMITENT

☛ pod uwagę dotychczasowe osiągnięcia spółki oraz perspektywy przed jakimi stoi, warto zaryzykować stwierdzenie, że nawet w obecnej sytuacji na rynku, zakup akcji Optopolu może okazać się trafionym posunięciem. Należy podkreślić, że dzięki planowanym inwestycjom moce produkcyjne najbardziej dochodowego tomografu spektralnego mają zwiększyć się z 200 sztuk w ubiegłym roku do 450 w tym i 800-1000 w 2009 (cena jednego urządzenia to ok. 55-60 tys. euro). Dodając do tego fakt, iż w przedstawionych prognozach wyników na 2008 rok nie zostały uwzględnione akwizycje oraz kontrakt z Canon, który do 2009 roku sprzeda 1000 tomografów na rynku japońskim (pod marką Optopol!), śmiało można stwierdzić, że obecna wycena spółki na poziomie ok. 300 mln zł (przy emisyjnej cenie 20 zł) nie jest zawyżona. Wskaźnik Cena/Zysk, przy uwzględnieniu wyników za ostatnie 4 kwartały wynoszący 33 (dla prognozowanego zysku netto na 2008 tylko 19,6), wydaje się być zdecydowanie atrakcyjny w przypadku tak szybko rozwijającej się spółki.

Obawy wywołuje jednak kwestia utrzymania przewagi technologicznej nad takimi potentatami jak Carl Zeiss Meditex czy Topcon, którzy, zdając sobie sprawę z faktu, że rynek tomografów spektralnych w ciągu 3-4 lat ma osiągnąć wartość kilku miliardów euro, na pewno wykorzystają swoje wszystkie atuty, aby zdobyć jak największy udział w tym perspektywnym sektorze. Poza tym polscy inwestorzy nieraz doświadczili wielu niespełnionych zapowiedzi ogłaszanych przez polskie spółki giełdowe, także z sektora medycznego i farmaceutycznego, przed którymi malowały się nie mniej atrakcyjne perspektywy. Jeżeli jednak tym razem udałoby się Optopolowi zachować dwudziestoprocentowy kawałek tortu w tak dużym rynku i obecną rentowność, to 300 mln kapitalizacji mogłoby pozostać odległym wspomnieniem. ♦

Jak stracić 4,9 mld euro - prawdziwa historia

AUTOR: PIOTR GÓRNICKI
PIOTR.GORNICKI@GAZETATREND.PL

24 stycznia tego roku drugi pod względem aktywów francuski bank - Societe Generale - poinformował o gigantycznej stracie (największej w światowej historii tradingu!), jaką poniósł w związku z nieuczciwymi operacjami przeprowadzonymi przez Jeroma Kerviel. Sławny już trader pracował w sekcji Delta One banku zajmującej się transakcjami obciążonymi małym ryzykiem na europejskich giełdach. W piątek 18 stycznia Jerome Kerviel miał otwartą pozycję na niewyobrażalną kwotę 50 mld euro - w tym 18 mld. na niemiecki DAX, 30 mld na indeks Dow Jones EuroStoxx50 i 2 mld na londyński FTSE 100. W poniedziałek 21 stycznia bank zrealizował stratę związaną z tą pozycją wycenioną na 4,9 mld euro. Jak to możliwe, by w tak wielkiej instytucji finansowej nikt nie zauważył jak ogromne pozycje zajmuje pojedynczy pracownik i na jakie ryzyko wystawia bank? Najwidoczniej Societe Generale nie wyniósł zbyt wiele z lekcji, jakiej Nick Leeson udzielił brytyjskiemu bankowi Barings, doprowadzając go do upadku poprzez zawieranie nieautoryzowanych transakcji i granie na indeks Nikkei 225 w 1995 roku.

Jerome Kerviel

Przyjrzyjmy się nieco bliżej postaci Jerome'a Kerviel. Kim był i co skłoniło go do ponoszenia ogromnego ryzyka związanego z nielegalnymi transakcjami? Kerviel pochodzi z robotniczej rodziny francuskiej z miasteczka Breton. Edukację zdobywał na uniwersytecie w Nantes, ukończył również roczny biznesowy kurs w szkole w Lyonie, zawierający elementy rozliczania operacji w back-office i połączony ze stażem w banku BNP Paribas w Paryżu. Ocena, jaką udało mu się uzyskać to B - czyli dobrze, jednak nie wybitnie. Pomimo, że szlify zdobywał w BNP, to pierwszą pracę podjął właśnie w Societe Generale. W 2000 roku został zatrudniony w back-office, potocznie zwanym „kopalnią” ze względu na niesamowitą dłubanie, z którą było związane rozliczanie transakcji. Jednak Jerome Kerviel zawsze marzył o tradingu - o wiele bardziej prestiżowym i zdecydowanie lepiej płatnym zajęciu. Back-office miał być dla niego tylko trampoliną do przyszłej kariery dealera. W końcu, w 2004 roku Kerviel otrzymał promocję na desk tradingowy o wspaniałej nazwie

Delta One, zajmujący się transakcjami nastawionymi na mały zysk związany z fluktuacją indeksów europejskich poprzez zajmowanie obustronnych pozycji. Praca w tej jednostce, mimo że czasem była monotonna, i tak była zdecydowanie lepsza od rozliczania transakcji, jednak wciąż nie pozwalała mu na rozwinięcie skrzydeł. Kerviel wiedział, że pomimo bycia traderem, w Societe Generale był traktowany jako pracownik drugiej kategorii ze względu na swoje rodzinne korzenie i wykształcenie - nie ukończył żadnej z prestiżowych francuskich uczelni i posiadał tylko dyplom magistra. Sam Kerviel tak podsumował swój status w banku: „nie trafiłem do tradingu bezpośrednio, trafiłem tam przez middle-office”. To zdanie pozwala nam uświadomić sobie, jak ważną rolę we Francji odgrywa w zawodowym starcie klasowe pochodzenie. W Stanach Zjednoczonych osoba zaczynająca pracę od najniższego szczebla kariery i pnąca się na szczyt jest traktowana z podziwem i szacunkiem. Mentalność Francuzów jest zupełnie inna. Jeśli nie skończysz szanowanej uczelni bądź nie pochodzisz z dobrej rodziny, szansa na uznanie wśród ludzi jest naprawdę niska. Wiedział to również Kerviel. Daleko mu było do najlepszych dealerów Societe Generale, zajmujących się najbardziej skomplikowanymi instrumentami pochodnymi, nazywanych „the Quants”, którzy kończąc wybitne uczelnie, posiadając doktoraty z matematyki, fizyki czy astronomii, otrzymywali najwyższe pensje i bonusy liczone nawet w milionach euro. Jerome Kerviel wiedział, że aby zyskać szacunek przełożonych musi zrobić coś spektakularnego. „Moją główną motywacją było przede wszystkim zarobienie pieniędzy dla banku” - powiedział na przesłuchaniu Kerviel. Latem 2005 roku Kerviel pierwszy raz zaczął zawierać transakcje obstawiając tylko jeden kierunek i równocześnie wprowadzać do systemu fikcyjne transakcje, by jego przełożeni widzieli, że jego pozycja jest minimalna. Wszystko tak naprawdę szło dobrze aż do 18 stycznia 2008 roku.

18 - 24 stycznia - kilka bardzo ciekawych dni na rynkach finansowych

18 stycznia w piątek spadki towarzyszyły parkietom w całej Europie. Dzień później Jerome Kerviel został wezwany przez swoich

PORTAL INWESTYCYJNY MIESIĘCZNIKA TREND

gazeta **TREND**pl
MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

KOMENTARZE TYGODNIOWE DORADCÓW XELION

ANALIZY SPÓŁEK

ANALIZY RYNKOWE DERYWATÓW

FORUM INWESTORA

NUMERY ARCHIWALNE

NEWSLETTER - DOPISZ SIĘ DO LISTY I BĄDŹ NAJSZYBCIEJ
POINFORMOWANY O NOWYM TRENDZIE

przełożonych do stawienia się w trybie pilnym do centrali banku. Wiedział, że w piątek niestety jego pozycja wygenerowała pokąsną stratę, lecz myślał, że w poniedziałek uda mu się wszystko odrobić. Nie mógł jednak przewidzieć, że w poniedziałek nie będzie już pracownikiem banku, a co gorsza zostanie aresztowany. Wszystko wyszło na jaw z chwilą, gdy została wykryta pojedyncza transakcja z jednym z niemieckich domów brokerskich, która spowodowała stratę dla banku w wysokości 1,5 mld euro. Spotkanie z szefami Societe Generale przedłużyło się do późnych godzin nocnych. Kerviel przyznał się do wszystkiego. Najgorsze jest to, że pracownik zarabiający rocznie około 70 000 euro uprawiał hazard na niewyobrażalną kwotę, do tego pozycja dealera warta 50 mld euro dalej nie była zamknięta. W poniedziałek natomiast „ruletka” znów miała się zakręcić z chwilą otwarcia rynków finansowych w Europie. Władze banku nakazały swoim najlepszym traderom zamknięcie pozycji tak szybko, jak to było możliwe. Jednak w poniedziałek 21 stycznia przez europejskie parkiety przetoczyło się istne tsunami. Indeksy zniżkowały o około 5-7% co spowodowało powiększenie straty do 4,9 mld euro!! W tym samym czasie Stany Zjednoczone obchodziły dzień Martina Luthera Kinga, więc za oceanem giełdy nie pracowały. Następnego dnia Rezerwa Federalna (FED), a dokładnie Komitet Otwartego Rynku (FOMC), podjął nieoczekiwaną decyzję obniżki głównej stopy procentowej o 75 pkt. bazowych do poziomu 3,5%. W oświadczeniu komitetu można było przeczytać: „Komitet podjął takie działania ze względu na perspektywę osłabienia gospodarczego i rosnące ryzyko spadku tempa wzrostu gospodarczego”. Bezpośrednim czynnikiem był jednak strach przed niewyobrażalną wyprzedzą w Stanach we wtorek 22 stycznia, jaka miała być miejsce w związku z paniką na rynkach. Możliwe, że jednym z pośrednich czynników tak gwałtownej reakcji FEDu była właśnie informacja o ogromnych problemach banku Societe Generale. Wiadomo, że upadek tak wielkiego banku przyniósłby konsekwencje dla całego systemu bankowego, co mogłoby spowodować, że banki wciąż borykające się z problemem subprime dodatkowo poniosłyby straty ze względu na bankructwo Societe Generale. Wiadomość o kłopotach SG została ogłoszona publicznie dwa dni później, 24 stycznia.

Wszystko zaczęło się już w 2005 roku...

Jerome Kerviel dzięki pracy w back-office dokładnie zapoznał się z metodą rozliczania transakcji. Ta wiedza okazała się jego przekleństwem. Prokurator podczas prowadzenia

śledztwa powiedział o Kervielu: „On myślał, że ma naturalny talent, że potrafi wyczuć trendy rynkowe”. Jego obowiązkiem było hedgowanie (zabezpieczanie) każdej pozycji, którą otwierał, jednak już kilka miesięcy po dołączeniu do jednostki Delta One, Kerviel zaczął obstawiać tylko jeden kierunek, wprowadzając do systemu fałszywe transakcje zabezpieczające. Przykładowo, latem 2005 roku tuż po zamachach bombowych w Londynie, przewidywał załamanie się rynków. Trafił. Zysk 500 000 euro! Kerviel był dumny, ale i zaskoczony swoim osiągnięciem. Łatwość ominięcia systemu i pokąsny zysk spowodowały, że postanowił kontynuować nielegalną działalność. Przez następne 18 miesięcy dalej łamał zasady, nie generując jednak wielkich pozycji. W styczniu 2007 roku poniósł sporą stratę, licząc na spadek indeksu DAX. Nie zostało to jednak wykryte ze względu na brak kontroli w tym okresie. Prawnik Societe Generale, Jean Veil, twierdzi natomiast, że bank prowadził rygorystyczne kontrole, jednak wprowadzone fałszywe transakcje maskowały prawdziwą pozycję tradera, co uniemożliwiało wykrycie procederu.

Już w lutym 2007 roku indeksy giełdowe zaczęły zachowywać się po myśli Kerviela, co wygenerowało zysk dla dealera w wysokości 28 mln euro. Jednak kwota ta wciąż nie była oszałamiająca. Wiosną 2007 roku trader zaczął interesować się tematem rynku subprime i zauważył, że wielu ekspertów uważało, że problem ten nie będzie miał znacznego wpływu na rynki finansowe. On twierdził inaczej. Początkowo wszystko szło nie po jego myśli. Od marca do sierpnia rynki dalej były w trendzie wzrostowym, co spowodowało stratę 2,2 mld euro przy pozycji wartiej 30 mld euro. Jednak już w sierpniu sytuacja się odwróciła i Kerviel nie tylko odrobił całą swoją stratę, ale również zainkasował 500 mln euro zysku – kwotę niewyobrażalną dla tradera z jego jednostki. To właśnie był jego problem – jak powiedzieć przełożonym o takim „sukcesie”. Kerviel postanowił nie informować nikogo o swoich dokonaniach i utrzymywać dalej swoją pozycję, co w grudniu 2007 przełożyło się na zysk w wysokości 1,4 mld euro!! Jednak wciąż obawiając się reakcji przełożonych Kerviel ujawnił tylko 55 mln euro zysku – wystarczająco sporo, by dostać bonus w wysokości około 300 000 euro. Niedługo potem szczęście odwróciło się od Kerviela. Wieczorem w piątek 18 stycznia jego 1,5-miliardowy zysk przekształcił się w 1,5-miliardową stratę. Przebieg następnych kilku dni już znamy...

Wydaje się nieprawdopodobne, by jeden człowiek był w stanie oszukać cały kontroling Societe Generale. Kerviel podczas przesłuchań powiedział, że jego przełożeni musieli

wiedzieć, na jakie ryzyko wystawia bank, jednak póki zarabiał pieniądze nikomu to nie przeszkadzało. Strata dla banku wydaje się ogromna, jednak jeśli porównamy ją z pozycjami, jakie otwierał Kerviel, suma ta nie robi już tak wielkiego wrażenia. Wiadomo, że obracając kwotami liczonymi w dziesiątkach miliardów euro, dużo łatwiej jest wygenerować zysk lub stratę w wysokości kilku miliardów euro. Zastanawiający jest fakt, że nikt dokładnie nie przebadiał transakcji Kerviela po tym, jak ogłosił kilkudziesięciomilionowy zysk, raczej niespotykany w jego oddziale, na koniec 2007 roku. Drugim czynnikiem, który powinien zainteresować przełożonych był fakt, że Kerviel w 2007 roku wziął tylko 4 dni urlopu. Trader niezainteresowany urlopem to trader, który nie chce, by ktoś podczas jego nieobecności zarządzał jego pozycją.

Co dalej z Societe?

Jak się później okazało, strata spowodowana przez Jeroma Kerviela była początkiem kłopotów Societe Generale. Kilka dni później bank poinformował o odpisach w wysokości 2,1 mld euro związanych głównie z rynkiem kredytów hipotecznych subprime. Na domiar złego sprawą Kerviela zainteresował się również francuski urząd podatkowy w związku z realnym zyskiem banku wynoszącym 1,4 mld euro na koniec roku 2007, który według prawa powinno podlegać opodatkowaniu. Kolejny negatywny aspekt związany z tą sprawą to fakt, że poprzez ogromną stratę banku wielu pracowników może nie dostać wypracowanych w 2007 roku bonusów, co w dalszej kolejności może doprowadzić do masowych odejść najlepszych pracowników do innych banków. A co z samym bankiem? Od maja 2007 roku wartość akcji Societe Generale spadła o 45%. Możliwym scenariuszem jest przejęcie banku. Lista chętnych inwestorów jest długa: BNP Paribas, HSBC, Barclays, Deutsche Bank, Banco Santander i UniCredit. Największe szanse analitycy dają bezpośredniemu konkurentowi, czyli BNP Paribas. Fuzja to inne rozwiązanie, do którego jednak francuskie władze będą starały się nie dopuścić w związku z prawdopodobnymi masowymi zwolnieniami pracowników Societe Generale.

Wydawałoby się niemożliwe, by jeden człowiek mógł doprowadzić do upadku potężną instytucję finansową, a jednak... Pierwszy taki przypadek miał miejsce w 1995 roku gdy Nick Leeson pogrążył bank Barings. Societe Generale prawdopodobnie nie zbankrutuje, ale pewne jest, że dużo czasu będzie musiało minąć, by bank stanął ponownie na nogi. ♦

Stary - nowy indeks CRB

AUTOR: DOROTA SIERAKOWSKA
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL

Indeks CRB przez lata uważany był za najważniejszy wskaźnik odzwierciedlający ruch cen w sektorze surowców. W ciągu ostatniego półwiecza dokonano kilku korekt w sposobie jego liczenia. Ostatnia poprawka, z lipca 2005 roku, gruntownie zmieniła charakter indeksu, jednak została niezauważona przez większość inwestorów. W jaki sposób ich ignorancja mogła wpłynąć na decyzje inwestycyjne?

