

# TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

ISSN: 1899-4202

## WIELKA ZRZUTKA NA KRYZYS

### MANIPULACJA NA WAGĘ ZŁOTA

### TANIE AKCJE PRZYCIĄGNĄ INWESTORÓW



Zm. w okr. 02.10.2008-31.10.2008:

WIG20 ↘ 1825,8 -22% WIG ↘ 28397,1 -23% S&P500 ↘ 968,75 -12% NASDAQ ↘ 1721,0 -12%

USD/PLN ↗ 2,7542 12% EUR/PLN ↗ 3,5063 3% MIEDZ (USD/tona) ↘ 4495 -28% ROPA (USD/baryłka) ↘ 67,91 -27%



# 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:

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

Oddziały:

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

# Od Redakcji

Ostatni miesiąc był jak z filmu Hitchcocka - najpierw było trzęsienie ziemi, a później napięcie już tylko rosło. To, co ostatnio działo się na warszawskim parkiecie będzie wspomniane jeszcze przez długi czas. Już teraz słychać głosy ekonomistów porównujących obecne zawirowania do Wielkiego Kryzysu. Niezależnie od tego, czy następstwa gospodarcze kryzysu finansowego będą tak poważne, jak w latach 1929 - 1933, czy też nie, trzeba jednak stwierdzić, że światowa gospodarka dawno nie była w takich tarapatkach. Zachęcam do przeczytania artykułów o interwencjach na rynku finansowym oraz komentarzy ekspertów.

Pomysłem na przetrwanie na rynku w niepewnych czasach może być wykorzystanie potencjału funduszy hedgingowych. Jakub Domagalski prezentuje w swoim artykule możliwości związane z tą formą inwestowania. Nawet jeśli nie planujemy od razu z nich korzystać, to warto mieć na wszelki wypadek takiego asa w rękawie.

Niezwykle dynamicznie rozwijała się również sytuacja na rynku walutowym. W numerze prezentujemy podsumowanie sytuacji złotego w październiku, która jednym spędzała sen z powiek powodując wzrost raty kredytu mieszkaniowego, a innym pozwoliła sporo zarobić. Był to kolejny dowód na to, że rynki są naczyniami połączonymi, a trudna sytuacja w jednym z krajów regionu musi odbić się na pozostałych. Okazało się, że inwestorzy zagraniczni znają dobrze polskie przysłowia i doskonale wiedzą, że „Polak, Węgier, dwa bratanki”. Chociaż w tym przypadku mogliby akurat być troszkę niedouczeni...

Na koniec chciałem z wielką przyjemnością ogłosić, że rozpoczęliśmy współpracę z działem Gospodarka portalu internetowego Gazeta.pl. Kilka artykułów już ukazało się w portalu, kolejne będą się sukcesywnie pojawiać. Wszystkie teksty pochodzące z naszego miesięcznika, które zostały opublikowane w dziale Gospodarka można znaleźć w zakładce „Źródła polskie”. Trend zajął miejsce w jednym szeregu z uznanymi na rynku tytułami takimi jak np. Gazeta Bankowa, Gazeta Podatkowa czy też radio Tok FM. Cieszymy się, że będziemy jeszcze bliżej Czytelników, bo jest to jeden z naszych najważniejszych celów. Mamy nadzieję, że kryzys finansowy będzie miał wpływu na naszą działalność i będziemy dalej się rozwijać. Zresztą, **Kryzys? Jaki kryzys?**

Piotr Niewiadomski

REDAKTOR NACZELNY  
PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL

## CYTATY MIESIĄCA

WYBÓR CYTATÓW: MIKOŁAJ ATANASOW MIKOŁAJ.ATANASOW@GAZETATREND.PL

„Globalny kryzys gospodarczy pokazał, że finansowy nadzór nad rynkiem sprawowany na poziomie narodowym nie ma już sensu.”

- José Manuel Barroso, przewodniczący Komisji Europejskiej

„Nie widzę możliwości uniknięcia w Stanach Zjednoczonych znaczącej redukcji zatrudnienia i wzrostu bezrobocia. Banki i inne instytucje finansowe potrzebują dalszego wsparcia ze strony państwa.”

- Alan Greenspan, były szef Rezerwy Federalnej

„Społeczeństwo podejmuje wysiłki, by uchronić przed plajtą banki i firmy ubezpieczeniowe. Tymczasem wygląda na to, że ich szefowie utracili poczucie tego, co etyczne. To szokujące, skandaliczne i nie do przyjęcia.”

- Yves Leterme, premier Belgii, po ujawnieniu informacji o odprawie w wysokości 4 mln euro, jaką otrzymał dyrektor finansowy banku Fortis - Gilbert Mittler

„Świat został zmuszony do działań, które jednocześnie są wielką szansą: to konieczność unowocześniania rynków i wielostronnych relacji międzynarodowych.”

- Robert Zoellick, prezes Banku Światowego

„Chciwość, która w warunkach ogromnego rozpędzenia sektora finansowego słumiła roztropność.”

- Dariusz Filar, członek RPP, w odpowiedzi na pytanie, kogo winić za kryzys na rynkach finansowych

WYDAWCA:

MEDIAS GROUP

MEDIA  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

WYWIAD INWESTORA

MARTA WŁODARZ  
MARTA.WLODARZ@GAZETATREND.PL

WYDARZENIA

JAKUB DOMAGALSKI  
JAKUB.DOMAGALSKI@GAZETATREND.PL  
MIKOŁAJ ATANASOW  
MIKOŁAJ.ATANASOW@GAZETATREND.PL

RYNKI

PIOTR GÓRNICKI  
PIOTR.GORNICKI@GAZETATREND.PL  
MICHAŁ KURPIEL  
MICHAŁ.KURPIEL@XELION.PL  
BARTOSZ POPKO  
BARTOSZ.POPKO@GAZETATREND.PL

INWESTYCJE

DOROTA SIERAKOWSKA  
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL

EDUKACJA

BARTOSZ BONIECKI  
BARTOSZ.BONIECKI@GAZETATREND.PL

WIELCY INWESTORZY

ANNA GRODECKA  
ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL

INWESTOR PO GODZINACH

PIOTR NIEWIADOMSKI  
PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL  
KAROLINA BARAN  
KAROLINA.BARAN@GAZETATREND.PL

KOREKTA

ANNA GRODECKA  
ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL  
MIKOŁAJ ATANASOW  
MIKOŁAJ.ATANASOW@GAZETATREND.PL

REKLAMA

JAKUB DOMAGALSKI  
REKLAMA@GAZETATREND.PL

SKŁAD I GRAFIKA

MICHAŁ FRANKOWSKI  
GRAFRA STUDIO - WWW.GRAFRA.COM

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

2000 EGZEMPLARZY

NOTOWANIA I WYKRESY DOSTARCZA WD SOFTWARE ORAZ XTB BROKERS

FOTOGRAFIA NA OKŁADCE: PAP/EPA/FRANK RUMPENHORST

PARTNERZY STRATEGICZNI



## TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

### WYWIAD INWESTORA

- 6 Polski asset management czyli dobry sposób na dywersyfikację inwestycji - Wywiad z Łukaszem Paszkiewiczem

### WYDARZENIA

- 5 Nokaut funduszu SEB 2 czyli jak stracić na obligacjach - Jakub Domagalski
- 5 Droższy gaz, wyższa inflacja - Przemysław Kwiecień
- 5 Nieomylny FED – świat według Greenspan'a - Jakub Domagalski
- 5 ROBECO TFI wycofuje się z rynku - Jakub Domagalski
- 5 Polska pomaga - Ministerstwo Finansów
- 9 Wielka zrzutka na kryzys - Jarosław Dębecki

### RYNKI

- 10 Tanie akcje przyciągną inwestorów - Artur Szczepkowski
- 12 Manipulacja na wagę złota - Dorota Sierakowska

### KOMENTARZE

- 16 Politycy mają o czym myśleć - Piotr Kuczyński
- 17 Złoty w październiku - szalonym miesiącu - Krzysztof Dankowski

### FELIETONY

- 18 Giełdy będą dalej szukać dna - Marek Rogalski
- 19 Odpisy banków – nie tylko z powodu hipotek - Jerzy Nikorowski
- 20 Podczas bessy można nieźle zarobić - Jakub Domagalski

### EDUKACJA

- 22 Wilder, Elliott i Dewey, czyli wielka trójka analizy technicznej - Bartosz Boniecki
- 24 Wycena przedsiębiorstwa metodami dochodowymi - Anna Grodecka

### WIELCY INWESTORZY

- 25 Peter Lynch - inwestor na zasłużonej emeryturze - Anna Grodecka

### INWESTOR PO GODZINACH

- 26 Crisis? What Crisis? - Piotr Niewiadomski

## MANIPULACJA NA WAGĘ ZŁOTA

12



## PODCZAS BESSY MOŻNA NIEŹLE ZAROBIĆ

Jak zarabiać podczas kryzysu?