Czym jest indeks CRB?

Indeks CRB został po raz pierwszy obliczony przez Commodity Research Bureau w 1957 r., zaś rok później opublikowano go w CRB Commodity Year Book. Początkowo indeks był średnią geometryczną cen 28 komponentów, jednak wraz z rozwojem światowych rynków dokonywano jego korekt tak, aby CRB dobrze odzwierciedlał znaczenie poszczególnych surowców w gospodarce.

Zmiany w sposobie liczenia były niezbędne, ponieważ dziś nikt nie wzięby na poważnie indeksu w jego postaci z 1957 roku, uwzględniającej między innymi ziemniaki, cebulę, ryż, zwierzęce skóry i... smalec. Co więcej, indeks sprzed pół wieku nie zawierał surowców, bez których nie wyobraziłibyśmy sobie dzisiejszej gospodarki, takich jak ropa naftowa czy gaz ziemny. Pominęto także złoto, które uwzględniono we wskaźniku dopiero w 1983 r.

Korygowanie składu indeksu miało więc głęboki sens, ponieważ sprawiało, iż nie tracił on na aktualności. Dotychczas przeprowadzono 10 zmian, średnio co 4 lata. Jednak tylko ta dokonana w lipcu 2005 roku budzi kontrowersje.

Przełomowy 2005 rok?

Rzeczywiście, na tle innych korekt ta ostatnia jest rewolucyjna. Po raz pierwszy zastosowano bowiem ważoną średnią arytmetyczną poszczególnych składników. Dotychczas stosowana zwykła średnia geometryczna lepiej wygładzała dane, co powodowało lepsze wyodrębnienie samego trendu. Zastosowanie średniej arytmetycznej powoduje większą zmienność wartości indeksu. Zaś użycie średniej ważonej podkreśla znaczenie poszczególnych surowców w gospodarce – wcześniej wszystkie były traktowane na równi.

Zmiany w składzie indeksu przedstawione

zostały na Wykresie 1 oraz Wykresie 2. Nowy CRB zawiera nieco więcej składników – 19 zamiast poprzednich 17. Także same komponenty się zmieniły: wyrzucono z indeksu platynę, natomiast uwzględniono benzynę bezołowiową, aluminium i nikiel.

Zmiany, zmiany, zmiany...

Patrząc na oba wykresy, na pierwszy rzut oka można zauważyć ogromny wzrost udziału ropy naftowej w całkowitej wadze wszystkich surowców – z 5,88% do 23%. Na znaczeniu zyskał zresztą cały sektor energetyczny – niecałe 18% sprzed korekty jest niewielką liczbą w porównaniu z dzisiejszymi 39%. Trudno zakwestionować rolę ropy naftowej i jej pochodnych w dzisiejszej gospodarce, więc zmiana ta była uzasadniona (wystarczy wspomnieć, że przed 2005 r. ropę naftową traktowano w obliczeniach na równi z np. sokiem pomarańczowym). Tym samym nowy indeks CRB stał się bardziej podobny do innych indeksów surowcowych, w których sektor energetyczny odgrywał zawsze dużą rolę (np. w Goldman Sachs Commodities Index ropa i jej pochodne stanowią ponad 70% całkowitej wartości surowców¹).

Uwzględnienie tak dużego udziału sektora energetycznego w średniej ważonej wymusiło cięcia w innych grupach surowców. Wśród metali redukcja nie była drastyczna, jednak trochę przetasowano grupę komponentów wchodzącą w skład indeksu. W gronie metali przemysłowych oprócz miedzi po raz pierwszy znalazły się także aluminium i nikiel – ze względu na ogrom ich zastosowań we współczesnej gospodarce. Najbardziej ucierpiała pozycja metali szlachetnych: platyny w ogóle nie wkalkulowano w nowy indeks, zaś wagę srebra zredukowano do 1%. Nietrudno o uzasadnienie tej sytuacji: metale szlachetne, mimo iż są niezastąpione w wielu rozwiązaniach technologicznych, stanowią niewielki koszt w procesie produkcji, zaś rynki srebra czy platyny są jeszcze stosunkowo mało rozwinięte i niezbyt znane na świecie.

W skorygowanym CRB zmniejszono rolę zbóż (z 17,64% do 13%) i mięsa (z 11,76% do 7%). Ponieważ udział soi i kukurydzy nieznacznie wzrósł, pierwsza zmiana wynikała przede wszystkim z obniżenia wagi pszenicy do 1% wartości całego indeksu. W drugim przypadku cięcia dotyczyły wieprzowiny, której w Stanach Zjednoczonych, w porównaniu z wołowiną (używaną m.in. do produkcji hamburgerów), spożywa się dużo mniej.

O niecały procent zmniejszono udział kawy, kakao oraz bawełny w indeksie. Bardziej zdecydowanie rozprawiono się z sokiem pomarańczowym, któremu w nowym indeksie pozostał tylko 1%.

I gdzie te kontrowersje?

Cały problem polega na tym, że mimo niebagatelnej zmiany w sposobie liczenia indeksu większość analityków porównuje go z CRB sprzed korekty z lipca 2005 r. W swoich badaniach i rekomendacjach opisują techniczną sytuację na rynku surowców, nie biorąc pod uwagę fundamentalnego przekształcenia indeksu.

Aby zobaczyć, jak mogło to wpłynąć na decyzje inwestorów, warto przyjrzeć się wykresom. Wykres 3 przedstawia indeks CRB (kalkulowany w odmienny sposób przed i po zmianie z lipca 2005 r.).

Jak widać na wykresie, przez rok po zmianie z 2005 r. CRB podążało za swoją linią trendu wzrostowego, co pozwoliło inwestorom zapomnieć o znaczeniu korekty. Jednak połowa 2006 r. przyniosła spadek cen ropy naftowej – a CRB nie mogło tego nie odczuć przy tak dużej wadze sektora energetycznego. W ten sposób trend wzrostowy wyznaczony przez 50-dniową średnią kroczącą został przełamany po raz pierwszy od kilku lat. Można by przypuszczać, że sytuacja na rynku surowcowym dość znacznie się zmieniła.

Inwestorzy uważali to za bardzo zły znak, gdyż wielu z nich sądziło, że to samo CRB, które od 2002 r. ukazywało wygładzony średnią geometryczną trend wzrostowy, teraz gwałtownie spadło. Pojawiły się obawy dotyczące końca hossy i mizernej kondycji rynków towarowych. Niebagatelny wpływ na sytuację w tamtym okresie miał oczywiście sposób liczenia CRB – duży udział ropy naftowej oraz użycie bardziej chwiejnej średniej arytmetycznej, wykazującej głębszy spadek niż średnia geometryczna.

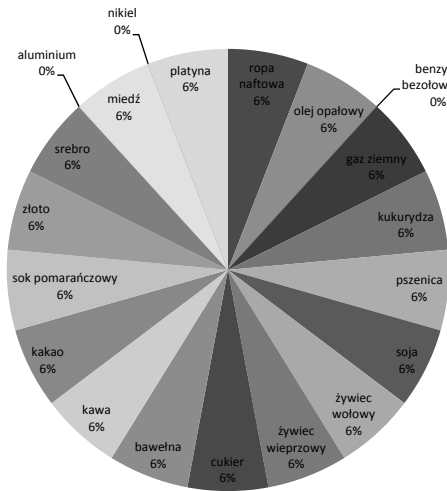
Tymczasem co innego pokazywałyby wykresy, gdyby pozostawiono sposób liczenia CRB z lat 1995-2005. Ta sytuacja została przedstawiona na wykresie indeksu CCI (Wykres 4), który jest porównywalny ze „starym” CRB. Wyraźnie widać, że gdyby pozostawiono stary sposób liczenia, o żadnym załamaniu na rynku surowców nie byłoby mowy, a wartość indeksu nie przebiłaby wsparcia 50-dniowej średniej kroczącej.

Prawdą jest, że dokonane w 2005 r. korekty miały swoje głębokie uzasadnienie i teraz metodologia obliczania wskaźnika bardziej odzwierciedla rzeczywistość. Jednak nie ulega też wątpliwości, że nowy CRB jest zupełnie innym indeksem niż jego poprzednia wersja i nie można analizować jego wykresu tak, jakby żadna zmiana nie miała miejsca. ♦

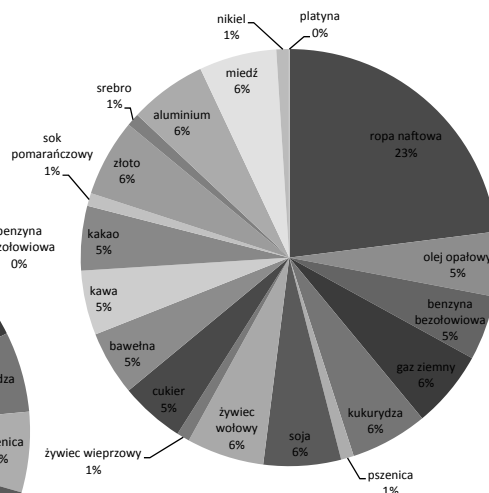
¹Dane z 15.02.2008r. <http://www2.goldmansachs.com/gsci/insert.en.html>

AUTOR: KAROLINA BARAN
KAROLINA.BARAN@GAZETATREND.PL

WYKRES 1. (PONIŻEJ) SKŁAD I WAGI KOMPONENTÓW INDEKSU CRB W LATACH 1995-2005 (OPRACOWANIE WŁASNE NA PODSTAWIE WWW.JEFFERIES.COM I [HTTP://WWW.CRBTRADER.COM/CRBINDEX/](http://www.crbtrader.com/crbindex/)).



WYKRES 2. (POWYŻEJ) SKŁAD I WAGI KOMPONENTÓW INDEKSU CRB OD 2005 R. (OPRACOWANIE WŁASNE NA PODSTAWIE WWW.JEFFERIES.COM I [HTTP://WWW.CRBTRADER.COM/CRBINDEX/](http://www.crbtrader.com/crbindex/)).



Market maker

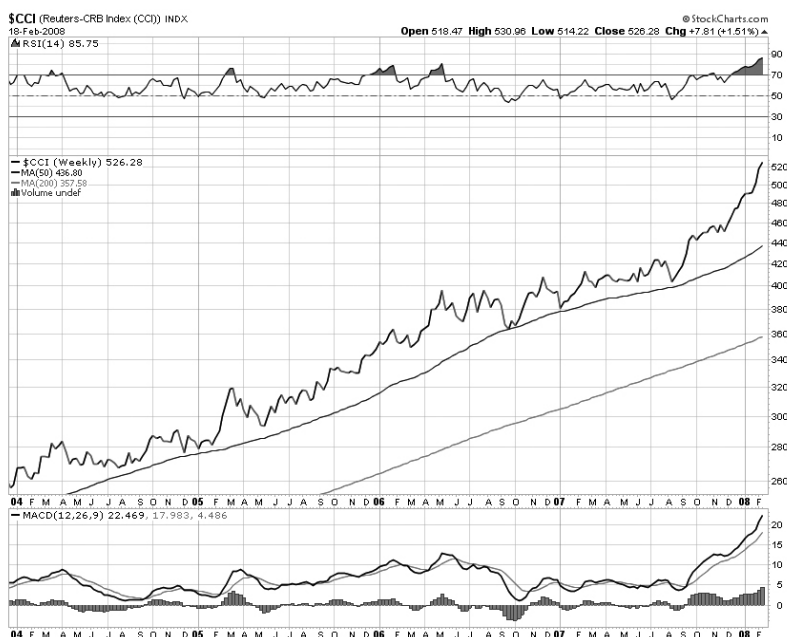
Market maker – jest to podmiot działający w jednym z dwóch systemów notowań rynku NewConnect – w systemie kierowanym cenami; zajmuje się organizowaniem tego rynku, jego zadaniem jest wystawianie ofert kupna i sprzedaży (zwane kwotowaniem) z limitem ważności do końca bieżącego dnia, natomiast inni uczestnicy odpowiadają na oferty Market Makera składając tylko zlecenia WiN (czyli zlecenia ważne do pierwszego wykonania, realizowane bezpośrednio po wprowadzeniu do systemu). Market Maker jest stroną wszystkich dokonywanych transakcji, pełni rolę pośrednika dbającego o płynność obrotu akcjami. Każdy emitent może korzystać z usług kilku Market Makerów jednocześnie. Wystawianie ofert na rynku NewConnect wymaga nawiązania współpracy z Autoryzowanym Doradcą - minimum rok od daty debiutu na rynku, oraz z jednym z organizatorów rynku, czyli z opisywanym Market Makerem bądź z Animatorze Rynku (działającym z kolei w drugim systemie - na rynku kierowanym zleceniami) - w tym przypadku nawiązanie współpracy odbywa się co najmniej dwa lata od daty wejścia na rynek.

Free float

Free float - inaczej płynność akcji - jest to wskaźnik prezentujący stosunek liczby akcji, które posiadają drobni inwestorzy (czyli akcji znajdujących się w swobodnym obrocie publicznym) do wszystkich akcji spółki. Uważany jest za jeden z najważniejszych kryteriów wyceny akcji na giełdzie. Wskaźnik ten nie obejmuje akcji zastrzeżonych (czyli posiadanych przez menedżerów firmy), akcji insiderów (czyli osób pracujących w danej spółce, posiadających informacje niejawne) oraz akcji inwestorów, którzy posiadają powyżej 5 % akcji spółki. Uważa się, że korzystniejszy jest wysoki poziom free float, ponieważ zachęca on inwestorów do kupna akcji danej firmy - płynnymi akcjami częściej zawiera się transakcje, co powoduje mniejsze wahania cen, a ponadto istnieje wtedy możliwość wyjścia z inwestycji po założonej wcześniej cenie.



WYKRES 3. INDEKS CRB W LATACH 2004-2008 (ŹRÓDŁO: WWW.STOCKCHARTS.COM).



WYKRES 4. WYKRES INDEKSU CCI W LATACH 2004-2008 (ŹRÓDŁO: WWW.STOCKCHATS.COM).

Co słyszeć na Wall Street?

AUTOR: JAKUB DOMAGALSKI
JAKUB.DOMAGALSKI@GAZETATREND.PL

Krótkie podsumowanie ostatnich miesięcy

Końcówka 2007 roku i początek nowego pokazały, że inwestorom jest trudno walczyć o pieniądze na giełdzie. Szczególnie w momencie, kiedy gospodarka słabnie, a ceny akcji są wysokie. W średnim terminie kluczową datą był 11 grudnia 2007 r., po którym nastąpiło znaczne obniżenie się indeksów na całym świecie. Do posiedzenia FED trwała duża zwyżka cen akcji – gra pod obniżkę stóp procentowych w USA, jednak po ogłoszeniu decyzji o cięciu o 25 p.b. nastąpiło silne obniżenie się indeksów w USA i na świecie. W styczniu 2008 r. FED dokonał kolejnych obniżek stóp procentowych o 75 p.b. i 50 p.b. Nieoczekiwana pierwsza obniżka w nowym roku przyczyniła się do wyhamowania spadków na giełdach, a dzień przed ogłoszeniem tej decyzji S&P500 osiągnął lokalne dno (patrz wykres S&P500). Ben Bernanke uratował giełdy przed większymi spadkami indeksów.