20

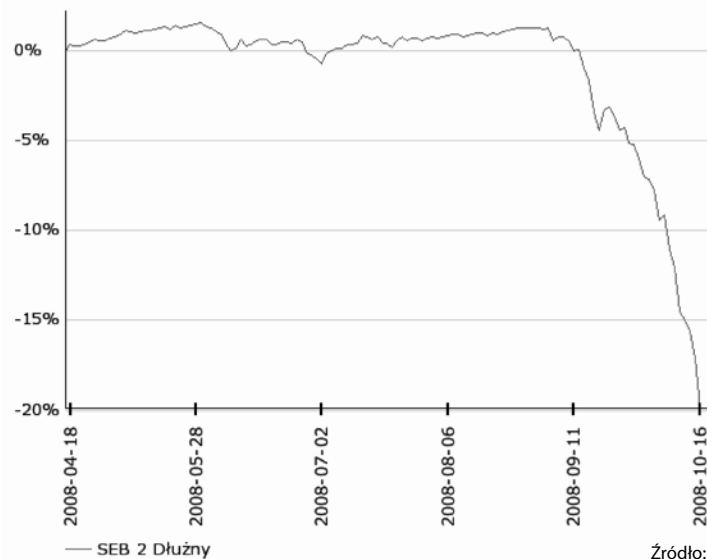


**GIEŁDY BĘDĄ DALEJ SZUKAĆ DNA**

18

## NOKAUT FUNDUSZU SEB 2 CZYLI JAK STRACIĆ NA OBLIGACJACH

O tym, że inwestowanie niesie ze sobą ryzyko – każdy inwestor wiedzieć powinien. Trzeba jednak czytać informacje o ryzyku zawarte w prospekcie funduszu oraz informację o strategii inwestycyjnej. W przypadku strategii funduszy inwestycyjnych, przewidujących ochronę kapitału jest to pierwsza tego typu „wpadka zarządzającego” na rynku polskim. Inne media pisały wręcz o „wejściu na rosyjską minę” – Puls Biznesu. Żaden fundusz obligacji na polskim rynku nie poniósł takich dużych strat jak fundusz SEB 2 Dłużny. Przyczyną drastycznego spadku w wycenie były rosyjskie obligacje, które w wyniku kryzysu finansowego mocno potaniały (stopa zwrotu za ostatnie 12 miesięcy -27%). Przełożenie na wycenę było natychmiastowe. Aktywa funduszu to ponad 38 mln zł, warto również



Źródło: fundusze24.pl

dodać, że opłata za zarządzanie to 4% w skali roku. Kolejny najgorszy wynik to fundusz SEB 5 Obligacji Skarbowych, którego stopa zwrotu za ostatnie 12 miesięcy wynosi ponad -7%. ■

## DROŻSZY GAZ, WYŻSZA INFLACJA

Urząd Regulacji Energetyki, mimo wcześniejszych zapowiedzi, iż ceny gazu w tym roku już nie wzrosną, ostatecznie zgodził się na podwyżkę taryf PGNiG o 11,1%. To dobra wiadomość dla akcjonariuszy spółki i oczywiście nienajlepsza dla odbiorców gazu. Podwyżka wyjdzie w życie na początku listopada. Oznacza ona wzrost inflacji o około 0,2 pkt. Procentowego plus ewentualny efekt pośredni w kolejnych miesiącach. Oznacza to, że inflacja w tym roku może już nie spaść poniżej 4% r/r, choć wcześniej było to prawdopodobne. Z drugiej strony, można oczekiwać, iż największe podwyżki mamy już za sobą. Mimo słabszego złota, bardzo silny spadek cen ropy powoduje, że w przyszłym roku gaz kupowany przez polskiego monopolistę będzie tańszy. ■

## POLSKA POMAGA

Polska zdecydowała przyłączyć się do konsorcjum państw, które udzieli finansowego wsparcia Islandii. W skład konsorcjum najprawdopodobniej wejdą: Międzynarodowy Fundusz Walutowy, kraje skandynawskie, Polska, a także inne kraje. Planuje się, że konsorcjum przeznaczy łącznie 6 miliardów USD na pomoc dla Islandii. Polski wkład wyniesie prawdopodobnie 200 milionów USD. ■

## NIEOMYLNĄ FED – ŚWIAT WEDŁUG GREENSPAN'A

Wieloletni szef amerykańskiego FED przyznał się do winy za globalny kryzys finansowy podczas przesłuchania w senackiej komisji do spraw nadzoru i administracji. „Popelnilem błąd. Zakładając, że banki we własnym interesie będą same zdolne ochronić swoich udziałowców i swoje aktywa. Nie spodziewałem się znaczącego spadku ceny domów, bo nigdy wcześniej to nie nastąpiło. Myliliśmy się w bardzo wielu przypadkach” – powiedział Alan Greenspan. 82-letni były szef FED przez całe swoje życie wierzył teorię, że instytucje same poradzą bez odpowiednich, dodatkowych regulacji, które można było wprowadzić podczas kilkunastu lat sprawowania urzędu.

Pod adresem Greenspana padają oskarżenia, że ten podczas swojej kadencji doprowadził do powstania dużej bańki spekulacyjnej na rynku nieruchomości oraz do braku odpowiednich regulacji rynku instrumentów pochodnych. Greenspan, podczas swoich rządów w FED (1986-2006) był przeciwny właśnie nadmiernym regulacjom głównie m. in. w sektorze sekurytyzacji papierów wartościowych i pochodnych kredytowych. Aby zapobiegać dalszemu spowolnieniu gospodarczemu banki i inne instytucje finansowe potrzebują pomocy, którą może zapewnić jedynie kredyt od państwa, a którego nie może zapewnić sektor prywatny – powiedział A. Greenspan. ■

## ROBECO TFI WYCOFUJE SIĘ Z RYNKU

Kryzys na rynkach finansowych pokazał już wiele swoich odsłon. Po bankrutujących bankach pora przyszła na TFI. Pomimo, iż do bankrutstwa jeszcze daleko to z Polski wycofuje się jedno z najmłodszych TFI - Robeco. Holenderski Rabobank, właściciel Robeco, nie zdecydował się na opuszczenie Polski – jest głównym udziałowcem banku BGŻ. Władze TFI twierdzą, że „weryfikacja strategii grupy oraz zmiana warunków rynkowych sprawiły, że przedstawicielstwo w Polsce nie

wpisuje się już w strategię międzynarodowego rozwoju Robeco”. Ważne jest, że firma zapewni swoim klientom, „którzy zainwestowali w fundusze Robeco płynną konwersję ich inwestycji. Przewiduje się, że proces ten potrwa do kilku miesięcy”. Obecnie aktywa funduszu w Polsce to nieco ponad 2,5 mld zł. ■



## POLSKI ASSET MANAGEMENT CZYLI DOBRY SPOŚÓB NA DYWERSYFIKACJĘ INWESTYCJI

Wywiad z Łukaszem Paszkiewiczem, prezesem DM First International Traders

**Dorota Sierakowska: Dom maklerski First International Traders powstał w 2005 roku, ale działalność inwestycyjną rozpoczęli Państwo w lutym 2007 roku. Jak ocenia Pan działalność firmy na przestrzeni tych niecałych 2 lat?**

Łukasz Paszkiewicz: Rzeczywiście, FIT rozpoczęła działalność inwestycyjną dopiero w 2007r. Wcześniej przez 13 miesięcy firma procesowała przed KNF o zezwolenie na działalność. To był trudny okres, ponieważ musieliśmy ponosić koszty prowadzenia domu maklerskiego, nie prowadząc działalności zarobkowej. Mimo to oceniam ten okres pozytywnie.

Rozpoczynając działalność inwestycyjną

w 2007 roku, trafiliśmy na okres hurraoptymizmu inwestorów (niekoniecznie tych doświadczonych), którzy liczyli na złote góry. Na takim rynku ciężko było konkurować. Mimo to zdobyliśmy zaufanie klientów, którzy w drugiej połowie 2007 roku nauczyli się prawidłowego podejścia do ryzyka. Jako nieliczni zaoferowaliśmy klientom produkty z ochroną kapitału, chociaż wtedy o ewentualnych stratach prawie nikt nie myślał.

Co ważne, weszliśmy na rynek w momencie, gdy rynek walutowy był przez wielu inwestorów źle postrzegany ze względu na wiele niedoświadczonych firm, działających często bez licencji i źle zarządzających aktywami.

**DS: Działają Państwo głównie na rynku walutowym. W opinii wielu osób forex jest rynkiem trudnym i niełatwo zarobić na nim w dłuższym terminie. Co skłoniło Państwa do skupienia się właśnie na rynku walutowym?**

ŁP: To, że forex jest trudnym rynkiem, przyciągnęło nas do niego. Większość inwestorów nie miała odpowiedniej wiedzy, aby zarządzać aktywami właśnie na tym rynku. Działalność na rynku akcji byłaby dla nas mniejszym wyzwaniem.

Poza tym rynek akcji jest rynkiem cyklu i koniunktury, stąd uznaliśmy za bezsensowne oferowanie klientom produktów z nim związanych po kilku latach hossy. Dlatego pojawił

się pomyśl na rynek walutowy. Zgadza się, jest to produkt trudny, ale trudny jest każdy produkt, który zawiera w sobie element ryzyka. Produkt akcyjny wielu inwestorom wydawał się łatwy - a tymczasem dziś generuje on ogromne straty.

Z forexem wiąże się dodatkowo ryzyko dźwigni finansowej. Jednak rynek walutowy ma podstawową zaletę: można na nim zarabiać symetrycznie. Mimo to nie jest to rynek dla każdego, więc doradzam, aby klienci powierzali swoje środki profesjonalistom.

#### **DS: Dla kogo przeznaczone są Państwa produkty?**

ŁP: Naszymi klientami są głównie inwestorzy dojrzały, którzy nie zniechęcają się jednorazowym obniżeniem wyniku inwestycyjnego. Są to klienci świadomi, którzy rozumieją, że aby zarabiać w długim terminie, konieczna jest dywersyfikacja portfela.

#### **DS: A rynek walutowy doskonale nadaje się do dywersyfikacji?...**

ŁP: Nadaje się do tego świetnie. Przede wszystkim jest to rynek, który nie podlega koniunkturze. Przy odpowiedniej płynności da się na nim zarobić zarówno podczas hossy, jak i bessy. Natomiast rynek akcji jest jednostronny - wystarczy kupić akcje w odpowiednim momencie.

#### **DS: A jednak większość inwestorów kupuje akcje w złym momencie, pod koniec hossy.**

ŁP: Tak. Rządzi nimi chciwość, która przysłania im prostą zasadę, że czas dobrej koniunktury musi się kiedyś skończyć. Jako zarządzający aktywami chcemy te podstawowe emocje, czyli chciwość i strach, ograniczyć do minimum poprzez inwestowanie według określonej metody, a nie według naszych indywidualnych wizji czy aspiracji.

#### **DS: Proszę opowiedzieć o wykorzystywanym przez Państwa systemie transakcyjnym.**

ŁP: Metodą transakcyjną jest pewien algorytm, system oparty o modele ekonometryczne. Z tej przyczyny jest on pozbawiony emocji i konsekwentny.

#### **DS: A czy jest to system w pełni autonomiczny?**

ŁP: Tak. Człowiek jest potrzebny tylko do wprowadzania danych. Oprócz systemu transakcyjnego istnieje także model zarządzania wielkością pozycji, który określa, jakim ryzykiem obciążyć aktywa danego klien-

ta w danym momencie.

#### **DS: Czy mają Państwo minimalne progi wejścia w inwestycję?**

ŁP: Tak. Dla mniej zamożnego klienta przygotowaliśmy produkt za 25 tys. zł, natomiast cena bardziej wyrafinowanych produktów zaczyna się od 100 tys. zł. Górnej granicy oczywiście nie ma.

#### **DS: A czy ze strony polskich inwestorów jest zainteresowanie Państwa produktami?**

ŁP: W ostatnich dwóch miesiącach liczba rachunków wzrosła o 50%.

#### **DS: A więc światowy kryzys przysporzył Państwu klientów.**

ŁP: Rzeczywiście. Paradoksalnie kryzys na świecie wpłynął pozytywnie na naszą firmę.

#### **DS: Czy fakt, że First International Traders to w stu procentach polska firma, oparta o rodzimy kapitał, dało Państwu podczas kryzysu przewagę nad firmami z udziałem kapitału zagranicznego?**

ŁP: Tak, dało nam to niesamowitą przewagę. W pewnym sensie współczuję prezesom, którzy jedynie administrują firmami, posiadającymi ogromne spółki-matki. Nie mogą oni podejmować autonomicznych decyzji. Przewaga małych firm przejawia się w szybkości procesu decyzyjnego. Odpada tu także ryzyko drenażu środków z firmy czy też narzucenia decyzji o zwolnieniu pracowników. W polskiej firmie można być zarządzającym, a nie tylko administratorem.

#### **DS: Wspomniał Pan o koncentrowaniu się na bezpieczeństwie środków powierzonych Państwu przez klientów. W jaki sposób dbają Państwo o zabezpieczenie tych środków?**

ŁP: Każdy dom maklerski w Polsce musi należeć do Systemu Rekompensat przy Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych. Co więcej, w FIT odseparowujemy środki klientów od środków własnych. Bardzo często bowiem w różnych instytucjach środki własne są obciążone dużym ryzykiem - przykładem jest bank Barings, którego problemy były konsekwencją złego zarządzania środkami własnymi. W FIT środki własne są przeznaczane tylko na lokaty overnight. Natomiast stopień ryzyka związanego z zarządzaniem środkami klientów jest z góry określony w umowie.

#### **DS: W jaki sposób dostosowują Państwo strategię inwestycyjną do konkretnego klienta?**

ŁP: Dopasowanie odpowiedniego produktu do danego klienta jest wymogiem w prawie polskim. Przed podpisaniem umowy klient wypełnia ankietę, mającą ocenić przede wszystkim wiedzę, doświadczenie, stopień akceptacji ryzyka i zamożność klienta. Takie wstępne badanie jest potrzebne, ponieważ klient, który całe życie przechowywał swoje środki na lokacie, nie jest psychicznie przygotowany na to, by poświęcić cały swój majątek na produkt związany z rynkiem walutowym. Natomiast dla klienta świadomego ryzyka i dywersyfikującego swoje środki jest to produkt odpowiedni.

Niektórzy klienci decydują się na produkt walutowy, mimo że specjaliści im to odradzają. Na razie jest to możliwe. Jednak niedługo mają wejść w życie w Polsce regulacje europejskie, zrzucające odpowiedzialność za klienta na zarządzających aktywami. Wtedy słowo specjalisty będzie święte.

#### **DS: Jakie są plany FIT DM na najbliższe miesiące?**

ŁP: Dostrzegam w firmie ogromny potencjał, dlatego planujemy rozszerzyć działalność na rynek brytyjski, który jest atrakcyjny ze względu na dużą liczbę Polaków w Wielkiej Brytanii - czyli potencjalnych klientów - oraz ze względu na obecną sytuację firm brytyjskich, które poważnie ucierpiały w obecnym kryzysie i szukają nowych zarządzających. Jeśli ten swoistego typu sondaż da pozytywne rezultaty, to w dalszej perspektywie pomyslimy o utworzeniu oddziału w Wielkiej Brytanii. Chcielibyśmy także wprowadzić platformy inwestycyjne, czyli możliwość zarządzania aktywami przez samych klientów.