Przed pierwszą obniżką stóp procentowych sytuacja na parkietach była wręcz fatalna. Czerwona fala wyprzedzała objęła swoim zasięgiem cały świat. Taniały akcje od Azji, po Europę i Amerykę. „Przed wszystkim trzeba przypomnieć, że styczeń był trzecim, kolejnym miesiącem spadku światowych indeksów giełdowych. Co bardziej istotne, był to spadek zdecydowanie największy. Jeśli kierować się powiedzeniem z Wall Street („jaki styczeń, taki i cały rok”) to należałoby założyć, że rok 2008 będzie bardzo niekorzystny dla posiadaczy akcji. Uspakajam jednak: od kilku lat praktycznie żadna prawidłowość tego typu się nie sprawdza” – twierdzi Piotr Kuczyński, główny analityk Xelion. Doradcy Finansowi. Niemniej jednak sytuacja techniczna S&P500 nie jest obiecująca i nie należy oczekiwać dużego odbicia w najbliższych okresach. Wielu inwestorów jest mocno wystraszonych zaistniałą sytuacją i w momencie dużych zawirowań na rynku warto pozostać z boku, czekając na rozwój sytuacji. Indeks szerokiego rynku S&P500 tylko w samym styczniu spadł o blisko 6,5% (10% w okresie od 2 do 22 stycznia). Aktualnie ceny znajdują się w fazie konsolidacji. „Zatrzymanie spadków w styczniu nie kończy sekwencji spadkowej. Jeszcze w I półroczu należy oczekiwać

ISM usługi za ostatnie 12 miesięcy

Miesiąc	Poziom wskaźnika	Miesiąc	Poziom wskaźnika
Styczeń 2008	41.9	Lipiec 2007	55.9
Grudzień 2007	54.4	Czerwiec 2007	59.7
Listopad 2007	54.6	Maj 2007	58.4
Październik 2007	55.5	Kwiecień 2007	56.0
Wrzesień 2007	55.7	Marzec 2007	53.0
Sierpień 2007	56.3	Luty 2007	54.9

Średnia z 12 miesięcy — 54.7

Najwyższy poziom — 59.7

Najniższy poziom — 41.9

ŹRÓDŁO: WWW.ISM.WS

przynajmniej powrotu Wall Street do styczniowych minimów. To, czy zostaną one przełamane, czy też będą stanowić bazę do trwalszej poprawy koniunktury, będzie zależało od tego, jak głęboka będzie recesja w USA oraz czy przez rynek nie przetoczy się kolejna fala kryzysu kredytowego” – twierdzi Marcin R. Kiepas, analityk z XTB Brokers. Biorąc pod uwagę niebezpieczny poziom inflacji i znaczną ilość pogarszających się wskaźników makroekonomicznych, na dużą poprawę notowań przyjdzie inwestorom jeszcze poczekać. Stymulowanie aktywności gospodarczej poprzez obniżkę stóp procentowych działa z kilkumiesięcznym opóźnieniem, zatem efekty styczniowych obniżek mogą być zauważalne najwcześniej na wiosnę.

Wybory w USA w obliczu recesji gospodarczej

Podczas styczniowych spadków prezydent USA – George W. Bush – przedstawił plan ratowania gospodarki. Sam plan przewiduje pomoc finansową dla społeczeństwa w wysokości 152 mld USD w 2008 r. oraz 16 mld USD w roku kolejnym. Prezydencki projekt oparty jest na systemie zniżek podatkowych,

przy pomocy których statystyczny Amerykanin uzyska 600 USD oraz dodatkowo 300 USD zniżki na dziecko w 2008 r. Plan zakłada również ulgi dla gospodarstw o najniższych dochodach oraz dla przedsiębiorstw. Podobnie jak w przypadku stóp procentowych, korzyści wynikające z ulg podatkowych będą odczuwalne dopiero na wiosnę. Pobudzenie aktywności gospodarczej ma być jednym z kluczowych czynników, który ma wpłynąć na wyjście ze stanu recesji. Plan zacznie obowiązywać w roku wyborczym. W bieżącym roku, tj. 4 listopada, Amerykanie wybiorą nowego prezydenta. W chwili obecnej do walki stanęło 5 kandydatów (z partii demokratycznej: Clinton i Obama oraz z partii republikańskiej: Mc Cain, Romney oraz Huckabee). Wielu z nich przedstawiło plany gospodarcze na najbliższe lata. Kto zatem wygra wybory? Zdaniem Marcina R. Kiepasa z XTB Brokers „niezależnie od tego, kto zamieszka w Białym Domu, będzie musiał włożyć dużo wysiłku, żeby pomóc amerykańskiej gospodarce”. Ciekawe plany dla gospodarki i inwestorów przedstawił kandydat na fotel prezydencki z ramienia Partii Republikanów Rudy Giuliani – były burmistrz Nowego Jor-



WYKRES INDEKSU S&P500 W OKRESIE OD LIPIEC 2007 DO MARZEC 2008
WYKRESY DOSTARCZONE PRZEZ WD SOFTWARE

ku. Ów kandydat na prezydenta dobrze zna trudny piastowania wysokich stanowisk państwowych – Giuliani sprawnie zarządzał miastem podczas ataków na World Trade Centre z 11 września oraz wprowadził kilka trafnych reform. Jego postulaty obniżenia podatku od zysków kapitałowych z 15% do 10% cieszą się dużym uznaniem. Ponadto Giuliani chce zmniejszyć podatki dla firm o 10%, utrzymując jednocześnie wprowadzony w styczniu 2008 plan ratunkowy George'a W. Busha.

Sezon wyników za 4 kwartał nie napawa optymizmem

Spora część spółek, zwłaszcza z branży finansowej ponosi straty związane z rynkiem kredytów hipotecznych i związanych z nim obligacji CDO (Collateralized Debt Obligations). Zaliczają się do nich między innymi: Citibank, Merrill Lynch, Bank of America, Morgan Stanley, Bear Stearns oraz jego dwa fundusze hedge, a także inne instytucje finansowe. Ponadto pod koniec lutego światło dzienne ujrzała informacja o wyniku za 4 kwartał jednego z największych pożyczkodawców – Fannie Mae. Strata w tym okresie wyniosła ponad 3,6 mld USD. Taki wynik dopełnia wcześniejsze informacje o wielkości kryzysu sub prime.

Warto dodać, iż wielu analityków jest przekonanych, że za załamanie na rynku odpowiada nie tylko CDO – dług zabezpieczony innym długiem, np. kredytem hipotecznym, ale również pozostałe instrumenty oparte na długu: kontrakty ubezpieczeniowe CDS, CLO – dług zabezpieczony kredytami bankowymi, CBO – dług zabezpieczony obligacjami, CMO – dług zabezpieczony pożyczkami hipotecznymi.

Oprócz tej ciemnej strony – ogromnych strat i spadających kursów akcji, doskonałym przykładem na dobre i solidne wzrosty jest firma Apple. Spółka za I kwartał nowego roku obrotowego, kończącego się w grudniu 2007 r., osiągnęła zysk netto na poziomie 1,58 mld USD (1 mld USD w analogicznym okresie roku poprzedniego). Przychody wzrosły o 35% do 9,5 mld USD (7,1 mld USD w analogicznym okresie w roku poprzednim).

Ciekawa bitwa rozgrywa się pomiędzy Yahoo, który zaczął bronić się przed wykupem przez Microsoft. Producent oprogramowania początkowo zaoferował wykupienie akcji po cenie 31 USD za walor (wobec ceny rynkowej oscylującej w okolicach 20 USD). Ceny walorów Yahoo podskoczyły o ponad 45% przy osłabieniu walorów Microsoftu. Dzięki przejściu Yahoo przez Microsoft po-

zycja Google na rynku reklamy internetowej może zostać zagrożona. Ostatecznie władze Yahoo odrzuciły ofertę Microsoftu.

Z makro coraz gorzej

Z jednej strony gorsze wyniki spółek to ciągły efekt zawirowań na rynku kredytów hipotecznych, a z drugiej wpływa na to pogarszający się z miesiąca na miesiąc stan gospodarki w USA. Wejście na drogę recesji potwierdza nie tylko kondycja amerykańskiej giełdy, ale również część wskaźników makroekonomicznych. Przykładowo, opublikowany wskaźnik Instytutu Zarządzania Podażą – ISM usługi spadł w styczniu o 12,5 pkt do poziomów nienotowanych od dawna, osiągając 41,9 pkt (54,4 pkt w grudniu 2007 r.) – jest to najniższy poziom w ostatnich 12 miesiącach. Jest mało prawdopodobne, by wskaźnik ISM usługi powrócił prędko na poziom przewyższający znacznie 50 pkt – poziom będący granicą pomiędzy recesją, a rozwojem gospodarczym. ISM przemysł minimalnie się poprawił zyskując 6,6 pkt – stan na styczeń 2008 to 55,2 pkt. Dodając do powyż-

szych informacji gorsze dane o PKB USA za 4 kwartał (wzrost na poziomie 0,6% wobec prognozy 0,8%), wzrastające poziomy inflacji oraz bezrobocia, a także szalejące ceny ropy, nie można się dziwić, że sytuacja ta nie napawa optymizmem inwestorów za Atlantykiem. Stan gospodarki USA wpływa na wartość indeksów, a że jest fatalnie, to każdy widzi. ♦

Czy Ben Bernanke pomoże giełdowym graczom i gospodarce, ponownie obniżając stopy procentowe na najbliższym posiedzeniu FOMC? Odpowiedź na to pytanie poznamy 18 marca 2008r.



Marcin R. Kiepas dla Trendu o stopach procentowych

Rynek oczekuje dalszych obniżek stóp procentowych przez Fed. Natomiast Fed swoimi działaniami daje do zrozumienia, że tak faktycznie będzie. Zważywszy, że obecnie sytuacja na rynkach jest zupełnie inna, niż po pęknięciu bańki internetowej, kiedy Fed ratował gospodarkę obniżając stopy do poziomu 1 proc. (głównie dlatego, że proces globalizacji wymusza wzrost inflacji, a nie jej spadek), to łagodna polityka monetarna musi doprowadzić do katastrofy, czyli do niekontrolowanego wzrostu cen w USA. Krótkoterminowo więc obniżki pomogą rynkom finansowym, ale długoterminowo zaszkodzą.



Piotr Kuczyński dla Trendu o stopach procentowych

Fed w styczniu dwa razy obniżał stopy, usiłując pomóc rynkowi kredytowemu i całej gospodarce. Raz ciął je nieoczekiwanie przed właściwym posiedzeniem o 75 p.b. i drugi raz w czasie kończącego styczeń posiedzenia o 50 p.b. Stopy są na poziomie o ponad jeden punkt procentowy niższym od inflacji, a Ben Bernanke, szef Fed nadal wspomina o ich redukcji. To sygnalizuje, że sytuacja jest niezwykle poważna. Nie jest jednak wcale pewne, czy obniżki stóp pomogą w wygaszeniu kryzysu. Pewny tego nie jest nawet szef Fed. Na razie jednak gracze oczekują dalszych obniżek, nawet do poziomu poniżej 2 procent. Zobaczmy, czy inflacja pozwoli na takie działanie.

Spółki groszowe do poprawczaka!

AUTOR: PIOTR NIEWIADOMSKI
PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL

Każdego roku występują na giełdzie pewne charakterystyczne tendencje. Hitem 2006 roku były nowe emisje z prawem poboru. W 2007 nastała moda na drastyczne obniżanie ceny akcji. W tym przypadku nie skończyło się jednak na modzie – zjawisko to wywołało na rynku sporo kontrowersji.

Dyskusja na temat spółek zaniżających wartość swoich akcji trwa od stycznia. Całe zjawisko było oceniane negatywnie przez wielu uczestników rynku już wcześniej, ale dopiero przeprowadzenie splitu przez FON stało się sygnałem do otwartej krytyki takiego postępowania. Najciekawsze rzeczy działy się podczas sesji 17 stycznia. Dzień wcześniej akcje FON zostały wycenione na zamknięciu na 0,04 zł, więc baza, w stosunku do której liczono dzienną zmianę kursu, była drastycznie niska. Efekt był łatwy do przewidzenia. W trakcie sesji akcje FON zyskiwały na wartości nawet 50%! Ostatecznie spółka zakończyła dzień 25-procentowym wzrostem, ale kontynuowała ten pozytywny trend następnego dnia. Tym razem skończyło się jednak na „tylko” dwudziestoprocentowejwyżce. Mniej doświadczeni inwestorzy, którzy pierwszy raz zwrócili uwagę na FON właśnie w tym czasie, pewnie wierzyli, że są świadkami kolejnej eksplozji na rynku. Oto niesamowicie innowacyjna, przyszłościowa spółka zyskała wreszcie uznanie w oczach rynku. Dwucyfrowy wzrost przez dwa kolejne dni nie może przecież być przypadkiem!

Prawdopodobnie między innymi o takie właśnie osoby chciała zatroszczyć się Komisja Nadzoru Finansowego wydając 8 lutego komunikat „w sprawie zapytania do GPW dot. spółek groszowych”.

Spółki groszowe niemile widziane

Jak wyglądał zatem dalszy bieg wydarzeń? KNF zwróciła się z zapytaniem do GPW i uruchomiła tym samym całą maszynę urzędniczą, o czym informowała we wspomnianym komunikacie. Sprawa przestała być tylko tematem medialnych dyskusji – nadano jej urzędowy bieg. Komisja zapytała GPW o „planowane działania regulacyjne”. Nie chodziło więc o to, CZY GPW podejmie jakieś kroki, tylko JAKIE konkretnie rozwiązania proponuje. Komisja przyjęła, że pozosta-

wienie spraw w bieżącym stanie w ogóle nie wchodzi w rachubę. Swoje stanowisko argumentowała wątpliwościami dotyczącymi sensu istnienia ograniczeń wahań kursów i trudnościami związanymi z „wyceną spółki przez rynek na poziomie zbliżonym do wartości godziwej”.

Na odpowiedź GPW nie trzeba było długo czekać. 11 lutego wydane zostało oświadczenie, w którym przedstawiono stanowisko Zarządu GPW i plany związane ze zmianami zasad dot. spółek groszowych. Stwierdzono w nim jasno, że funkcjonowanie w obrocie akcji o niskiej wartości jednostkowej jest uznawane przez władze GPW za niekorzystne. Powtórzone zostały ponadto argumenty Komisji dotyczące trudności związanych z wyceną rynkową i interpretacją wskaźników giełdowych.

Dalsza część oświadczenia wskazuje jednak, że plany związane ze zmianą sytuacji nie są zbyt zaawansowane, gdyż nie zawiera prawie żadnych konkretów. Jedyna istotna wiadomość jest taka, że prowadzone są prace nad stworzeniem nowego segmentu spółek. Spróbujmy jednak przyjrzeć się dokładniej możliwym zmianom i zastanowić się które z nich zasługują na słowa uznania, a z których lepiej zrezygnować.

Poprawczak czy cela śmierci?

Z lektury oświadczenia dowiadujemy się, że toczą się prace nad utworzeniem nowego segmentu giełdowego, który może być przeznaczony nie tylko dla spółek groszowych. Mogą tam trafić również spółki o niskiej kapitalizacji, emitenci, których akcje charakteryzują się niską płynnością obrotu oraz podmioty, wobec których otwarto postępowanie likwidacyjne lub upadłościowe.

Nie można w tym miejscu nie wspomnieć o konkursie „Pulsu Biznesu” na wymyślenie nazwy dla nowego segmentu spółek. Internauci jak zwykle wykazali się niesamowitą pomysłowością i dowcipem dostarczając wielu ciekawych propozycji. Ostatecznie wybrano „poprawczak” jako najlepszą nazwę, ale inne kandydatury były równie trafne, a niektóre nawet jeszcze bardziej zabawne. Pełny wykaz proponowanych nazw można znaleźć na stronach internetowych „PB”.

Zostawiając jednak żarty na boku, trzeba stwierdzić, że pomysł wrzucenia do jednego worka spółek groszowych i podmiotów postawionych w stan likwidacji nie jest najlepszym rozwiązaniem. Stawianie znaku równości pomiędzy tymi dwoma kategoriami podmiotów byłoby krzywdzące dla spółek groszowych. Co więcej, nowy segment nie mógłby wówczas funkcjonować nawet jako „poprawczak”.

Według mnie, właściwsze byłoby określenie „cela śmierci”. Trudno mi bowiem uwierzyć, że spółka, która straciła uznanie w oczach inwestorów, co spowodowało, że cena jej akcji spadła poniżej 1 zł, będzie mogła stanąć na nogi po tym, jak znajdzie się w towarzystwie bankrutów. Takie działanie GPW będzie raczej wbijaniem gwoźdźcia do trumny takiej spółki niż wyciąganiem do niej pomocnej dłoni.

„Liczcie się z sankcjami!”

W dalszej części oświadczenia możemy przeczytać, że spółki groszowe muszą się liczyć z możliwością przeniesienia notowań ich akcji do notowań w systemie kursu jednolitego. Co więcej, emitenci, którzy sami doprowadzili do obniżenia cen akcji poniżej 1 zł „muszą liczyć się z zawieszeniem obrotu przez GPW lub podjęciem innych działań”.

Jak widać, władze GPW nie zdecydowały jeszcze, czy będą karać za obniżenie ceny akcji poniżej 1 zł, czy też nie. Żadna sankcja nie jest sformułowana kategorycznie, bo przecież to, że ktoś musi się z czymś liczyć, nie oznacza, że na pewno go to spotka.

Jeszcze „ciekawszy” jest kolejny paragraf oświadczenia, w którym możemy przeczytać, że emitenci chcący wprowadzić do obrotu akcje o niskiej wartości „muszą liczyć się z ryzykiem odmowy zgody GPW na dopuszczenie lub wprowadzenie danych akcji do obrotu na rynku regulowanym”. Oczywiście jest, że takie ryzyko emitent powinien zawsze brać pod uwagę. Jest to kolejny punkt oświadczenia, który absolutnie nic nie wnosi do sprawy.

Na uwagę zasługuje jeszcze tylko ustalenie terminu, w którym zostaną podjęte decyzje w sprawie zmiany systemu notowań lub ich całkowitego zawieszenia. Zdecydowano, że każda sprawa będzie rozpatrywana indywidualnie nie później niż do 31 maja 2008 roku. Czyli kiedy dokładnie? Może dziś, może jutro, a może 30 maja. Tego też nikt na razie nie wie.

Informowanie z wyprzedzeniem czy przerwanie problemu?

Jeden wniosek nasuwa się aż nazbyt wyraźnie z oświadczenia Zarządu GPW sformułowanego w ten sposób. Władze GPW dostrzegają problemy związane z funkcjonowaniem spółek groszowych i chcą ukrócić proceder zaniżania wartości akcji. Niestety, nie mają na razie pomysłu jak to zrobić. Wobec tego postanowiono, że najlepiej będzie wydać oświadczenie, które przestraszy władze spółek groszowych i spowoduje, że same zdecydują się coś poradzić w tej kwestii.

Z jednej strony można twierdzić, że na pochwałę zasługuje chęć poinformowania o planowanych zmianach odpowiednio wcześniej, aby spółki i inwestorzy mogli się przygotować na wprowadzenie nowych rozwiązań. Niestety nie przedstawiono dokładnie projektów zmian, a zaproponowany termin też nie przesądza kiedy dokładnie owe zmiany nastąpią.

Wobec tego, można też dostrzegać w działaniach GPW próbę przerzucenia problemu na kogoś innego. Ta druga interpretacja wydaje się niestety bardziej prawdopodobna. Nie jest łatwo wprowadzić w krótkim czasie kompletną, dobrze przygotowaną reformę. Nie ma też czasu na długie rozważania, gdyż jest presja ze strony mediów i KNF na wprowadzenie zmian. Najłatwiej jest wobec tego postraszyć spółki i wyznaczyć im termin na zmianę stanu rzeczy. A co się stanie, jeśli emitenci się do poleceń nie zastosują? Tego władze GPW jeszcze nie ustaliły – może notowania spółki zostaną zawieszone, może zostanie przeniesiona do nowego segmentu albo do innego systemu notowań, a może nic się nie stanie, bo reguły zostaną ustalone kiedy indziej. Na razie to jest nieważne. Ważne jest tylko to, że spółki powinny się bać.

(Nie)bezpieczeństwo obrotu

Wydawanie podobnych oświadczeń nie sprzyja ani bezpieczeństwu obrotu, o które GPW chce się zatroszczyć eliminując spółki groszowe. Podstawowym czynnikiem sprzyjającym bezpieczeństwu obrotu jest pewność prawa, a w tym konkretnym przypadku pewność reguł, które obowiązują uczestników rynku. Trudno uznać, że działania GPW takiej pewności sprzyjają, skoro wydawany jest komunikat, z którego wynika jedynie tyle, że będą zmiany, natomiast nie wiadomo kiedy zostaną wprowadzone, ani jak dokładnie będą wyglądały.

Wygląda na to, że nie zastanowiono się również nad tym, jakie mogą być efekty proponowanych rozwiązań dla akcjonariuszy spółek groszowych. Wrzucenie spółek groszowych do jednego worka z bankrutami nie spowoduje, że interesy akcjonariuszy będą lepiej chronione. Wręcz przeciwnie – mocno się to odbije na wartości posiadanych przez nich akcji, a prawdopodobnie również na płynności obrotu tymi walorami. W efekcie inwestorzy będą mieli trudności z zamknięciem pozycji bez strat. Jeszcze gorsze dla gieł-

dowych graczy mogą być skutki zawieszenia obrotu akcjami. Sytuację pogarsza dodatkowo fakt, że żadnego rozwiązania nie można być pewnym.

Zresocjalizowany przed ukaraniem

Nagonka na spółki groszowe przynosi po woli pierwsze efekty. Przedstawiciele spółki PCGUARD odbyli już spotkanie z władzami GPW w celu uzgodnienia warunków, jakie PCG musi spełnić, żeby uniknąć karnego przeniesienia do „poprawczaka”.

Nie zmienia to jednak faktu, że Zarząd GPW powinien opracować dokładny plan działania przed wydaniem oświadczenia w sprawie spółek groszowych. Plan taki powinien zawierać konkretne rozwiązania i przede wszystkim dokładny termin ich wprowadzenia. Nie powinno być też miejsca na zbyt dużą uznaniowość, która może spowodować, że nawet dobre rozwiązania będą źle wdrażane i w efekcie odbije się to na giełdowych graczach, którym proponowane zmiany miały ułatwić inwestowanie. ♦

Im tańsze, tym cenniejsze

AUTOR: PIOTR NIEWIADOMSKI
PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL

KNF i GPW negatywnie oceniają działania spółek zmierzające do zaniżenia wartości jednostkowej wartości ich akcji. Czy skala zjawiska jest tak wielka, że interwencja była konieczna?

Po zamknięciu sesji w dniu 18 stycznia 2008 roku, na warszawskim parkiecie było notowanych 15 spółek, których akcje kosztowały mniej niż 1 zł (dokładne dane w Tabeli 2.). Właśnie po tej sesji rozgorzała gorąca dyskusja na temat spółek groszowych i procedury obniżania wartości akcji. Tymczasem dokładnie rok wcześniej obracano akcjami zaledwie pięciu „groszówek” (Tabela 1.).

Trzeba przyznać, że wzrost liczebności spółek tego typu był w ostatnim roku dość dynamiczny. Jednakże, nie we wszystkich wypadkach cena akcji spadała do groszowej wartości wskutek przeprowadzenia splitu lub nowej emisji z prawem poboru. Po przeprowadzeniu tej korekty, zostają nam 4 spółki, które stały się groszowymi na własne życzenie.

Czytelnikom pozostawiam ocenę, czy obniżenie wartości swoich akcji do poziomu poniżej 1 zł w ciągu ostatniego roku przez 4 spółki zasługuje na interwencję KNF i GPW... ♦

TAB. 1 SPÓŁKI GROSZOWE PO SESJI 18 STYCZNIA 2007

Spółka	Cena zamknięcia
IBSYSTEM	0,78
MASTERS	0,27
PRÓCHNIK	0,84
SANWIL	0,87
SWARZĘDZ	0,79

ŹRÓDŁO: OPRACOWANIE WŁASNE

TAB. 2 SPÓŁKI GROSZOWE PO SESJI 18 STYCZNIA 2008

Spółka	Cena zamknięcia	Czy powodem spadku ceny akcji poniżej 1 zł był split lub nowa emisja w ciągu ostatniego roku?
ADVADIS	0,66	Nie
BIOTON	0,94	Nie
FON	0,06	Tak – split
IBSYSTEM	0,71	Nie
LUBAWA	0,92	Nie
MASTERS	0,20	Nie
MEWA	0,12	Tak – nowa emisja
ORZEŁ	0,20	Tak – split
PCGUARD	0,08	Tak – nowa emisja
PEPEES	0,82	Nie
POLCOLOR	0,83	Nie
PRÓCHNIK	0,81	Nie
SANWIL	0,28	Nie
SWARZĘDZ	0,49	Nie
TOORA	0,86	Nie

ŹRÓDŁO: OPRACOWANIE WŁASNE

Wrocławski Dom Maklerski - objawienie 2007 roku?

AUTOR: BARTOSZ POPKO
BARTOSZ.POPKO@GAZETATREND.PL

Wrocławski Dom Maklerski SA zadebiutował na rynku New Connect 30 sierpnia 2007 roku. Cena emisyjna akcji wyniosła 2 zł, a kilka minut po otwarciu kurs wzrósł o ponad 150%, osiągając poziom 5,07 zł za walor. Co ciekawsze, WDM SA pełnił też funkcję oferującego w przypadku dwóch innych debiutujących spółek pierwszego dnia notowań na NewConnect.

Wrocławski Dom Maklerski wielokrotnie bywał okrzyknięty objawieniem roku 2007. Twórcy nowego butiku inwestycyjnego, Wojciech Gudaszewski i Adrian Dzielnicki, jak dotąd wprowadzili już dziesięć spółek na nowy rynek i to nie koniec aktywności wrocławian. Przygotowują następne firmy, tym razem do debiutu na głównym parkiecie GPW. Największe oferty wśród nich to: producent płyt pilśniowych i wiórowych Koniecpol o wartości 250 mln zł, Krosglass – 70 mln zł oraz firma deweloperska AS-BAU, która na giełdzie chce pozyskać 60 mln zł.

Wrocławianie świadczą ponadto kompleksowy zakres usług Autoryzowanego Doradcy rynku NewConnect poprzez zależną w 100% spółkę - CEE Capital. Dzięki temu WDM ma możliwość zarządzania wszystkimi etapami związanymi z debiutem firm na NewConnect. Warto zaznaczyć, że podczas gali kończącej pierwszy dzień Central & Eastern Europe Market Forum 2008, CEE Capital otrzymał dwie nagrody z rąk prezesa GPW - za największą liczbę spółek wprowadzonych na rynek NewConnect w 2007 roku oraz za największą wartość ofert przeprowadzonych debiutów.

Kolejnym podmiotem założonym przez Wrocławski Dom Maklerski jest WDM Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych. „Pierwsze produkty w ramach TFI powinny trafić na rynek w pierwszej połowie 2008 roku. W pierwszej kolejności planujemy utworzyć fundusz zamknięty, nastawiony na generowanie absolutnych stóp zwrotu” - wyjaśnia Gudaszewski. Według planów, WDM TFI będzie inwestował w spółki niepubliczne, akcje na całym świecie oraz surowce. Zarządzający skupiać się będą głównie na tworzeniu innowacyjnych funduszy zamkniętych przeznaczonych dla szerokiego grona inwestorów oraz na przygotowywaniu funduszy

dedykowanych konkretnemu inwestorowi indywidualnemu lub instytucjonalnemu.

Privilege Capital Management jest również dziełem Wrocławskiego Domu Maklerskiego, będzie działał jako fundusz typu Private Equity, nabywając głównie spółki niepubliczne na różnych etapach rozwoju. Tego rodzaju inwestycje charakteryzować się będą podwyższonym ryzykiem, ale w zamian oczekuje się ponadprzeciętne stopy zwrotu. Wyjście z inwestycji będzie realizowane w większości przypadkach poprzez giełdę, a partnerem będzie CEE Capital jako Autoryzowany Doradca NewConnect. Założyciele WDM zamierzają wprowadzić Privilege Capital Management na nowy rynek w połowie 2008 roku.

Czwartą spółką należącą do grupy Wrocławskiego Domu Maklerskiego jest Centrum Funduszy Inwestycyjnych freeFUND. Za jej pośrednictwem WDM chce prowadzić internetową platformę dystrybucji jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Będzie ona drugą obok Supermarketu Funduszy Inwestycyjnych mBanku tego typu platformą w Polsce. Głównym źródłem dochodu dla freeFUND będą opłaty za zarządzanie funduszami, jakimi towarzystwa dzielą się z dystrybutorami funduszy inwestycyjnych. Start tego innowacyjnego projektu przewidziany jest na pierwszy kwartał 2008 roku, następnie planuje się debiut spółki na rynku NewConnect.

Dywersyfikacja obszaru działalności Wrocławskiego Domu Maklerskiego pozwala na zwiększenie potencjału rozwoju spółki i możliwości maksymalizacji zysków. Jak dotąd wrocławianie są najaktywniejsi na NewCon-

nect i starają się uczestniczyć w jego rozwoju tak, aby nowy rynek stawał się coraz bardziej popularny wśród inwestorów. W tym celu WDM rozwija zaplecze analityczne, aby wypełnić lukę spowodowaną uproszczonymi obowiązkami informacyjnymi i cyklicznie dostarczać jak najwięcej informacji o wprowadzanych przez siebie spółkach. Dzięki temu inwestorzy powinni być w stanie oszacować wartość fundamentalną danej firmy oraz jej atrakcyjność.

WDM w styczniu przedstawił szacunkowe wyniki finansowe za rok 2007. Osiągnął przychody na poziomie 12,7 mln zł i jest to wzrost o 130% w stosunku do prognoz na ubiegły rok, publikowanych przed prywatną emisją. Zysk netto wyniósł 6,5 mln zł. Prezes Zarządu Wrocławskiego Domu Maklerskiego komentuje, że jest to przede wszystkim rezultat dużej aktywności spółki w zakresie prowadzenia emisji prywatnych na rynku NewConnect. Zapewnia również, że rok 2008 powinien być dla akcjonariuszy jeszcze lepszy, z uwagi na zaplanowane emisje prywatne i publiczne o łącznej wartości kilkuset milionów złotych oraz przychody z działalności uruchamianego właśnie TFI.

Trzeba przyznać, że Wrocławski Dom Maklerski jest jak dotąd liderem na rynku NewConnect, a potencjał jego rozwoju zauważył również jeden z największych europejskich funduszy hedgingowych - Absolute East West Master Fund, który posiada ponad 7% jego akcji. Dolnośląski broker z pewnością jest jedną z najciekawszych spółek notowanych na nowym rynku i godną uwagi alternatywą dla akcji z głównego parkietu. ♦



OD LEWEJ: ADRIAN DZIELNICKI WICEPREZES WDM S.A., WOJCIECH GUDASZEWSKI PREZES WDM S.A.

Czy sezon spadkowy już za nami?

AUTORZY:

PIOTR DANIELSKI (DANELSKI@GMAIL.COM)

PAWEŁ KRÓL (PAWELEKROLL@WP.PL)

MICHAŁ PAŃKOWSKI (KEMIS@LABOPAK.PL)

Pod koniec 2007 roku wydawało się, że najgorsze chwile mamy już za sobą. Indeksy w USA wybroniły się szybko ze spadków w sierpniu i ustanowiły nowe maksima w dwa miesiące później. W listopadzie indeksy ponownie zanotowały kilkuprocentowe spadki, ale zatrzymały się na poziomie minimów z sierpnia. Na rynki powrócił optymizm. Częściowo sprzyjała temu świąteczna atmosfera. Prawdziwy dramat rozpoczął się po świętach. Indeksy zaczęły gwałtownie spadać. W okresie od 27 grudnia do 23 stycznia S&P 500 spadł o 220 punktów dochodząc w trakcie sesji do poziomu 1270 pkt. – najniższego poziomu od sierpnia 2006. W tym samym czasie na warszawskiej giełdzie zanotowaliśmy przecenę o ponad 30% od sierpniowych poziomów. Skala spadków nadal pozostaje w zakresie definicji słowa „korekta”, natomiast w najbliższych miesiącach rynek powinien zdecydować się czy przejdziemy w bessę, czy stabilny, wieloletni trend wzrostowy zostanie utrzymany. Biorąc pod uwagę tylko czynniki fundamentalne na GPW, raczej przychylilibyśmy się do drugiej wersji, jednakże patrząc na rynki światowe odpowiedź nie jest już taka prosta.

Stany Zjednoczone Podjęte w ciągu ostatnich miesięcy próby ratowania amerykańskiej gospodarki, na które składały się obniżki stóp procentowych w styczniu o 125 pkt bazowych oraz rządowy plan ulg podatkowych spowodowały krótką poprawę nastrojów na giełdach. Indeksy wprawdzie oddaliły się od swoich minimów, w przypadku S&P 500 jest to wzrost o 80 pkt., jednakże rynek nadal znajduje się poniżej linii trendu spadkowego, który od grudnia 2007 wyraźnie przyspieszył. Obecnie znajduje ona się na wysokości 1360 pkt. Prognoza na najbliższe tygodnie nie przedstawia się korzystnie dla posiadaczy akcji amerykańskich spółek. Negatywne sygnały dają wskaźniki ADX i RSI. ADX wskazuje na trend spadkowy, pozytywnym może być jednak spadek siły trendu. Podobne wskazania daje RSI, przebywający od kilku tygodni poniżej poziomu 50 pkt. – obecnie 45,17 pkt. W najbliższym okresie rynek powinien kontynuować spadki, którym mogą towarzyszyć próby przełamania pierwszej linii oporu.



WYKRESY DOSTARCZONE PRZEWZ W.D. SOFTWARE

Kluczowe dla zakończenia spadków będzie przełamanie oporu na poziomie 1440 pkt.