#### **DS: A czy planują Państwo pozostać wierni forexowi?**

ŁP: Na rynku walutowym najlepiej się znamy i dlatego wokół niego koncentrujemy swoją działalność. Ale nie wykluczamy rozszerzenia oferty, gdy zaangażujemy odpowiednich specjalistów i gdy okoliczności na rynku będą sprzyjające.

#### **DS: Dziękuję za rozmowę. ■**

First International Traders Dom Maklerski S.A. oferuje klientom usługi asset management na rynku walutowym. Firma jest w stu procentach finansowana przez polski kapitał i rozpoczęła działalność inwestycyjną 25 lutego 2007 roku.



ZRODLO: PAP/EP/STEFAN ZAKLIN, NA ZDL, SZEF FED BEN BERNANKE

## WIELKA ZRZUTKA NA KRYZYS

JAROSŁAW DĘBECKI  
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

Wydarzenia, jakich stajemy się świadkami, to nie tylko doskonała możliwość obserwacji jak działają obecne rynki finansowe. Obserwujemy jak tworzy się nowy układ sił ekonomicznych i historia, której za kilka lat będą uczyć na uczelniach ekonomicznych.

Ameryka przeżywa poważny kryzys. Tego nie da się nie zauważyć - zwłaszcza, że słyszymy o tym prawie na każdym kroku. Początek października obfitował w wydarzenia, które na długo pozostaną w pamięci inwestorów i ekonomistów. Jednak dopiero przyszłość zweryfikuje, czy podjęte działania były słuszne.

### Paulson daje nadzieję

Cały proces został zapoczątkowany przez Izbę Reprezentantów, która przyjęła plan Paulsona zakładający wsparcie systemu finansowego kwotą 700 mld dolarów. Wypicie toksycznych aktywów od banków miało poprawić bezpieczeństwo instytucji finansowych, posiadających w swoich aktywach owe instrumenty. Pierwsze głosowanie nad ustawą, które odbyło się 29 września, nie przyniosło pomyślnego rezultatu, co spowodowało paniką na giełdzie i spadkiem indeksu DJIA o 777pkt. Ponowna refleksja

nad treścią ustawy i analiza sytuacji rynkowej doprowadziła do przyjęcia planu wzbogaconego o przedłużenie ulg podatkowych dla przedsiębiorców i podniesienie gwarancji depozytów bankowych ze 100 tys. dolarów do 250 tys. dol. Niestety decyzja ta nie przyniosła spodziewanej euforii na rynku. Może dlatego, że inwestorzy założyli, że plan zostanie przyjęty i już wcześniej uwzględnili to w cenach akcji, lub po prostu stwierdzili, że 700 mld to za mało, aby uratować system.

### Trochę za mało

Nadzieję przyniosła dopiero kolejna zapowiedź wypompowania miliardów dolarów w system bankowy, które miałyby być przeznaczone na dokapitalizowanie niektórych banków poprzez zakup ich akcji za kwotę 250 mld. dol. Pojawiły się również spekulacje, które instytucje mogłyby liczyć na taki zastrzyk gotówki. Wymienia się tu między innymi Citigroup Inc., Goldman Sachs Group Inc., JP Morgan Chase&Co. oraz Bank of America Corp. Kwota 250 mld dolarów wraz z poprzednimi 700 mld w ramach planu Paulsona okazała się bardziej przemawiać do inwestorów i skłoniła ich do zakupu akcji. Zapach świeżych pieniędzy przekonał do zakupów również inwestorów ze starego kontynentu i z Azji, gdzie indeksy po rekordowych spadkach z poprzednich tygodni notowały rekordowe wzrosty.

### Kto da więcej?

Mleko rozlało się również w Europie. Okazało się, że nie tylko USA, ale wszystkie kraje G7 zostały wplątane w proces wyniszczający sektor finansowy. Można tu wspomnieć obniżenie ratingu grupy Unicredit, co spowodowało dramatyczną wyprzedaż akcji w Mediolanie. To zaś przełożyło się na przecenę akcji Pekao SA, którego akcjonariuszem większościowym jest Unicredit. Kolejnym znaczącym faktem było przejście angielskiego banku Bradford & Bigley przez hiszpańskiego Santandera za 772 mln euro. Problemy z wypłacalnością miała również grupa Fortis, której aktywa przejął rząd Holandii. Co więcej, stwierdzenie, że żadne państwo nie może zbankrutować, które dotychczas uważane było za niepodważalne, ostatnio okazało się nieprawdą. Pokazał to przykład Islandii, która po przejściu kontroli nad sektorem bankowym niemalże ogłosiła niewypłacalność i ostatnio rozpaczliwie poszukiwała finansowania ze strony MFW, a nawet Rosji.

Przywódcy krajów europejskich nie zostali daleko za swoimi kolegami z USA i w ślad za nimi uchwalili pakiety pomocowe dla rodzimych instytucji finansowych. Rząd Wielkiej Brytanii zaproponował 200 mld GBP (ok. 340 mld USD) na pożyczki dla systemu finansowego i kolejne 50 mld GBP (ok. 86 mld USD) na dokapitalizowanie ośmiu największych banków. Pierwsze pieniądze popłynęły do trzech gigantów: RBS, HBOS i Lloyds, których udziały zostały częściowo przejęte za 37 mld GBP. Podobne działania podjęła Francja, która ma zamiar wydać 360 mld euro na pomoc zagrożonym bankom i instytucjom finansowym, 320 mld euro na gwarancje kredytowe 40 mld euro na dokapitalizowanie banków., Także Niemcy wyłożyły 400 mld euro na gwarancje i 70 – 80 mld euro na pomoc bezpośrednią dla banków i instytucji ubezpieczeniowych. Austria zaproponowała 85 mld euro w formie funduszy gwarancyjnych i 15 mld w formie dokapitalizowania banków. Natomiast Holandia, która na ratowanie samego Fortisu wydała wraz z innymi krajami Beneluxu 4 mld Euro, wyłoży 200 mld euro na ratowanie upadających instytucji.

Jednak i te deklaracje nie zdały się na wiele. Wytchnienie od spadków dała dopiero skoordynowana decyzja banków centralnych o obniżeniu stóp procentowych o 50 pkt bazowych. Sama wielkość obniżki nie powalała tak jak fakt, że decyzja ta została podjęta jednocześnie przez banki centralne USA, Eurolandu, Wielkiej Brytanii, Kanady, Szwajcarii, Szwecji i, co ciekawe, bank centralny Chin. Po tej decyzji na rynku zapanowała euforia, która jednak nie trwała długo.



## Zaufanie na wagę złota

Decyzje, które zostały podjęte, oprócz wsparcia finansowego dla poszczególnych instytucji miały jeszcze jeden bardzo ważny wymiar – psychologiczny. Do odbudowania są nie tylko fundamenty banków, ale i zaufanie. Należy tu zwrócić uwagę na fakt, że banki są instytucjami zaufania publicznego i spadek zaufania do nich może spowodować lawinowe wycofywanie depozytów klientów indywidualnych. Taka sytuacja może boleśnie zaszkodzić kondycji banku lub doprowadzić do jego niewypłacalności. Działania te mają zatem zapewnić, że w razie potrzeby pieniądze na wypłaty się znajdują.

Drugi aspekt to zaufanie na rynku międzybankowym. Gwarancje rozliczeń transakcji i obniżenie stóp procentowych mają za zadanie zwiększyć zaufanie instytucji do siebie nawzajem oraz zapewnić tańszą i bezpieczniejszą wymianę płynności.

## Polska się trzyma

W dobie globalnego kryzysu załamania nie ominęło polskiego sektora bankowego. Tu jednak sytuacja przedstawia się trochę inaczej, gdyż sama kondycja instytucji finansowych prezentuje się nadzwyczaj dobrze na tle Europy Zachodniej. Zarówno rząd, jak i Narodowy Bank Polski zapewniają na przemian, że sytuacja, z jaką borykają się zachodnie instytucje, ominie Polskę. Większość ekonomistów przyznaje im rację. Polskie banki nie inwestowały w instrumenty pochodne oparte na amerykańskich kredytach hipotecznych, a pomimo dynamicznego wzrostu wielkości udzielonych kredytów pod budowę domu lub zakup mieszkania, wskaźnik zadłużenia jest nadal na bardzo niskim poziomie.

Pojawił się jednak problem braku wzajemnego zaufania polskich banków. Przyczyną może być fakt, że ich akcjonariuszami większościowymi są instytucje zagraniczne, które straciły do siebie zaufanie na innych rynkach i przekładają to na nasze podwórko.

## Zaufaj Skrzypkowi

W odpowiedzi na taką sytuację bank centralny przygotował sześciopunktowy „pakiet zaufania”, który ma na celu pobudzenie ruchu na rynku międzybankowym. Składają się na niego operacje otwartego rynku w formie operacji repo o okresie zapadalności do 3 miesięcy; operacje SWAP-ów walutowych; możliwość zabezpieczania kredytu refinansowego depozytem walutowym; modyfikacja w systemie operacyjnym kredytu lombardowego; utrzymanie emisji 7-dniowych bonów pieniężnych jako głównego instrumentu sterylizacji nadpłynności; możliwość wprowadzenia wyższej częstotliwości operacji otwar-

tego rynku. Na efekty tych działań należy jednak poczekać jeszcze jakiś czas.

Wraz z ogłoszeniem „pakietu zaufania” oznajmiono, że NBP nie wprowadzi gwarancji, jakie zastosowano w innych krajach z tego względu, że w Polsce nie ma miejsca kryzys finansowy, a jedynie kryzys zaufania. Niemniej jednak rząd przegłosował ustawę o podwyższeniu gwarancji zwrotu depozytu bankowego w 100% z 1000 euro do 50000 euro, co ma uspokoić klientów chcących wypłacić swoje środki.

## Obawy o gospodarkę

Obserwacja rynku daje jednak wiele do myślenia, gdyż w parkiecie panuje na zmianę to przerażenie, to euforia i nikt nie wie, które z tych uczuć będzie przeważało w najbliższym czasie.

Jednak nastroje na giełdzie to nie wszystko - problemem pozostaje ogólnie nie najlepszy stan amerykańskiej gospodarki. Należy się zastanowić, czy powiększanie deficytu budżetowego, który i tak jest już olbrzymi,

nie spowoduje poważniejszego załamania w gospodarce, a obniżanie stóp procentowych nie napędzi inflacji. Prognozuje się, że wzrost gospodarczy w najbliższym okresie będzie kształtował się na poziomie ok. 0,2% lub przerodzi się w stagnację. Czy mamy więc do czynienia ze wczesnym stadium recesji? Już niedługo może okazać się, że tak. Konsekwencje dla światowej gospodarki mogą być dramatyczne, jeśli popyt ze strony USA znacznie stopniowo spadać. Optymizmem nie napawają też najnowsze dane makro o zatrudnieniu. Firmy produkcyjne już zapowiadają obniżenie zatrudnienia. ■

AUTOR JEST CZŁONKIEM KOŁA NAUKOWEGO INWESTYCJI I FINANSÓW MARKET WIZARDS DZIAŁAJĄCEGO NA WYDZIALE NAUK EKONOMICZNYM UW



## Ile kosztuje kryzys? Wydatki rządów na ratowanie systemu finansowego.

USA	950 mld USD
Wielka Brytania	446 mld USD
Francja	460 mld USD
Niemcy	600 mld USD
Austria	130 mld USD
Holandia	260 mld USD
suma	2 846 mld USD

# TANIE AKCJE PRZYCIĄGNĄ INWESTORÓW

Gdyby nie napięta sytuacja na światowych rynkach finansowych, polscy inwestorzy biliby się o przecenione akcje. Dawno bowiem na giełdzie nie było tak tanio.

ARTUR SZCZEPKOWSKI  
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

Październik 2007 roku – wartość indeksu WIG20 przekracza 3900 a mWIG40 4700 punktów. Inwestorzy kupują akcje na potęgę, co potwierdzają ogromne obroty na giełdzie. Właściciele TFI także nie są zawiedzione napływem gotówki do funduszy. Mimo oznak zbliżającego się kryzysu, mało osób myśli o przyszłości w czarnych barwach, a już na pewno nikt nie przewidział tego, co się stało rok później.

Październik 2008 roku – indeks WIG20 broni poziomu 1500 punktów, mWIG40 podobnie. Inwestorzy panicznie pozbywają się akcji. Nie patrzą na fundamenty: dla nich ważne jest, by mieć gotówkę w portfelu. Główne indeksy tracą na wartości po kilka procent dziennie. Fundamentalnie jest zaś bez zmian. Spółki ciągle są rentowne, nieźle zarabiają i wykazują przyzwoitą dynamikę przychodów.

## Analicyści radzą kupować

W ostatnich tygodniach analitycy giełdowi coraz częściej powtarzają, że właśnie teraz jest najlepszy moment na kupno akcji. W wielu przypadkach mamy do czynienia z

historycznymi minimami cen. Minima te zostały osiągnięte bez znaczących zmian w fundamentach - zarówno samych spółek, jak i całej gospodarki. Oczywiście mało kto dziś ryzykuje stwierdzenie, że kryzys na światowych rynkach finansowych nie dotknie polskiej gospodarki. Prognozy jednak są nadal zadowalające: kilkuprocentowy wzrost PKB, niska inflacja i perspektywa wejścia w najbliższych latach do strefy euro. Nie jest więc źle.

## Wskaźnikowo jest tanio

Pod koniec października połowa spółek giełdowych była wyceniana poniżej ich wartości księgowej. Oznacza to, że inwestorzy mogli kupić majątek spółki taniej niż wynosi jego faktyczna (bilansowa) wartość. Odsetek ten jest bardzo wysoki i powoli zbliża się do tego z końca poprzedniej bessy. Tyle, że wtedy była zupełnie inna sytuacja gospodarcza.

Spółki ze wskaźnikiem C/WK mniejszym niż 1,5 (czyli ciągle atrakcyjnym) stanowią obecnie ok. 72 proc. spółek notowanych na giełdzie w Warszawie. Firm wycenianych znacznie powyżej wartości księgowej jest niewiele. Niechlubnym przykładem jest Atlantis, którego wartość rynkowa pod koniec października była ponad 90 razy

większa od wartości księgowej. Dla drugiej w kolejności firmy wskaźnik C/WK wyniósł już „tylko” 17 (BEST).

Równie atrakcyjnie wyglądają wyceny, gdy przeanalizujemy stosunek ceny do zysku. Dla 48 proc. firm jest on mniejszy niż 10. Jeszcze rok temu obserwowalibyśmy zapewne wezwania na akcje tych spółek. Co więcej, około 60 z nich ma wskaźnik C/Z poniżej 5. Według danych GPW dla spółek wchodzących w skład indeksu WIG20 wynosi on obecnie ok. 7,5, natomiast dla mWIG40 niewiele ponad 6. Rok temu było to kilka razy więcej.

## Dywidenda, dywidenda

W ostatnich miesiącach coraz częściej analitycy oraz inwestorzy zwracają uwagę na stopę dywidendy. Jest to banalny wskaźnik mówiący o tym, jaką procentową wartość aktualnej ceny akcji stanowi ostatnio wypłacona dywidenda. W czasie hossy nie ma on dużego znaczenia. Większość spółek wyceniana jest tak wysoko, że ewentualna dywidenda stanowi jedynie niewielki ułamek ceny akcji. Podczas bessy jest odwrotnie. Nierzadko stopa dywidendy przewyższa oprocentowanie najlepszych lokat bankowych. Spółki, które dzielą się zyskami z akcjonariuszami, są najczęściej mocne fundamentalnie. Inwestorzy

liczą, że jeśli nie zarobią na wroście kursów, to przynajmniej dostaną przyzwoity zysk w postaci dywidendy. Oczywiście jeśli zostanie ona wypłacona w kolejnym roku.