Warszawa Indeksy mocno wyczulone na wieści z parkietów zza oceanu, od początku roku z impetem uderzyły w dół łamiąc wszelkie poziomy wsparcia. Noworoczny marsz niedźwiedzi na południe zakończył się twardym lądowaniem na poziomie ok. 2670 pkt. Duży biały korpus świecy z II połowy stycznia oraz cienie świec z początku lutego na poziomie 2830 pkt. pozwoliły ostrożnie nakreślić linię krótkookresowego trendu, który jednak niekoniecznie zwiastuje powrót koloru zielonego na parkiet. Pułap ok. 2800 stanowi poziom bezpieczeństwa, przy którym strona popytowa rynku ma przewagę. Przecięcie średnich kroczących z 15 i 30 dni świadczyć mogłoby o zapowiedzi przyspieszenia dynamiki wzrostów, lecz zbiegło się z niekorzystnymi sygnałami: wykresem RSI wykazującym dywergencję, małym korpusem świecy (brak sił do kontynuacji trendu), jak i silnym znakiem ze strony oscylatora stochastycznego dającym impuls do sprzedaży. Nic nie wskazuje także by w najbliższym czasie doszło do kolejnych oddolnych przecięć średnich. Istotnym poziomem oporu, którego usilnie bronić będzie podaż, jest poziom 3100 pkt., którego przerwanie w połowie stycznia doprowadziło do znacznego pogłębienia spadków. Popyt wydaje się opadać z siłą zbliżając się do tej granicy. Sądzę, że byki warszawskiego parkietu nie są jeszcze gotowe do ostrej wspinaczki, a możliwym scenariuszem może okazać się okres zbierania potrzebnych sił jawiący się jako ruch boczny, konsolidujący rynek wokół wyżej wspomnianego poziomu. Przyszłym, jeszcze cięższym do pokonania oporem będzie 3320 pkt., których przekroczenie mogłoby na dłuższy czas utrzymać WIG20 na poziomie co najmniej z końca 2007 roku. Podobnie kształtuje się sytuacja dla naszego najszersze-

go indeksu, gdzie dostrzegamy analogiczne 3 poziomy jak w przypadku WIG20 tj.: 46200 – wsparcie, 54000 – opór, a także odpowiednik blue-chipowych, 3100 czyli 49500 punktów. Wagę tego oporu podkreśla fakt, że pokrywa się on niemal idealnie z 50% zniesieniem Fibonacciego tegorocznej przeceny. Co ważne, także poziom 46200 może okazać się dość mocnym punktem obrony przed aktywnością niedźwiedzi, zważywszy na fakt, że również stanowi istotny poziom zniesienia spadków. Dodatkowym problemem dla byków, które nadal są zbyt słabe na przejście do ofensywy jest silny sygnał sprzedaży generowany przez STS.

Podsumowanie Inwestorzy przeżyli w ostatnim czasie ciężkie chwile, które po raz kolejny na długie lata odstraszyły drobnych inwestorów od dokonywania zakupów na giełdzie. Skala umorzeń w funduszach inwestycyjnych jest bardzo duża, a co najważniejsze, ukształtowała pewne odwrócenie trendu, które nie zostanie szybko zatrzymane. Jesteśmy przekonani, że rynek aktualnie znajduje się w najważniejszej konsolidacji od wielu lat. W najbliższych miesiącach dowiemy się, czy wejdziemy w strefę bessy, czy napotkaliśmy tylko poważną korektę na długiej i stabilnej drodze ku nowym szczytom. Czy w takim razie sezon spadków mamy już za sobą? Niestety mamy na to nikłe szanse. Pozorne uspokojenie na rynku może trwać miesiącami lub, w gorszym wypadku, być tylko zbieraniem sił przed dalszą serią spadków. Aktualnie nie ma przesłanek pozwalających na mówienie o zakończeniu spadków. Nawiązując do sezonowości z całą pewnością mamy za sobą gwałtowną jesień, jednakże do wiosny jeszcze bardzo daleka droga. Najważniejszym pytaniem jest zatem jak bardzo zima da nam się we znaki. ♦

Alternatywne sposoby na inwestowanie - produkty strukturyzowane

AUTOR: MICHAŁ KURPIEL
MICHAL.KURPIEL@XELION.PL

W momentach niepewności i nerwowej atmosfery na giełdowych parkietach inwestorzy zadają sobie zasadnicze pytanie: Czy można zarabiać w okresach takiej koniunktury? Instytucje finansowe natomiast wzmagają swoje starania, aby stworzyć różnego rodzaju produkty alternatywne, dostępne dla indywidualnych klientów. Jednym z najnowocześniejszych sposobów zarabiania pieniędzy na świecie, obecnie cieszącym się rosnącą popularnością, są produkty strukturyzowane.

Cena tego rodzaju instrumentów uzależniona jest od wartości wskaźnika, na którym produkt jest oparty, może być to np.: indeks giełdowy, kurs akcji czy kurs walut. Dowolność w tym zakresie jest właściwie nieograniczona, ważne by instrument był notowany na rynku kapitałowym. Najczęściej produkty strukturyzowane oparte są na opcjach, gdzie emitent produktu kupuje za 20% aktywów opcje na indeks, a za pozostałe aktywa bezpieczne instrumenty, często wysokodochodowe obligacje.

W Polsce pierwszy produkt tego rodzaju pojawił się 25 sierpnia 2006 roku, a były to obligacje strukturyzowane Deutsche Bank z Londynu. Ponieważ, tak jak wspomniałem wcześniej, wachlarz możliwości oferowany przez produkty strukturyzowane jest prawie nieograniczony, częstym rozwiązaniem wybieranym przez instytucje zarządzające majątkiem jest szycie produktu na miarę, dopasowywanie go do konkretnego klienta. Na naszym rynku klient posiadający aktywa ponad 3 mln zł może zrealizować właściwie dowolny pomysł inwestycyjny.

Aby inwestycję strukturyzowaną mógł nabyć docelowy klient, oferowana jest ona w kilku formach: lokaty strukturyzowanej lub bezpośrednio opcji, obligacji, certyfikatu lub polisy na życie. Ta ostatnia wersja wydaje się być najciekawszą. Dystrybutorzy produktów inwestycyjnych i firmy doradztwa finansowego mają w swoich ofertach właśnie produkty tak „zapakowane”.

Rozpoczynając przegląd rynku warto wspomnieć o nowościach: 13 lutego tego roku zadebiutowały na warszawskiej giełdzie certyfikaty strukturyzowane UniCredit. Oferowane certyfikaty oparte zostały na indeksach spółek z Polski, Bułgarii, Kazachstanu, Rumunii, Rosji, Ukrainy i Serbii. Dla inwestorów szukających zysków na rynkach

wschodzących taka propozycja może być bardzo atrakcyjna. Osobom, które przestraszyły się giełdowych spadków z ostatnich miesięcy, na odsiecz ruszyły rozmaite firmy inwestycyjne.

11 lutego sprzedaż polis TUZZ Europa rozpoczął Wealth Solutions. Hat Trick i Las Vegas II to nazwy mające przyciągnąć klientów. Pierwsza z propozycji oparta jest na notowaniach akcji, obligacji i surowców, druga - na kursach akcji spółek z branży tytoniowej, alkoholowej i rozrywkowej, czyli potencjalnie tych, których nie dosięga dekonunktura. Ciekawe rozwiązanie zaproponował również Deutsche Bank PBC, który proponuje oparcie polisy inwestycyjnej na cenach surowców rolnych.

Warto również przypomnieć, dlaczego właśnie struktury firmowane przez Towarzystwa Ubezpieczeń są tak pożądanym rozwiązaniem. Otóż z uwagi na konstrukcję takiego produktu, zawieramy polisę na życie i dożycie, a zatem świadczenie będzie zwolnione z podatku od zysków kapitałowych. Dodatkowo, zgodnie z artykułem 830 Kodeksu Cywilnego, suma ubezpieczenia przypadająca uposażonemu nie należy do masy spadkowej po ubezpieczonym, zatem od takiego świadczenia nie trzeba płacić podatku od spadku i darowizny.

Jednym z ciekawszych tego typu produktów na naszym rynku był moim zdaniem „Allianz Bonus WIG 20 na każdą pogodę”. Produkt modelowo ukazuje funkcjonalność oraz możliwości, jakie wynikają ze struktur. Głównym założeniem było oparcie produktu na rodzimym indeksie WIG 20. Klient zarabia na możliwych odchyleniach od początkowej wartości indeksu (rys.1).

W przypadku tej propozycji neutralna strategia pozwala na zarabianie niezależnie od koniunktury, w niektórych przypadkach może być nawet zabezpieczeniem portfela akcyjnego.

Z historycznego punktu widzenia wyjście z rynku przy wskazanych na wykresie poziomach i inwestycja w ten produkt dałyby pokazać zyski w dość krótkim terminie.

Przy wyborze tego rodzaju formy lokowania kapitału pamiętać należy jednak o kilku charakterystycznych aspektach. Po pierwsze – w okresie inwestycji horyzont produktu (zarówno przedstawionego powyżej, jak i wszystkich innych umieszczonych w polisie oraz większości „pakowanych” innymi sposobami niż ubezpiecze-

nie na życie i dożycie), jest ściśle określony, więc wiąże się z zamrożeniem aktywów na jakiś czas. Zwykle jest to termin od 1 roku do 5 lat. W zależności od czasu, jaki mamy do dyspozycji, zwiększa się lub zmniejsza potencjał naszej inwestycji oraz gwarancja kapitału. Wyjść z produktu można oczywiście praktycznie każdego dnia roboczego, jednak zysk w takiej sytuacji wynikać będzie z bieżącej wyceny opcji. Pamiętać musimy również o opłacie likwidacyjnej, która jest pewnym zabezpieczeniem ze strony TUnŻ. Opłata za przedterminowe wycofanie się z inwestycji zależy najczęściej od planowanego horyzontu produktu i zamyka się w przedziale 1%-5% kwoty wykupu (np. w przypadku produktu 5 letniego, wycofanie aktywów w 1 roku, to koszt 5% w 2 roku 3%, a od 3 rocznicy aktywa można wypłacić bez karnych opłat).

Bardzo ważnym punktem przy wyborze odpowiedniej struktury jest procent zabezpieczenia kapitału - tutaj widelki są dosyć spore, lecz najczęściej wynoszą 90-100%. Produkty o dłuższym horyzoncie czasem gwarantują ponad stuprocentową wypłatę zainwestowanej kwoty. Trzeba mieć jednak świadomość, że im wyższa gwarancja, tym najczęściej mniejszy potencjał zysku.

To, co różni ten sposób na inwestycje od chociażby standardowych funduszy inwestycyjnych, to również udział klienta w zysku, który może wahać się od 100 do nawet 500%. W produktach strukturyzowanych nie ma zwykle pojęcia opłaty za zarządzanie, co czyni je w miarę tanimi, najczęściej trzeba zapłacić opłatę manipulacyjną rzędu 1-2%, ale nie jest to regułą.

Pewnym jest, że najbliższa przyszłość będzie należeć do tego segmentu rynku, a nerwowość na rynku akcji wpływać będzie na przepływy kapitałów w stronę struktur. Produkty takie powinny jednak stanowić tylko uzupełnienie portfela inwestycji, a nie jego fundamentalną część, szczególnie dla mało doświadczonych inwestorów, których zniechęcić może skomplikowany sposób budowania oraz później wyceniania inwestycji. ♦



GRA FOREX JUNIOR TRADER

Udowodnij, że instrumenty pochodne
nie są dla Ciebie tajemnicą. Zainwestuj
wirtualnie na rynku walutowym i **wygraj!**

TERMINY

Rozpoczęcie: 3 marca

Zakończenie: 28 marca

Zgłoszenia: do 21 marca

NAGRODY

- LAPTOP, PALMFON, KSIĄŻKI...
- Płatne PRAKTYKI w **XTB**
- Dla najlepszych **MOŻLIWOŚĆ PRACY**



SZCZEGÓŁY: www.marketwizards.wne.uw.edu.pl

ORGANIZATOR



Koło Naukowe Inwestycji i Finansów
Market Wizards

PARTNER STRATEGICZNY

X-Trade Brokers
Dom Maklerski S.A.

PARTNER KONKURSU



TREND
Klub Inwestorów Indywidualnych

KLUB INWESTORA

**STOWARZYSZENIE
INWESTORÓW
INDYWIDUALNYCH**

WSiP S.A.

AUTOR: MARCIN ZIELIŃSKI
MARCIN.ZIELINSKI@GAZETATREND.PL

Końcówka stycznia oraz luty przyniosły odbicie notowań na warszawskiej GPW oraz odrobinę wytchnienia dla inwestorów posiadających w swoich portfelach akcje. Jednak ciągle trudno mówić o trwałym uspokojeniu zarówno na globalnych rynkach akcji, jak i na rodzimej giełdzie. Za oceanem nie kończą się dyskusje o skali oraz skutkach spowolnienia gospodarczego, a tymczasem głowy krajowych inwestorów zaprząta chociażby rosnąca inflacja. Już pobieżne przejrzanie wykresów pozwoli szybko przypomnieć sobie o tym, że na rynku akcji niepodzielnie rządzi trend spadkowy. Przeceny nawet o ponad 50% w zaledwie kilka miesięcy nikogo już nie dziwią. Tymczasem bohater poniższej analizy należy do wyjątków, zapewne potwierdzających regułę, czyli spółek znajdujących się w bliskiej okolicy niedawnych szczytów hossy. Wydawnictwa Szkolne i Pedagogiczne SA, bo o tej spółce mowa, 3 lutego znajdowały się zaledwie 4,7% poniżej maksimum ustanowionego w lipcu ubiegłego roku (16,40 zł). Indeks sWIG80, w skład którego wchodzi warszawska spółka od swoich szczytów stracił już ponad jedną trzecią wartości. Podobnie wypada porównanie na tle najbardziej prestiżowego indeksu WIG20 (rys. 1.). W tym momencie warto zadać sobie dwa pytania. Pierwsze, co jest przyczyną relatywnie mocnej postawy WSiP względem szerokiego rynku? Oraz drugie, znacznie ważniejsze, czy powyższa tendencja jest w stanie utrzymać



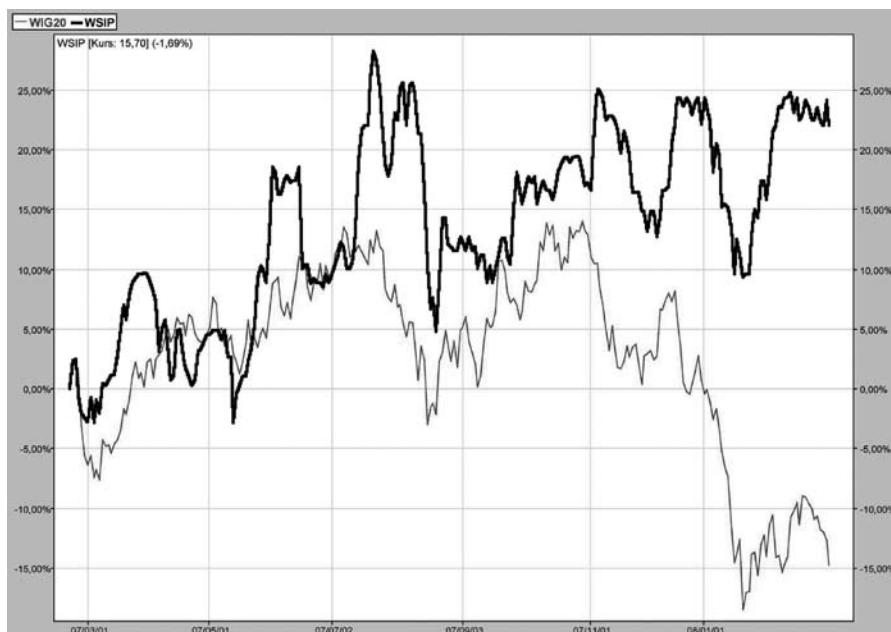
RYŚ. 2. WYKRES ŚWIECOWY, DZIENNY WSiP SA OD 20 CZERWCA 2007 DO 3 MARCA 2008 (OPRACOWANIE WŁASNE).
WYKRESY DOSTARCZONE PRZEZ WD SOFTWARE

się w przyszłości?