Zyskiem z 2007 roku podzieliło się do- tychczas około 30 proc. spółek notowanych na GPW. W wielu przypadkach były to groszowe kwoty, które nie przekraczały 3-4 proc. wartości akcji - oczywiście wartości obecnej, bowiem na szczycie hossy stosunek ten wyglądał znacznie gorzej. Aktualnie stopa dywidendy dla 36 firm wynosi powyżej 7 proc., czyli odpowiada przyzwoitemu oprocentowaniu lokaty bankowej. Jest to więcej niż inflacja, a więc nie trzeba obawiać się o realną utratę wartości pieniądza. Dla 16 firm stopa ta wynosi więcej niż 10 %, a dla 3 firm jest to nawet ok. 30 proc.

### Same wskaźniki nie wystarczą

Kupno akcji jedynie na podstawie porównania wspomnianych wskaźników nie jest idealnym rozwiązaniem. Wskaźniki są bowiem tworzone na podstawie historycznych danych bilansowych, a te niekoniecznie muszą odzwierciedlać rzeczywistość. Bardzo niski stosunek kapitalizacji firmy do wartości księgowej może oznaczać, że gdzieś jest haczyk. Składniki majątku zapisane w bilansie mogą nie oddawać ich rzeczywistej wartości - firma może przynosić straty. Może być także na tyle zadłużona, że nikt nie przewiduje zysków w najbliższych latach. Zazwyczaj istnieje jakiś powód takiej wyceny, czasem jest ich kilka. TelForceOne będący jedną ze spółek o najniższym wskaźniku C/WK (0,26) ma wartość rynkową ok. 20 mln zł. Jest to o tyle ciekawe, że w 2007 roku firma, debiutując na giełdzie, pozyskała znacznie więcej środków niż jest teraz warta. Awersja do akcji jest jednak po części uzasadniona. Spółka nie dość, że nie zrealizowała zakładanych inwestycji, to jeszcze poniosła spore straty. Aktualnie realizowany jest program naprawczy. Zapewne większość inwestorów nie wierzy w jego skuteczność.

Idealnym wskaźnikiem nie jest też stosunek wartości rynkowej do zysku. Okazuje się, że zyski mogły być jednorazowe, bądź sytuacja spółki mogła ulec diametralnej zmianie. Mogły mieć na to wpływ, np. pogorszenie perspektyw dla rynku, czy też dla całej gospodarki na kolejne lata. Ale nie tylko. Czasem okazuje się, że spółka jest w trakcie emisji nowych akcji i przez to wskaźniki nie mają dużo wspólnego z rzeczywistością. Może też okazać się, że firma nie ma szans na powtórzenie niezłego wyniku. Tak jest z KGHM, którego zyski są skorelowane z ceną miedzi. Ta zaś w ostatnich tygodniach mocno taniała.

Sytuacja ta nie odbija się mocno na wynikach za 2008 rok, niemniej inwestorzy biorą pod uwagę dłuższą perspektywę.

### Dywidendy może nie być

Stopa dywidendy także nie jest idealnym wskaźnikiem. To, że firma wypłaciła dywidendę, nie jest równoznaczne z tym, że będzie robiła tak dalej. Jest niemal pewne, że wspomniany już KGHM w przyszłym roku nie podzieli się zyskiem lub odda go znacznie mniej niż w 2008 r. Analogicznie może być z innymi spółkami. Nie wszystkie mogą wygenerować podobny zysk, a część z firm może chcieć przeznaczyć wolne środki na inwestycje. Nie musi to być regułą, niemniej zbyt wysoki wskaźnik może oznaczać, że sytuacja w spółce zmieniła się i perspektywy na przyszłość nie są już tak obiecujące.

### Czy warto teraz inwestować

Spółki wskaźnikowo są bardzo atrakcyjne. Szczególnie zadowoleni z tego faktu są inwestorzy długoterminowi, którzy właśnie przebudowują swoje portfele. Trzeba jednak pamiętać, aby do wskaźników nie podchodzić bezkrytycznie. Są one bowiem prostymi formułami opartymi na danych historycznych, które pozwalają jedynie wstępnie określić, czy firma jest atrakcyjna, czy też nie.

Nie bez znaczenia dla inwestorów jest fakt, że aktualnie trwa okres publikacji sprawozdań za trzeci kwartał. Zdecydowanie łatwiej jest zatem prognozować wyniki za cały rok. Oczywiście przy wycenach należy wziąć także pod uwagę skutki ewentualnego spowolnienia tempa wzrostu gospodarki. Recesja Polsce nie grozi, ale niektóre branże mogą mieć problemy, co zapewne przełoży się na wyniki w tym roku i w późniejszych latach.

Trudno jednoznacznie odpowiedzieć na pytanie, czy właśnie teraz warto kupować akcje. Nigdy nie jest bowiem tak tanio, by nie mogło być taniej. Nikt zatem nie zagwarantuje, że kupując dzisiaj kupimy po najniższych cenach. Z drugiej jednak strony trzeba pamiętać, że nie powinno się za wszelką cenę próbować łapać dołków (i górerek), ponieważ jest to niewykonalne. Można tylko niepotrzebnie narazić kapitał na spore straty. Czy zatem warto czekać, aż akcje będą tańsze, co wcale nie jest pewne? Jedna z giełdowych zasad głosi, że kupuje się tanio, a sprzedaje drogo. Niewątpliwie teraz jest tanio. ■

### Spółki z najniższym wskaźnikiem C/WK

Spółka	C/WK
Immoeast	0,10
Groclin	0,11
Karen Notebook	0,14
Polcolorit	0,15
Orco Group	0,15
Wistil	0,18
Jutrzenka	0,20
Hutmen	0,20
Amica	0,23
Boryszew	0,23
Krosno	0,25
Ambra	0,25
Gant Development	0,26
Ponar	0,26
TelForceOne	0,26

Źródło: PAP, 29.10.2008

### Spółki z najniższym wskaźnikiem C/Z

Spółka	C/Z
Jutrzenka	0,40
Plaza Centers	0,80
Eurofaktor	0,80
NFI OCTAVA	0,90
Olympic	1,00
Immoeast	1,30
Orco Group	1,30
Gant Development	1,40
Kopex	1,40
KGHM	1,50
Polna	1,60
Police	1,70
Pegas Nonwovens	1,70
Bank BPH	1,70
Dom Development	1,80

Źródło: PAP, 29.10.2008

### Spółki z najwyższą stopą dywidendy

Spółka	D/Y
Grajewo	39,10
Plaza Centers	32,60
KGHM	30,70
UniCredit	15,70
Bipromet	14,90
Sanok	14,80
Atlas Estates	14,80
bmp	13,20
Drozapol-Profil	12,90
Dom Development	12,60
North Coast	12,60
Ambra	12,30
Pegas Nonwovens	11,60
Warimpex	11,00
ATM	10,70

Źródło: PAP, 29.10.2008

# MANIPULACJA NA WAGĘ ZŁOTA

DOROTA SIERAKOWSKA  
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL

**Złoto to jeden z podstawowych surowców, którymi obraca się na światowych giełdach. Jednak niewielu inwestorów zdaje sobie sprawę z tego, że rynek złota tak naprawdę istnieje dopiero od początku lat 70. XX wieku. Wcześniej cena złota była odgórnie ustalana. Dziś rynkiem tego szlachetnego metalu teoretycznie sterują rynkowe siły. Nie przeszkadza to niektórym analitykom w snuciu konspiracyjnych teorii o manipulacji ceną złota. Na ile teorie te są prawdziwe?**

Znaczenie złota w gospodarce światowej jest nieocenione - metal ten przez wieki pełnił rolę pieniądza lub stabilizatora kursu walutowego. System waluty złotej i jego późniejsze modyfikacje podkreślały rolę złotego kruszcza w kształtowaniu się międzynarodowego systemu walutowego. Cena złota przez wiele lat była kontrolowana przez rządy państw - a z kontroli nad tak ważnym surowcem bardzo trudno zrezygnować.

## System z Bretton Woods, jego problemy...

Powstały tuż po II wojnie światowej system dewizowo-złoty (zwany też systemem z Bretton Woods) ustalił cenę złota na poziomie 35 dolarów za uncję. Sztuczne powiązanie amerykańskiej waluty ze złotem tylko pozornie stabilizowało kursy walut na świecie. Słabość systemu, wynikająca z niekonsekwentnej polityki gospodarczej USA, wyszła na jaw już pod koniec lat 50., gdy pomimo niezmiennych rezerw złota następował wzrost podaży dolara. Cena złota podskoczyła wtedy do 40 dolarów za uncję, stając w sprzeczności z założeniami systemu. Aby uniknąć tej niepokojącej rozbieżności, powołano do życia tzw. „wspólną pulę złota”, poprzez którą banki centralne USA i niektórych państw europejskich zobowiązały się do interwencji na rynku złota w razie konieczności.