Zacznijmy zatem od krótkiego przyjrzenia się wykresowi świecowemu, dziennemu (Rys. 2.). Po ponad półtorarocznym trendzie wzrostowym, który przyniósł zmianę kursu akcji z 6,65 zł w listopadzie 2005 r. do szczytu 23 lipca 2007 r. na poziomie 16,78 zł (ponad 150%), kurs wszedł w widoczną na wykresie fazę konsolidacji (potwierdzoną chociażby częstym przecinaniem się średnich kroczących, które nie są początkiem zbyt silnych ruchów). Do dziś akcje WSiP poruszają się w prostokącie o zasięgu od około 13,90 do 16,50 zł. W ostatnich, bardzo zmiennych na GPW sesjach kurs konsoliduje się w jeszcze węższym zakresie (niewiele ponad 50 groszy), pomimo sygnału sprzedaży wygenero-

wanego przez MACD oraz trendu spadkowego na RSI. Dopiero przełamanie tej linii i zdecydowane wybiecie z konsolidacji może zapoczątkować poważniejszy ruch. W przypadku wybiecia w górę kolejnymi oporami będą: szczyt z początku lutego na 16,50 zł i dalej historyczne maksimum na poziomie 16,78 zł. W razie wybiecia dołem pierwszym testem siły niedźwiedzi będą dwie niewielkie luki z przełomu stycznia i lutego, następnie styczniowy dołek (13,90 zł) oraz minimum sierpniowej korekty (13,20 zł).

Wydawnictwa Szkolne i Pedagogiczne SA to spółka, którą zna prawdopodobnie każdy kto ma za sobą chociaż podstawowy etap edukacji, gdyż jest to największy wydawca książek edukacyjnych w Polsce, oferujący około 2500 tytułów. Obejmują one zestawy do nauczania począwszy od wychowania przedszkolnego, szkoły ponadgimnazjalne, aż do uczelni wyższych (w tym wypadku poprzez podmiot zależny Wydawnictwa Akademickie i Profesjonalne). Przejdźmy zatem do analizy otoczenia oraz modelu biznesowego omawianej spółki. Obecnie na rynku wydawnictw szkolnych działa ponad 100 firm, a WSiP są liderem tego rynku z 25,5% udziałem. Segment ten charakteryzuje się znacznym stopniem koncentracji (3 oficyny wydawnicze kontrolują prawie 60% rynku). Po raz drugi z rzędu spółce udało się zwiększyć swoje udziały (tym razem o 0,6%), co po wielu latach tracenia wpływów należy uznać za sukces. Z drugiej strony, w ostatnim sezonie wydawniczym cały rynek zwiększył się aż o 5,5%. Jednocześnie starzeje się polskie społeczeństwo, zatem zmniejsza się baza klientów. Natomiast otoczenie ekonomiczne



RYŚ. 1. WYKRES LINIOWY, DZIENNY INDEKSU WIG20 ORAZ WSiP SA OD 21.02.2007 DO 29.02.2008 (OPRACOWANIE WŁASNE).
WYKRESY DOSTARCZONE PRZEZ WD SOFTWARE

ma niewątpliwie pozytywny wpływ na popyt: dynamicznie rosną płace oraz spada bezrobocie. Aczkolwiek czynniki te mają znacznie gorszy wpływ na funkcjonowanie firmy jeśli uwzględnimy dosyć silną pozycję związków zawodowych (jeszcze kilka lat temu WSiP były spółką Skarbu Państwa). W połączeniu z dobrymi wynikami finansowymi spółki oraz rosnącą inflacją powoduje to wzrost nacisku na podwyżki płac a co za tym idzie zwiększa koszty. Potwierdzeniem tego jest spór zbiorowy w jakim znajdują się od 13 lutego 2008 roku związki zawodowe z zarządem WSiP. W przypadku otoczenia prawnego ogromny wpływ na cały rynek będzie miała nowelizacja ustawy o oświacie z 2007 roku. Nie wchodząc w szczegóły rozwiązań legislacyjnych, przewiduje się, że w dłuższym terminie pozwoli to zmniejszyć koszty sprzedaży i marketingu oraz wymusi konsolidację branży, ponieważ zwłaszcza mniejsze wydawnictwa mogą znaleźć się w trudnej sytuacji finansowej. Jeśli chodzi zaś o samą naturę branży to specyficzna dla niej jest znaczna sezonowość – większość przychodów generowana jest w trzecim kwartale. Kluczowa jest także sieć dystrybucji. Spółka pozbyła się sieci księgarń (nierentowny Dom Książki), ale kanały dystrybucji ze względu na własne księgarnie, hurtownie, punkty wysyłek oraz sieć regionalnych przedstawicieli należy uznać za satysfakcjonujące. Poza tym, w całej branży obserwuje się wzrost znaczenia kanałów elektronicznych co niewątpliwie pozytywnie wpływa na koszty.

Rynek wydawniczy nie należy do najbardziej nowoczesnych segmentów gospodarki, co nie oznacza, że zmiany zachodzące na nim nie są znaczące i nie wymagają reakcji. Taką reakcją jest strategia WSiP na lata 2008-2012. Zakłada ona przede wszystkim dalsze odzyskiwanie udziałów w rynku, także poprzez akwizycje (może to być ułatwione przez wspomniany już czynnik prawny oraz dużą zdolność do generowania gotówki przez spółkę). Nieoficjalnie mówi się o dość znaczących podmiotach wydawnictw szkolnych (m.in. Gdańskie Wydawnictwo Oświatowe i Wydawnictwo Pedagogiczne Operon, obroty każdej z nich to około jedna czwarta generowanych przez WSiP) oraz kolejnych podmiotach segmentu dziecięcego i młodzieżowego. WSiP nie zamierza jednak koncentrować się jedynie na dotychczasowej sferze działania, ale także wejść na inne rynki. Strategia zakłada zainteresowanie segmentem okołopodręcznikowym (słowniki, poradniki). Natomiast faktem jest już wejście w segment literatury dziecięcej poprzez zakup wydawcy Book House. Kolejnym kierunkiem rozwoju

mają być multimedia, co jest odpowiedzią na zmiany technologiczne w procesie nauczania. Natomiast elementem, który ma przynieść obniżenie kosztów jest planowane przeniesienie części produkcji książek do jednego z państw Azji. Wszystkie te elementy, ze względu na trudności w zwiększaniu przychodów w tradycyjnym segmencie mają poprawić jego rentowność oraz niejako otworzyć możliwości generowania sprzedaży w innych obszarach.

WSiP przeszły w ostatnich latach poważną restrukturyzację (redukowano przede wszystkim zatrudnienie oraz koszty sprzedaży, a także pozbywano się nierentownych podmiotów zależnych jak Dom Książki czy Wkra). Dlatego też warto przyrzeć się zarówno dotychczasowym wynikom finansowym i ich dynamice, jak i prognozom dotyczącym przyszłości. Pozwoli to także dostrzec przemianę spółki z typowego nieefektywnego przedsiębiorstwa państwowego w nastawioną rynkowo i na interes akcjonariuszy spółkę prywatną. Co prawda w kolejnych okresach spadały przychody spółki (było to związane zarówno ze sprzedażą części podmiotów zależnych jak i traceniem udziałów w rynku), ale z drugiej strony zanotowano znaczny wzrost rentowności na poziomach operacyjnym i netto. Zaczniemy więc od wyników skonsolidowanych za lata 2005, 2006 i 2007 (na podstawie skonsolidowanego raportu za 4 kwartał). Przychody netto zmniejszały się kolejno od 311,36 mln zł przez 253,41 mln zł w 2006 roku do 226,38 w ubiegłym roku. Oznacza to spadek w tak krótkim okresie o ponad jedną czwartą. Jednak negatywne pierwsze wrażenia zdecydowanie „osłodzi” prześledzenie wyników na poziomie operacyjnym i netto. Jeszcze w 2005 roku spółka zanotowała stratę operacyjną (-4,64 mln zł), żeby już rok później generować ponad 23 mln zł zysku, a w ubiegłym roku ponad 32 mln zł. Podobnie wygląda zmiana wyniku netto: droga od straty w 2005 roku (ponad 4,6 mln zł) przez 20,4 mln zł zysku rok później, do aż 48,74 mln zł w roku ubiegłym. Należy jednak pamiętać, że na tak okazały wynik netto wpłynęło zdarzenie typowo jednorazowe, czyli sprzedaż podmiotu zależnego (Wkra), która podniosła zysk netto o ponad 9,6 mln zł a brutto o prawie 2,9 mln zł. Dokonując korekty, marże operacyjne i netto nadal można uznać za satysfakcjonujące: pierwsza z nich wyniosła 9,15% w 2006 roku i 14,14% w roku ubiegłym, druga zaś odpowiednio 8,04% i około 17,3%. Warto w tym miejscu powiedzieć także, o tym że po raz pierwszy w historii WSiP wyniki skonsolidowane okazały się lepsze od jednostkowych., a zarząd zapowia-

da utrzymanie tej tendencji. Pokazuje to, że trud włożony w restrukturyzację i porządków w grupie przynosi pozytywne rezultaty.

Spółka nie przedstawia prognoz wyników skonsolidowanych, jednak po raz kolejny podzieliła się szacunkami co do rezultatu jednostkowego. Przychody w 2008 roku mają wynieść 166,85 mln zł (wobec 168,44 w 2007 r. oraz 160,81 rok wcześniej), zysk operacyjny 35,2 mln zł (wobec odpowiednio 32,21 i 28,31 mln zł), a zysk netto 30,05 mln zł (2007: 37,997; 2006: 27,998). Warto znowu podkreślić, że będzie to prawdopodobnie kolejny rok charakteryzujący się rosnącą rentownością operacyjną. Wyniki całej grupy są o tyle trudne do prognozowania, że w dużej mierze zależą będą od aktywności spółki na polu przejęć. Poza tym wynik netto też prawdopodobnie zostanie zwiększony dzięki sprzedaży nieruchomości nabytych od Wkry.

Historyczna wartość wskaźnika C/Z na dzień 3 marca daje wartość 8,7 co wydaje się atrakcyjną wielkością nawet uwzględniając zdarzenia typowo jednorazowe oraz niezbyt imponujące perspektywy wzrostu.

WSiP to spółka, której będzie bardzo ciężko organicznie wypracować wzrost sprzedaży, przede wszystkim ze względu na specyfikę rynku. Z drugiej strony, zwłaszcza dzięki rosnącej rentowności spółka jest w stanie generować dosyć znaczne i stabilne dochody. Pomimo planów akwizycji oraz wchodzenia w nowe segmenty rynku, zarząd w dalszym ciągu planuje dzielić się tymi dochodami z akcjonariuszami. W ubiegłym roku prawie cały zysk netto przeznaczono na dywidendę oraz umorzono ponad 4,8 mln akcji skupionych uprzednio w wezwaniu (obecnie liczba zarejestrowanych akcji nieznacznie przekracza 26,4 mln). W 2008 roku zarząd zapowiedział przeznaczenie 50 mln zł na dywidendę oraz program skupu akcji własnych (na drugi cel do 28 mln zł). Przy kapitalizacji rzędu 422 mln zł wydaje się to być ciekawą ofertą (dla 22 mln zł przy cenie rynkowej akcji z 3 marca daje to stopę dywidendy na poziomie około 4,5%), gwarantującą pewny dochód w dość niestabilnych czasach, gdy trudno o wzrost samej wartości akcji.

Warto jeszcze wspomnieć o strukturze akcjonariatu, która ma dosyć specyficzny charakter i może być odczytywana w dwójaki sposób. Aż 53,37% akcji skupionych jest w rękach inwestorów finansowych (Pionier Pekao IM SA, AIG OFE, BPH TFI SA oraz Pekao OFE). Z jednej strony można mówić o docenieniu działań restrukturyzacyjnych

zarządu i pozytywnej ocenie strategii przez inwestorów nakierowanych na fundamenty, jakimi są TFI czy OFE. Z drugiej strony, w tak niepewnej sytuacji na rynkach akcji, można się obawiać o kolejną falę umorzeń jednostek w funduszach inwestycyjnych, podobną do tej z początku stycznia. W tym wypadku wyjątkowo pocieszająca może być nieduża płynność akcji, która praktycznie blokuje nagle pozbywanie się ich bezpośrednio przez parkiet. Poza tym styczniowa korekta nie potwierdza tych obaw. Dla inwestorów lubiących inwestować w nazwiska a nie akcje, warto wspomnieć o Zbigniewie Jakubasie, który również należy do akcjonariuszy WSiP.

Podsumowując, mocna postawa spółki na tle rynku wydaje się być w dużej mierze uzasadniona. Restrukturyzacja oraz ambitnie, realizowane krok po kroku plany spółki pozwalają dosyć optymistycznie patrzeć w

przyszłość. Także plany dzielenia się zyskami z akcjonariuszami poprzez dywidendy i buy-back znajdują zapewne wielu zwolenników. Z drugiej strony, na szerokim rynku niepodzielnie rządzi obóz niedźwiedzi, co komplikuje każdą decyzję inwestycyjną.

Niniejsze opracowanie nie jest rekomendacją w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, lub ich emitentów (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715). Stąd autor nie ponosi odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania. ♦

EUR/PLN - analiza

Luty był stosunkowo spokojnym miesiącem dla pary walut EUR/PLN. Wahania w przedziale 3.63-3.56 wpisywały się w trwający od grudnia ubiegłego roku trend boczny.

Nie ulega wątpliwości, że kurs europejskiej waluty wobec złotego determinowany był sytuacją, jaka panowała na największych parkietach giełdowych świata. Odczuwalne skutki kryzysu kredytów hipotecznych na rynku amerykańskim oraz sygnały świadczące o grożącej USA recesji nie napawały inwestorów optymizmem. Powszechny spadek zaufania oraz wzrost awersji do ryzyka spowodowały odpływ kapitału nie tylko z rynków Europy Wschodniej, ale również z krajów rozwiniętych. Stosunkowo dobrze, w porównaniu do innych walut naszego regionu, zachowywał się złoty, który długo opierał się niekorzystnym nastrojom na rynku.

Atmosferę na rynku ocenić można na podstawie indeksu VIX (Volatility Index – zwany również indeksem strachu). Na przestrzeni lutego wahał się on w przedziale 25 – 29 punktów, co odpowiada trendowi boczemu omawianej pary walut.

Wydaje się, że potencjalne zmiany w stopach procentowych w Polsce i Eurolandzie będą wpływały na kurs co najmniej neutralnie. Można przypuszczać, że rynek zdyskontował już kolejną podwyżkę stopy przez RPP¹. Bodźcem do umocnienia się rodzimej waluty może być obniżenie stopy przez EBC,

który może w końcu ulec presji, jaką wywierają inne banki centralne (poprzez obniżanie stóp) i w obliczu zauważalnego spowolnienia wzrostu PKB wspomóc europejską gospodarkę.

Co może przynieść marzec? Nie przewiduję, aby zaszły istotne zmiany. Uważam, że trend boczny zostanie utrzymany z tendencją do umacniania się złotego. Nie daję euro większych szans na zbliżenie się do 3.65. Jeśli kurs osiągnie tą wartość, to będzie to tylko chwilowe odreagowanie. Jednocześnie nie wydaje mi się, aby rodzima waluta umocniła się bardziej niż do okolic poziomu 3.55. Podsumowując, marzec będzie stał pod znakiem umacniania się złotego, ale przebiegać będzie ono w wolniejszym niż dotychczas tempie. Miesiąc zakończymy w okolicach dolnych wartości wspomnianego przedziału. ♦

AUTOR: MARCIN SULEWSKI
MARCIN.SULEWSKI@GMAIL.COM
SZEFE PIONU FOREX
KNIF MARKET WIZARDS
WWW.MW.WNE.UW.EDU.PL

Analiza sporządzona 20.02.2008r.

¹Stan na 20.02.08 – główna stopa procentowa w Polsce – 5.25%.

Treść powyższej analizy jest tylko i wyłącznie wyrazem osobistych poglądów jej autora i nie stanowi „rekomendacji” w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, lub ich emitentów (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715). Autor nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji wynikłych na podstawie treści analizy.

Ty też możesz inwestować w akcje!

AUTOR: BARTOSZ BONIECKI
BARTOSZ.BONIECKI@GAZETATREND.PL

Szanowny Czytelniku, jeżeli inwestowanie na giełdzie nie ma przed Tobą żadnych tajemnic - sam to robisz już dłuższy okres czasu, osiągasz bardzo wysokie stopy zwrotu, to nie czytaj dalej. Jeżeli jednak chciałbyś poznać podstawy analizowania akcji, to zainwestuj 10 minut, a ja postaram się sprawić, by nie był to czas stracony.

„Na początku było Słowo...”

Zacznijmy zatem od słowa wstępu: czym jest analiza techniczna?

Analiza techniczna jest sposobem prognozowania przyszłych zmian cen papierów wartościowych. W tym celu wykorzystuje się historyczne poziomy cen oraz ilość dokonanych transakcji (wolumen). Tak uzyskane dane przetwarzają się przy użyciu metod statystycznych i analizuje w kontekście m.in. nauk psychologicznych

Wynika z tego, iż statystyka jest przy tym niezbędna, aczkolwiek jej trudniejsze aspekty są używane przez zaawansowanych inwestorów, natomiast podstawowa analiza nie wykracza zbyt daleko poza średnie arytmetyczne. Co w praktyce oznacza analiza techniczna, i co ją odróżnia od analizy fundamentalnej, która opiera się na analizie spółki, jej wyników oraz otoczenia konkurencyjnego, zarówno: makro-, jak i mikroekonomicznego? – Najprościej ilustruje to poniższy przykład:

Dwóch kolegów zainteresowało się muzyką klasyczną i chcą kupić jakieś płyty do przesłuchania. Pierwszy z nich przed kupnem przeprowadził wśród znajomych ankietę odnośnie najlepszego ich zdaniem kompozytora, sprawdził ceny poszczególnych płyt i na tej podstawie, kierując się stosunkiem ceny do jakości muzyki dla danej płyty, dokonał wyboru. Drugi zachował się nieco inaczej. Pół dnia spędził w sklepie, podpatrując klientów i obserwując, jakie płyty najczęściej kupują. Późnym popołudniem sam zakupił jedną płytę, wybraną na podstawie wcześniejszych obserwacji.

Filozofia

Co takiego zrobił drugi klient? Otóż, pędził za tłumem, zdecydował się na najpopularniejszą płytę. Zachował się podobnie do analityka technicznego. Na czym zatem opiera się istota podejmowania decyzji o dokonaniu transakcji zgodnie z przesłankami analizy technicznej? Przyjmuje ona trzy podstawowe założenia:

- Rynek dyskontuje wszystko
- Ceny podlegają trendom
- Historia lubi się powtarzać

Twierdzenie o „dyskontowaniu wszystkiego” przez rynek oznacza, że wszelkie możliwe czynniki, jakie mogą wpłynąć na akcje, to znaczy: makro- i mikroekonomiczne, polityczne, psychologiczne i inne, zostały już zdyskontowane. Słowem-kluczem jest tu wyraz dyskontować, czyli przeliczać wszelkie zdarzenia na zmianę ceny wartości akcji w danym dniu. Dotyczy to również zdarzeń, które dopiero wystąpią. W stosunku do nich rynek zachowuje się trochę jak jasnowidz, którego magiczną kulą jest wartość oczekiwana. Przykładowo: wyniki spółki XY wyniosą Z, a prawdopodobieństwo tego zdarzenia to P. Wartość oczekiwana wyniesie wówczas ZP. Można jednak zapytać, dlaczego nikt nie poczeka, aż te przypuszczenia zostaną potwierdzone w raporcie spółki za dany okres. Otóż każdy inwestor, chcąc zdążyć przed zmianą kursu, akceptuje ryzyko i dokonuje transakcji na podstawie przypuszczeń, a nie faktów. Ryzykuje, wiedząc, że cena akcji może jednak zachować się inaczej, niż się spodziewa (gdy wyniki nie spełnią oczekiwań). Rynek zaś aktualizuje wartość spółki bardzo szybko, a według hipotezy efektywności rynków finansowych – dzieje się to niemal natychmiast. Reasumując: rynek dostrzega każdy potencjalny czynnik wpływu, każde zdarzenie jest oceniane przez pryzmat prawdopodobieństwa jego wystąpienia, co znajduje odbicie w cenie na dany dzień.

Dруга teza naszej filozofii inwestowania („ceny podlegają trendom”) jest kością niezgody między naukowcami i praktykami. Ci pierwsi dowodzą, iż rynek (natychmiastowo) dyskontuje wszystko, więc jedyne, co pozostało, to przypadek. Wszystko zostało wliczone w cenę, więc tylko nowe, nieoczekiwane zdarzenia zmieniają wartość notowanej spółki. A jak nieoczekiwane, to losowe. Tymczasem rynek nie jest doskonały. Jeżeli pieniądze mają dla nas wartość emocjonalną (można dzięki nim przecież realizować różnego rodzaju plany, marzenia), to decyzje inwestycyjne mogą być podejmowane pod wpływem

emocji, a nie tylko racjonalnych oczekiwań. To oczywiście prowadzi do zmiany ceny. Takiego emocjonalnego stosunku dowodzą nowe teorie, zwane behawioralnymi teoriami finansów, które racjonalnie myślącego homo oeconomicus uznają za istotę nieistniejącą. Summa summarum: zmiana postrzegania wartości akcji lub stopniowo zwiększające się prawdopodobieństwo zdarzenia wpływają na ceny papierów wartościowych, co może odbywać się w sposób ciągły, a więc w trendzie. Bingo.

Trzecim filarem analizy technicznej jest twierdzenie o powtarzalności historii. Implikuje to wniosek, że ruchy cen układają się we wzory (o owych „wzorkach” już w następnym artykule z tej serii). Z tym niektórzy (przynajmniej częściowo) się nie zgadzają. Wprawdzie istnieją związki przyczynowo-skutkowe, np. spadek optymizmu inwestorów prowadzi do spadku cen akcji, ale ludzie uczą się na błędach i weryfikują swoje poglądy, zmieniając tym samym skalę reakcji na dane wydarzenia na rynku. W tym miejscu warty przytoczenia jest przykład z książki „Rynki finansowe”, autorstwa prof. A. Sławińskiego, choć odnosi się on do nieco innego problemu. Otóż ruchy cenowe można porównać do pijanego marynarza schodzącego z góry. Wiadomy jest rezultat (marynarz znajdzie się u podnóża góry), ale ilość możliwych wariantów dróg jest nieskończona. Tak też dana formacja cenowa może mieć miejsce, lecz jej dokładny schemat jest trudny do jednoznacznego określenia. Jest to wręcz niemożliwe.

Wyrok: winny!

Powyższe trzy założenia stanowią sedno filozofii analizy technicznej; niestety, nie jest ona pozbawiona wad. Omawianie podejście do inwestowania i oceny sytuacji na rynku doczekało się wielu zarzutów. Najpoważniejsze „wykroczenia” to:

- subiektywizm oceny analityka,
- samospełniająca się przepowiednia,
- brak powiązania przeszłości z przyszłością,
- teoria błędzenia losowego.

Zacznijmy od tego, że analiza wykresów jest raczej sztuką, niż nauką. Wiąże się to ze wspomnianym wyżej subiektywizmem oceny. Ktoś, kto nabył papiery wartościowe, których wartość niedługo potem spadła, będzie doszukiwał się we wszystkich możliwych wykresach sygnałów, że dany walor wkrótce wzrośnie, a on sam „odbije się od dna”. Jest to zgodne z behawioralną teorią żalu i hipotezą

samo-usprawiedliwienia. Dla takiego inwestora nawet odlot bocianów z Polski będzie sygnałem nadchodzącej wiosny. Być doskonałym obiektywnym nie można, ale dążyć do możliwie najbardziej obiektywnej oceny sytuacji – to wręcz konieczne.

Samospełniająca się przepowiednia z kolei oznacza, że ruchy cenowe mogą być wywołane...nimi samymi. Np. w fazie bessy wykres może zacząć przypominać formację, którą uznaje się za zapowiedź przyszłych wzrostów – za formację odwrócenia trendu. Analitycy, którzy ją dostrzegą, „dopiszą” sobie dalszy ciąg tej historii, i będą spekulować na wzrost cen akcji. W ten sposób pewne ukształtowanie się wykresu wywoła dalszy ruch cen, nie mający odzwierciedlenia w fundamentach spółki. Cóż, jeżeli tak rzeczywiście by było, to nie pozostawałoby nam nic innego, jak zostać analitykiem giełdowym, wyszukiwać kształtujące się formacje i zarobić wreszcie ten pierwszy milion. Niestety, w rzeczywistości możemy jedynie zaśpiewać: „If I were a rich man...”, gdyż, oczywiście, analiza techniczna może zniekształcać wartość cen akcji, ale jest to raczej zmarszczenie powierzchni wody, niż duża fala, bowiem każdy gracz ma odrębny system podejmowania decyzji: jedni czekają aż do wyjścia cen z formacji i kupują dopiero po jej potwierdzeniu, inni grają agresywnie; kolejni inwestują z myślą o długoterminowych zyskach, następni – otwierając i zamykając pozycje tego samego dnia. Trudno zatem mówić, by wszyscy zachowywali się tak samo, w zgodzie z „wytocznymi” formacji, nieprawdaż?

Przeciwnicy „wrózenia z wykresów” wspominają także o braku powiązań przeszłości z przyszłością. Kontrargumentem jest fakt wykorzystywania w analizie technicznej narzędzi statystycznych, które przecież gromadzą dane z przeszłości i na ich podstawie prognozują przyszłe wartości np. akcji. Absurdalność analizy wykresów dotyczy więc również statystyki.

Ostatnim „wykroczeniem” jest błędzenie losowe, oznaczające, że ceny akcji zmieniają się tylko i wyłącznie w drodze przypadku. To, iż tak nie jest, zostało pokazane przy omawianiu założeń analizy technicznej.

Happy end

Decyzję o tym, czy używać analizy technicznej, można podjąć jedynie samemu. Powyższe rozważania mogą tylko pomóc w zrozumieniu jej istoty. Mam nadzieję, że to się udało. ♦

Jak robią to profesjonaliści za oceanem? Forbes.com

AUTOR: BARTOSZ POPKO
BARTOSZ.POPKO@GAZETATREND.PL

Kiedy Ameryka dyktuje warunki

Każdy z nas wie, że wiarygodne informacje są na wagę złota w świecie inwestycji kapitałowych. Polskie portale biznesowe są chyba dla większości z nas dobrze znane, ale myślę, że warto zaglądać również do tych anglojęzycznych, szczególnie teraz, kiedy wiadomości z amerykańskiej gospodarki dyktują warunki na ogólnosiwiatowych rynkach akcji. Artykuły zawarte m.in. w portalu Forbes.com mogą stać się cenną bazą informacji, na podstawie których możemy podejmować swoje decyzje inwestycyjne.

Większość z nas nazwę Forbes kojarzy z miesięcznikiem o tematyce biznesowej. Jest on cennym źródłem wiedzy dla wielu osób interesujących się gospodarką. Artykuły zawarte w magazynie możemy również znaleźć na stronie Forbes.pl, jednak wersja amerykańska znacznie przewyższa polskie wydanie i to nie tylko pod względem merytorycznym - jest również obszerniejsza i aktualizowana na bieżąco.

Pierwsze wrażenia

Serwis zalewa nas mnogością informacji już na pierwszej stronie. Mamy do dyspozycji ogromną liczbę najświeższych artykułów opisujących bieżącą sytuację gospodarczą, a ponadto, na stronie głównej, natychmiast włącza się małe okno z nagraniem video komentującym najważniejsze wydarzenia z rynków kapitałowych. Oczywiście nie zabrakło notowań głównych indeksów, z których dowiadujemy się o ogólnosiwiatowych nastrojach panujących na rynkach. Ciekawym narzędziem jest możliwość przełączenia portalu na wiadomości z różnych stron świata. Mamy do wyboru Stany Zjednoczone, Europę bądź Azję, po których kliknięciu serwis przedstawia nam informacje skupiające się na wybranych obszarach.

W głąb informacji

Najciekawiej prezentują się działy o nazwach Ekonomia oraz Rynki wschodzące. Ten pierwszy przedstawia nie tylko najważ-

niejsze wiadomości ze światowej gospodarki, ale również artykuły o alternatywnych instrumentach finansowych dla akcji, czy najlepsze porady i strategie wspomagające inwestowanie. Znajdziemy tam także aktualne wskaźniki ekonomiczne oraz notowania indeksów, bonów skarbowych i walut. Drugi dział, skupiający się na rynkach wschodzących, oferuje czytelnikom nie tylko możliwość zapoznania się z artykułami dotyczącymi tego tematu, ale również śledzenie notowań głównych indeksów zarówno z krajów „BRIC” (Brazylia, Rosja, Indie i Chiny), jak i z tych najbardziej egzotycznych, do których zaliczają się między innymi Chile, Indonezja, Malezja, Filipiny czy Tajlandia.

Jeżeli kogoś interesują debiuty na giełdach amerykańskich, to w zakładce o znajomo brzmiącej nazwie IPOs (Initial Public Offerings) znajdziemy szczegółowy opis wszystkich firm, które wchodzą w najbliższym czasie na rynek. Oczywiście nie brakuje również podsumowań ostatnich debiutów, łącznie z tabelą ukazującą najlepsze i najmniej udane debiuty z ostatnich 12 miesięcy. Forbes.com ciekawie prezentuje wszystkie spółki chcące pozyskać kapitał na rynku finansowym i dokładnie przedstawia dane każdej z nich, co z pewnością ułatwia zdobycie rozeznania w sytuacji spółek.

Pożytecznym narzędziem jest usługa „E-Mail Alerts”, która polega na wysyłaniu najświeższych wiadomości z portalu na naszą skrzynkę pocztową. Forbes.com oferuje wybór interesujących nas dziedzin gospodarki i wysyła najważniejsze informacje na podany

przez nas adres email.

A jednak

Dla fanów instrumentów finansowych takich jak opcje również znalazło się miejsce w portalu, choć pod tym względem dział nie jest tak rozwinięty, jak w przypadku rynku akcji. Znajdziemy tu zaledwie kilka aktualnych artykułów omawiających najistotniejsze aspekty tego rodzaju inwestycji oraz notowania opcji. Myślę, że jest to duża wada, iż Forbes.com tak mało uwagi poświęca instrumentom pochodnym, ponieważ są one coraz bardziej popularne wśród inwestorów na całym świecie.

Podczas przeglądania serwisu nie sposób nie natknąć się na reklamy, które często przeszkadzają przy zapoznawaniu się z jego treścią. Faktem jest, że tego typu usługi generują większość przychodów wielu portali internetowych. Niestety w tym przypadku tak wiele banerów reklamowych i filmów video z promocją danego produktu może zrytować niejednego użytkownika serwisu, jeśli zależy mu na szybkim wyszukaniu informacji.

Podsumowując, Forbes.com jest portalem, który zawiera wszystkie istotne informacje, zarówno ze świata biznesu, jak i stanowiące rozrywkę dla milionerów - Forbes jest przecież najbardziej znany z publikacji rankingów najbogatszych ludzi świata. Posiada także użyteczne narzędzia i artykuły pomocne inwestorom, dlatego myślę, że w obecnej sytuacji na rynkach finansowych Forbes.com może stać się istotnym źródłem wiedzy. ♦

William Gann

Geniusz czy hochsztapler?

AUTOR: ANNA GRODECKA
ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL

William Delbert Gann to postać, która jest znana każdemu, kto interesuje się analizą techniczną. Jego skomplikowane teorie i wykresy kojarzą się z astrologią i magią - rzeczywiście, Gann bazował na tych jakże odległych ekonomistom dziedzinach. Chociaż inwestor wydał wiele książek i prowadził liczne seminaria, do dzisiejszego dnia nie wiadomo, czy zdradził komuś wszystkie sekrety, czy też tajemnicę sukcesu zabrał ze sobą do grobu. Na podstawie jego teorii nikt nie potrafił powtórzyć jego trafnych przewidywań, co czyni jego odkrycia kontrowersyjnymi. Niektórzy, w tym jego syn John Gann (już nieżyjący), twierdzą, że W.D.Gann był zwykłym hochsztaplerem, którego teorie miały więcej związku z astrologią niż zdrowym rozsądkiem. Mimo to zalicza się go do guru analizy technicznej.

Dzieciństwo na farmie

William Delbert Gann urodził się 6 czerwca 1878 w Lufkin w Teksasie. Był pierworodnym spośród 11 dzieci państwa Gann. Miał dwie siostry i ośmiu braci. Jego ojciec handlował bydłem i końmi, a matka zajmowała się wychowywaniem dzieci, które uczyła czytać na przykładzie Biblii, co nie pozostało bez wpływu na religijność młodego Williama. Rodzina żyła w skromnych warunkach, a przyszły inwestor przez 3 lata, aby dotrzeć do szkoły, musiał pokonywać codziennie 7 mil (ponad 11 kilometrów). William Gann nigdy nie ukończył szkoły średniej. Sytuacja finansowa rodziny wymagała pomocy ze strony najstarszego syna, który musiał w wieku 16 lat porzucić szkołę na rzecz pracy na farmie. Jego pierwszym zajęciem była sprzedaż gazet, papierosów i jedzenia w pociągach, pracował również w magazynie bawełny. Wieczorowo uczył się w szkole biznesowej. W wieku 23 lat W.D. Gann poślubił Renę May Smith, która rok później urodziła mu córkę Norę. W 1903 roku, po paru latach pracy w spółce brokerskiej w Texarkana, inwestor postanowił przenieść się do Nowego Jorku, gdzie otworzył własną firmę brokerską. Początkowo wiele razy był na minusie, ale mimo to udało mu się przetrwać na rynku. W tym czasie zaczął publikować swoje pierwsze artykuły prasowe, trafnie przewidując wydarzenia na rynku i ruchy cen towarów.