Wspólna pula złota nie przetrwała próby czasu. Obrona nienaturalnie niskiej ceny złota wymagałaby bowiem od państw członkowskich ogromnych i częstych interwencji.

## ... i ostateczny upadek

Na przełomie lat 60. i 70. system dewizowo-złoty zaczął się sypać. Dolar tracił wiarygodność, zwłaszcza że nie cała podaż amerykańskiej waluty miała pokrycie w kruszcu. W konsekwencji w 1971 roku oficjalnie zniesiono wymienialność dolara na złoto, a rynkiem tego szlachetnego metalu zaczęły rządzić siły popytu i podaży. Kolejne lata pokazały, jak sztuczne było ustalenie ceny złota na poziomie 35 dolarów za uncję. Upadek systemu z Bretton Woods zapoczątkował hossę na rynku złota - na początku lat 80. cena kruszcza wynosiła około 850 dolarów!

## Dynamiczne lata osiemdziesiąte

Cena złota w latach 80. XX wieku zależała w dużym stopniu od kondycji amerykańskiej waluty. Antyinflacyjna polityka za rządów Ronalda Reagana, prowadzona przez ówczesnego szefa Fed, Paula Volckera, sprowadziła w 1982 roku cenę złota do poziomu 300 dolarów. Wysokie stopy procentowe w Stanach

Zjednoczonych przyczyniły się do aprecjacji amerykańskiej waluty, a w konsekwencji - do nasilania się problemów zadłużeniowych wielu państw świata.

W 1985 roku, po ostrej krytyce polityki monetarnej Reagana ze strony partnerów gospodarczych Stanów Zjednoczonych, obniżono poziom stóp procentowych, co przyczyniło się do deprecjacji dolara. Dodatkowo, okres dobrej koniunktury nakręcał spekulację na rynku akcji i nieruchomości. Pojawiły się także instrumenty pochodne, również na rynku złota, które nakręcały popyt na kruszec bez zwiększania jego podaży.

### Podejrzenia GATA

Według niektórych inwestorów cena złoto kruszcu także dziś jest ustalana, jednak w sposób bardziej dyskretny. Do szerzenia tej nieco konspiracyjnej teorii w dużym stopniu przyczynił się powstały w 1999 roku Gold Anti-Trust Action Comitee (GATA). Członkowie tej organizacji, głównie ekonomiści, są przekonani, że cena złota byłaby dużo wyższa, gdyby banki centralne nie sprzedawały co jakiś czas sporych ilości złota ze swoich rezerw. GATA sugeruje więc, że banki centralne mają jakiś interes w tym, aby cena złota pozostawała na - jak sądzą - nienaturalnie niskim poziomie.

I tu nasuwa się pytanie: dlaczego bankom centralnym miałyby zależeć na niskiej cenie kruszcu? Odpowiedź nie jest taka oczywista, zwłaszcza, że podmioty te posiadają teoretycznie bardzo duże zasoby złota i wyższa cena kruszcu podniosłaby wartość ich rezerw. Jednak z drugiej strony wysoka cena złota obnażałaby słabość papierowego pieniądza, jeszcze bardziej uwydatniając procesy inflacyjne. To oznaczałoby, że rządy nie mogłyby bezkarnie drukować ogromnej ilości papierowych pieniędzy, bo spadek ich wartości byłby uwzględniony w cenie złota. Dotyczy to w szczególności dolara amerykańskiego, w którym wyrażana jest cena kruszcu na światowych rynkach.

### Jak to jest ze srebrem

Podejrzenia dotyczące manipulacji ceną złota nie mieszczą się w głowie większości inwestorów. Tymczasem na rynku metali szlachetnych taka sytuacja nie należy do wyjątkowych. Wystarczy wspomnieć tu o działalności The Silver Users Association (SUA) - organizacji zrzeszającej przedstawicieli przemysłu fotograficznego, elektronicznego, biżuteryjnego, lustrzanego, a także producentów srebrnej zastawy stołowej oraz podmioty handlujące srebrem.

Do oficjalnych celów stowarzyszenia należy między innymi zachęcanie rządu amerykańskiego do sprzedaży nadwyżki posiadanych przez nich akcji związanych z rynkiem srebra oraz współpraca z rządem, mająca na celu eliminację nadmiernej spekulacji na rynku srebra. Jednak niewiele osób ma wątpliwości co do faktu, że podmioty zrzeszone w SUA mają wspólny interes przede wszystkim w niskiej cenie srebra. Wśród członków stowarzyszenia znajdują się m.in. Eastman Kodak, DuPont czy Tiffany & Co., czyli firmy używające srebra w swoich procesach produkcyjnych. Fakt, że podejmują one działania mające na celu utrzymanie ceny srebra na niskim poziomie, nie powinien więc dziwić.

### Co z tą manipulacją?

Póki co na rynku złota nie powstała żadna organizacja o analogicznych do SUA celach. Przyczyną może być fakt, że złoto nie posiada tytułu zastosowań w przemyśle, ile ma ich srebro. W konsekwencji na rynku złota nie działa aż tyle firm, skłonnych lobbować na rzecz niskiej ceny złota.

Nie musi to oznaczać, że manipulacja ceną złota nie istnieje. Swojego czasu oliwy do ognia dolał sam Alan Greenspan, występując w 1998 roku przed amerykańskim Kongresem. Greenspan pojawił się tam w celu uzasadnienia, dlaczego agencja CFTC (Commodity Futures Trading Commission) nie powinna regulować obrotu instrumentami pochodnymi na złoto na rynku OTC. Przemówienie ówczesnego szefa Fed sugerowało, że regulacja taka nie jest potrzebna, ponieważ w przypadku wysokiej ceny kruszcu bank centralny będzie wypuszczał na rynek złoto za pomocą leasingu. Wiele osób zinter-

pretowało to przemówienie jako ujawnienie prawdziwego celu leasingu złota - miała nim być nie chęć zarobienia na procedurze leasingu, lecz próba utrzymania ceny kruszcu na niskim poziomie.

Również William R. White, szef Departamentu Pieniężno-Gospodarczego Banku Rozrachunków Międzynarodowych (Bank for International Settlements, BIS) pozostawił duże pole do interpretacji pewnej wypowiedzi. Na konferencji BIS w 2005 roku White wypunktował pięć podstawowych celów współpracy pomiędzy bankami centralnymi. Ostatnim z nich było „zapewnienie wspólnych międzynarodowych wysiłków zmierzających do wpływania na ceny aktywów (zwłaszcza złota i walut) w przypadku, gdyby uznano to za pożyteczne”. I tu pojawia się pytanie: dla kogo manipulowanie cenami aktywów może być pożyteczne?

### Ziarenko prawdy

Przypuszczenia dotyczące manipulowania ceną złoto kruszcu są stare jak sam rynek metali szlachetnych. Stowarzyszenie GATA konsekwentnie wyszukuje fakty, mające potwierdzić jego prawdziwość. Jednak dopóki nie przyłapie się kogoś na gorącym uczynku, dopóty domysły te będą wypierane ze świadomości inwestorów.