Nowy Jork – nowe życie

W 1908 roku, mając 30 lat, William D. Gann rozwiódł się z żoną, aby poślubić 19-letnią Sadie Hannify. Dwie córki z poprzedniego małżeństwa przeprowadziły się do Nowego Jorku, aby zamieszkać z ojcem. W tym samym roku miał miejsce pierwszy duży sukces inwestycyjny Ganna. Otworzył dwa rachunki: na pierwszym początkowo miał 300 dolarów, a po 3 miesiącach było już na nim 25 000 dolarów. Na drugim w ciągu miesiąca saldo urosło ze 130 do 12000 dolarów. Zainteresowanie młodym i obiecującym inwestorem rosło. W październiku 1909 roku dziennikarz magazynu Ticker and Investment Digest śledził jego poczynania w ciągu 25 dni sesyjnych, aby zweryfikować umiejętności znakomitego gracza. Zanotowano 286 transakcji, z czego 264 były zyskowe, a zaledwie 22 przyniosły Gannowi stratę. Jego saldo na rachunku stanowiło po tym czasie 1000% początkowego kapitału. W 1919 William D. Gann skupił się na inwestowaniu na własny rachunek. Rozpoczął publikację codziennych Demand and Supply Letters, w których analizował i przewidywał zmiany cen towarów. Pięć lat później ukazała się jego pierwsza książka „The Truth of the Stock Tape”, w której zawarł między innymi swoje roczne prognozy i teorie na temat cykliczności rynków. Uważał, że cykle czasowe się powtarzają, co wynika z niezmienności natury ludzkiej.

Latający wizjoner

W latach 20-tych przepowiednie Williama Ganna sprawdzały się podobno w 85 procentach. Trafnie przewidział również spadek cen akcji w 1929 roku. Szczególnie ciekawy jest fakt, że jego teoria wyznaczająca punkty zwrotne w czasie nie odnosiła się tylko do rynków finansowych, ale też do wydarzeń historycznych. W swoich artykułach i książkach Gann przewidywał m.in. wybuch I wojny światowej, jej koniec, atak Japonii na Stany Zjednoczone i przegraną Niemiec w II wojnie światowej. W 1932 roku inwestor zakupił samolot, aby móc przelatywać nad uprawami, co pozwalało mu na robienie obserwacji przydatnych w prognozowaniu. 5 lat później rozwiódł się ze swoją drugą żoną. W 1944 roku ożenił się po raz trzeci, z 30 lat młodszą Londi, którą podobno uwielbiał i traktował jak królową, ku niezadowoleniu dzieci. Po wielu dekadach pracy w Nowym Jorku przeniósł się z żoną do Miami na Florydzie (częściowo ze względów zdrowotnych), gdzie kontynuował swoją pracę i seminaria ze studentami. Przypuszczalnie nowy związek Williama Ganna przyczynił się do pogorszenia relacji z dziećmi. Jego syn John, z którym inwestor napisał w 1941 roku książkę „How to Make Profits

in Commodities”, został usunięty z okładki drugiego wydania publikacji, które ukazało się 10 lat później. W 1954 roku Gann przeżył atak serca, rok później odkrył, że ma raka żołądka. W wieku 77 lat umarł i na życzenie dzieci został pochowany przy swojej drugiej żonie, Sadie. Przez całe życie William Gann był konserwatywnym baptystą – nie pił, nie palił, nie grał nawet w karty i nie tańczył. Był bardzo oszczędny, co z pewnością wynikało z jego skromnego wychowania. Konflikt z dziećmi, a szczególnie synem Johnem Gannem przyczynił się do tego, że wiele informacji z życia wielkiego inwestora jest niesprawdzonych. Według Johna Ganna jego ojciec umarł jako bankrut, a pieniądze zarabiał nie dzięki stosowaniu swoich genialnych teorii, które w rzeczywistości nie są skuteczne, ale na książkach i seminariach.

Gann a analiza techniczna

W.D.Gann był pionierem analizy technicznej. Zanim opublikował pierwsze prognozy, przez 9 miesięcy studiował w Astor Library w Nowym Jorku i British Museum historię tradingu, śledząc transakcje sięgające 1820 roku. Tam odkrył, że ruchy cen i zachowania ludzkie są cykliczne – do tego wniosku doszedł też podobno dzięki wnikliwej lekturze Biblii. Twierdził, że akcje zachowują się jak atomy i elektrony, które ciągle wibrują w odpowiednim rytmie. Później odkrył, że również wydarzenia, które powodują ruch cen, są w stanie ciągłej wibracji, co pozwoliło mu stworzyć koncepcję wibrującego wszechświata. Jak mawiał: „Wibracje to podstawa, fundament - nic nie uwolni się od tego prawa. Pojęcie wibracji jest uniwersalne, a co za tym idzie, można je zastosować do każdej klasy zjawisk na ziemi.” Dużą rolę w teorii Ganna pełnią figury geometryczne. Spirala obrazuje ruch cen, koło opisuje przemijanie i oscylację. W swoich rozważaniach inwestor wykorzystywał również kwadrat i trójkąt. Był twórcą wachlarza Ganna i teorii kątów Ganna, które wyznaczają punkty zwrotne cen. Jego teoria jest tak skomplikowana, że nikt nie potrafi jej w pełni zastosować z powodzeniem.

Przypuszcza się, że William Gann celowo nie zdradził wszystkich swoich sekretów, a konflikt rodzinny przyczynił się do tego, że prawa do jego dzieł mają postronni ludzie. Do dzisiaj nie wiadomo, czy jego sukcesy na giełdzie (twierdził, że zarobił 50 milionów dolarów na udanych transakcjach) były prawdziwe i czy jego syn, twierdzący, że ojciec był naciągaczem, który zarabiał głównie na seminariach, rzeczywiście miał rację. ♦

Poker – potrzebne szczęście czy chłodna kalkulacja?

AUTOR: PIOTR NIEWIADOMSKI
PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL

Po ciężkim dniu, w którym trzeba było podejmować trudne decyzje inwestycyjne i przeprowadzać skomplikowane analizy, każdy inwestor marzy o chwili relaksu i wytchnienia. Jednakże wielu z nich nawet w wolnym czasie nie może zrezygnować z dreszczyku emocji związanego z podejmowaniem ryzykownych decyzji. Poker jest idealną rozrywką dla giełdowych pracoholików, którzy nawet „po godzinach” uwielbiają podejmować ryzyko.

Zasady gry w pokera są stosunkowo proste. Nie oznacza to jednak, że łatwo jest być dobrym graczem. Popularne powiedzenie, że nauczanie się wszystkich zasad pokera zajmuje kilka godzin, ale poznanie tajników – całe życie, doskonale oddaje charakter tej gry.

Wbrew pozorom, poker ma bardzo wiele wspólnego z inwestowaniem na giełdzie. Wiele osób uważa, że i jedno i drugie opiera się przede wszystkim na szczęściu. Wszyscy, którzy tak twierdzą, są niestety w błędzie. Można co prawda podejmować decyzje inwestycyjne oraz pokerowe wierząc wyłącznie w

ślepy los, ale wówczas odniesienie sukcesu jest prawie niemożliwe. W obydwu przypadkach kluczem jest chłodna kalkulacja oraz ocena ryzyka i potencjalnych zysków. Strategie pokerowe są niezwykle rozbudowane i opierają się przede wszystkim na kombinatoryce i rachunku prawdopodobieństwa. Znajomość tych działów matematyki z pewnością pomaga wygrywać przy zielonym stoliku.

Poker staje się coraz popularniejszy. Coraz więcej ludzi gra w kasynach, klubach, na spotkaniach ze znajomymi, w internetowych salonach gier, a nawet w gronie rodzinnym po wspólnym niedzielnym obiedzie! Trzeba jednak podkreślić, że gra ma sens jedynie wtedy, gdy toczy się o jakąś stawkę – gra tylko na żetony mija się z celem. Oczywiście nie zachęcam nikogo do ryzykowania znacznej części majątku na pierwszym pokerowym spotkaniu, ale jeżeli gracz nie ma odpowiedniej motywacji i nie czuje presji związanej z rosnącą stawką, to często działa wbrew jakiegokolwiek logice burząc wszelkie strategie przeciwnika, które w dużej mierze zakładają racjonalne zachowania gracze. Cała gra sprowadza się wtedy do sprawdzenia, kto wylosował lepsze karty. Tymczasem w prawdziwym pokerze wylosowane układy kart niekoniecznie muszą mieć znaczenie. Bardzo często gra kończy się na licytacji, bez odkrywania kart.

Warto ustalić nawet bardzo niskie stawki, które choć trochę zmotywują graczy i nie pozwolą na wchodzenie całą swoją pulą w

każdym rozdaniu. Wówczas pocujemy przyjemny dreszczyk emocji, a wyrafinowane strategie i analizy rozkładu prawdopodobieństwa znowu okażą się skuteczne. Wraz z rosnącą pulą stopniowo będzie wzrastać również znaczenie elementu psychologicznego. W takiej grze nie wygrywa ten, kto ma szczęście, lecz ten, kto potrafi zachować „twarz pokerzysty” i z zimną krwią przeanalizuje wszystkie możliwe warianty nawet jeśli sam nie ma zbyt silnej ręki. Z drugiej strony, jeśli ktoś mimo ustalenia odpowiedniej stawki będzie frywolnie szastał pieniędzmi, to poker obroni się sam i osoba taka szybko straci swoją pulę, po czym będzie jedynie oglądać zmagania innych.

Czytelnikom, którzy woleliby najpierw popatrzeć na grę, zanim sami zaryzykują swoje pieniądze, polecam wspaniały film „Hazardziści” (oryginalny tytuł: „Rounders”). Mike McDermott (Matt Damon) wypowiada popularną wśród pokerzystów regułą pomagającą wybrać właściwych partnerów do gry: „Jeżeli grasz pół godziny i nie wiesz, kto przy stole jest „jeleniem”, to znaczy, że TY NIM JESTEŚ!” Niestety, część Czytelników po obejrzeniu tego filmu może mieć pewne opory zanim usiądzie do stołu i zagra w pokera. Specjalnie dla nich zakończę parafrazując kultową już reklamę:

Talia kart do pokera – 20 złotych.

Wpisowe do turnieju – 80 złotych.

Zgarnąć całą pulę bluffując – BEZCENNE!

Sezon narciarski trwa

AUTOR: KAROLINA BARAN
KAROLINA.BARAN@GAZETATREND.PL

Jeśli sesja bądź praca przeszkodziły Wam we wcześniejszych planach narciarskich lub jeśli nie wyszaleliście się wystarczająco i chcielibyście jeszcze trochę pojeździć, to czemu nie jechać na narty w marcu? Opis dwóch austriackich miejscowości, o których przeczytacie poniżej, z pewnością zaciekawia fanów szaleństw na stoku.

Miasteczka Zell am See i Kaprun są położone w Austrii w rejonie Salzburger Land. Jedną z ich głównych zalet jest to, że znajdują się stosunkowo blisko Polski – jedyne 700 km od Cieszyna. Dzięki temu można się tam dostać z Warszawy nawet w ciągu jednego dnia. Stąd też duża liczba naszych rodaków wybierająca się na narty w ten rejon. Na miejscu czeka na turystów wiele atrakcji. W Zell am See pojeździć można na Schmittenhöhe, gdzie do dyspozycji jest 75 km tras; mniej więcej po

równie niebieskich, czerwonych i czarnych. Duża ich część leży wśród lasów tej góry, co bardzo uprzyjemnia jazdę. Wśród wyciągów znajduje się tu aż 6 kolejek linowych, więc jest w czym wybierać. Ponadto warto podkreślić, że Zell am See jest bardzo urokliwym miejscem. Leży nad dużym jeziorem, które zimą albo zamraża - wtedy można jeździć na nim na łyżwach, albo paruje, co stwarza niezwykle bajkową atmosferę.

Dobłą alternatywą w przypadku ewentualnego braku śniegu lub po prostu pomyślam na urozmaicenie tras jest wycieczka na czynny przez prawie cały rok lodowiec Kitzsteinhorn, znajdujący się na obrzeżach Kaprun. Tu do dyspozycji narciarzy jest 40 km tras, najwyższe na ponad 3000 metrów. Jak to na lodowcu – trasy są szerokie, więc można uprawiać carving, jeżdżąc w dół i w poprzek stoków. Ponadto do dyspozycji jest snowpark, trasy do narciarstwa biegowego, slalom i wiele knajp z pysznymi austriackimi przysmakami, takimi jak Kaiserschmarrn, czyli rodzaj naleśnika pokrojonego na cienkie kawałki, podawanego z musem owocowym, lub Germknödel, czyli kluska na parze z konfiturą w środku, polana budyniem i posypana makiem.

wym, lub Germknödel, czyli kluska na parze z konfiturą w środku, polana budyniem i posypana makiem.

Austriackie przysmaki i profesjonalne trasy narciarskie mogą niejednemu zawrócić w głowie. Jednak jeśli należycie do tych, którzy nawet na jeden dzień nie potrafią zapomnieć o inwestycjach i giełdzie, to nie ma powodu do zmartwień. Kto bardzo niepokoi się o stan swojego portfela, może szybko sprawdzić aktualną cenę akcji przez telefon. Opłata za 50 kB danych w usłudze WAP wynosi ok. 3 zł. Ceny opłat za internet za 100 kB danych wahają się od 4 zł do nawet 10 zł w zależności od polskiej i austriackiej sieci.

Na koniec najmniej przyjemna informacja, dotycząca ceny skipassu. W marcu, czyli jeszcze w tzw. najwyższym sezonie, jego cena na cały region to 204 euro za 7 dni (+2 euro zwrotnej kaucji). Mimo wysokich cen skipassów na pewno warto zwiedzić tą część Alp austriackich, zwłaszcza, że mamy tu zagwarantowany pewny śnieg i sporo ciekawych tras. ♦

Serdecznie zapraszamy do udziału w czwartej edycji Akademii Giełdowej!

Akademia Giełdowa to organizowany już po raz czwarty cykl wykładów poświęconych zagadnieniom związanym z inwestowaniem na Giełdzie Papierów Wartościowych.

Wykłady w ramach tegorocznej edycji poprowadzą m.in. **Marek Zuber** i **Piotr Kuczyński**. Wszystkie wykłady odbywać się będą w czwartki o godz. 19 w **Szkole Głównej Handlowej w Warszawie**. Pierwszy wykład już 6 marca. Udział w Akademii jest bezpłatny.

Dzięki uprzejmości naszych Partnerów **najlepsi** uczestnicy Akademii Giełdowej IV zostaną nagrodzeni **praktykami** w Xelion. Doradcy Finansowi oraz w Unicredit. Ponadto dla 10 osób, które na egzaminie końcowym uzyskają najlepsze wyniki przygotowaliśmy wraz z Xelion. Doradcy Finansowi atrakcyjne **nagrody rzeczowe**.



Program:

- 06.03. Smak giełdy wg Marka Zuber
- 13.03. Instrumenty notowane na GPW oraz zasady jej funkcjonowania
- 27.03. Psychologia inwestowania
- 03.04. Wpływ otoczenia gospodarczego na giełdę
- 10.04. Wybór i ocena spółki - wykład I
- 17.04. Wybór i ocena spółki - wykład II
- 24.04. Zasady zarządzania portfelem
- 08.05. Egzamin
- 15.05. Wręczenie nagród laureatom

Szczegóły na stronie:

akademia.gielda.wp.pl



Myślisz, że wszystkie sesje giełdowe
kończą się po czwartej?

Nie wiesz, że świat handluje 24h na dobę?

Myślisz, że wszyscy tracą
kiedy ceny akcji spadają?

**Przekonaj się, że w czasie bessy
też można zarabiać pieniądze.**

Myślisz, że nauka inwestowania
musi być droga i nudna?



Nie wierz już na słowo.

**Sam sprawdź jak wygląda
prawdziwy rynek i wygraj Porsche
Założ darmowy rachunek demo
i weź udział w...**

www.xtb.pl



Trade Forex Cup

Gra inwestycyjna X-Trade Brokers

III edycja mistrzostw inwestorów na rynku Forex