Jedno jest pewne: jeśli tego typu manipulacja rzeczywiście ma miejsce, to prędzej czy później wyjdzie ona na jaw. Zasoby złota na świecie są ograniczone - i mimo że banki centralne posiadają spore ilości kruszcu, to nie będą mogły wypuszczać go na rynek w nieskończoność. ■



# @ARCHIWUM

MIESIĘCZNIK TREND DOSTĘPNY ONLINE

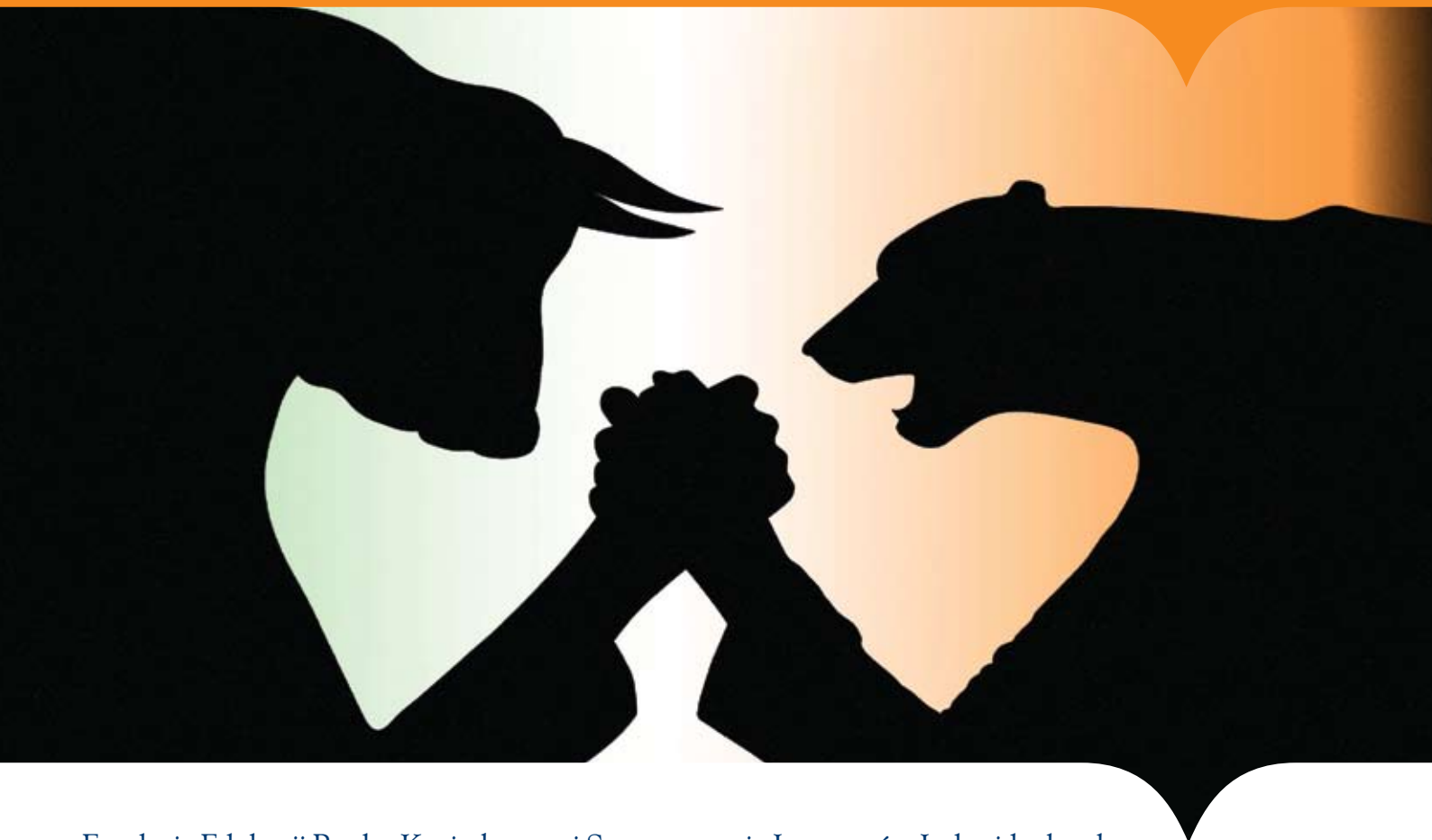
WWW.GAZETA**TREND**.PL



FORUM MIESIĘCZNIK

# III OGÓLNOPOLSKIE FORUM KÓŁ NAUKOWYCH RYNKU KAPITAŁOWEGO

28 - 29 LISTOPADA 2008 r., Międzyzdroje, Hotele Aurora i Amber Baltic



Fundacja Edukacji Rynku Kapitałowego i Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych zapraszają do udziału w **III Ogólnopolskim Forum Kół Naukowych**.

W programie m.in.:

- Warsztaty i wykłady o tematyce giełdowej: analiza techniczna; możliwości inwestycyjne: akcje, kontrakty, rynek surowcowy; zarządzanie portfelem; inwestycje w czasie niepewności na rynku
- Udział w wybranych wykładach konferencji „Profesjonalny Inwestor” i Forum Akcjonariat
- Zawody sportowe: piłka nożna, bowling

Udział w Forum dla członków kół naukowych jest bezpłatny. Liczba miejsc ograniczona.

W celu zgłoszenia udziału prosimy wypełnić formularz zgłoszeniowy zamieszczony na stronie: [www.ferk.pl](http://www.ferk.pl).

Serdecznie zapraszamy!

Współorganizatorzy



Główny Partner



Patronat Honorowy



Partnerzy



Patroni Medialni



## CO SŁYCHAĆ NA WALL STREET?

POLITYCY MAJĄ  
O CZYM MYŚLEĆ

PIOTR KUCZYŃSKI  
XELION. DORADCY FINANSOWI

Na początku października sytuacja na rynkach finansowych mocno się pogorszyła. Prawdę mówiąc nie można się dziwić, że noblista Paul Krugman przyznał, iż w piątek 10 października był przerażony (też byłem wystraszony). Już w poniedziałek 13 października powiedział, że odetchnął z ulgą, bo rządy wielu krajów stanęły na wysokości zadania, dzięki czemu pogorszenie sytuacji na rynkach i w gospodarce nie przyjmie postaci 90-stopniowego spadku, a „jedynie” osuwnia się pod kątem 45 stopni. Zawsze to jakaś pociecha.

Odnutować trzeba, że to Europa, a konkretnie Wielka Brytania, dała przykład reszcie świata. Państwa UE postanowiły, że każdy z krajów będzie przejmował udziały w bankach mających kłopoty, zagwarantuje pożyczki międzybankowe (skutkiem powinno być odmrożenie rynku kredytowego), będzie kupował papiery dłużne przedsiębiorstw i generalnie zrobi wszystko, co trzeba, żeby przywrócić zaufanie do sektora finansów. W sumie UE dostarczy gwarancji i gotówki na kwotę około 2 bilionów dolarów. USA poszły europejską drogą. Drogą bardzo rozsądną. Prezydent Bush zapowiedział, że FDIC (instytucja gwarantująca depozyty) zwiększy ochronę depozytów i będzie ubezpieczała pożyczki na rynku międzybankowym. Poza tym Departament Skarbu ogłosił wreszcie swój plan, w ramach którego rząd będzie mógł przejmować udziały w wyselekcjonowanych bankach, podnosząc ich kapitały. Z przyjętego przez Kongres planu TARP pójdzie na to 250 mld USD (25 miliardów na jeden bank). Kupowane akcje nie będą miały prawa głosu, a w odpowiednim czasie rząd je po prostu sprzeda.

To oczywiście nie kończy kryzysu, ale daje szanse na pozytywny rozwój sytuacji w okresie kilku miesięcy (tylko szansę). Generalnie uważam, że powodem olbrzymich spadków indeksów i cen akcji była (jest) wymuszona sprzedaż aktywów przez fundusze (w dużej części fundusze hedgingowe). Uważam też, że najpóźniej do końca pierwszej dekady listopada na rynkach zostanie osiągnięte dno. Potem indeksy będą rosły i na przełomie roku (przełom roku to okres między listopadem i lutym) mogą odrobić nawet 30 procent strat.



Niewykluczone jest też, że to dno na świecie zostało dotknięte 10 października, chociaż zwrot indeksów w USA (16.10) był zbyt oczekiwany (nawet w TV tego oczekiwano), co stawia pod znakiem zapytania to stwierdzenie. Wszystkie fora internetowe zarzucane są spekulacjami na temat nadchodzącego odbicia. Kontrarianin powiedziałby, że w tych warunkach nie ma na nie szans. Nie można jednak wykluczyć, że tym razem większość ma rację.

Poniżej spróbuję uzasadnić swoją tezę. Przede wszystkim wiele funduszy hedgingowych zezwala na wycofywanie kapitału raz w roku: na jego koniec. Datą graniczną złożenia zlecenia jest 90 dni przed końcem roku (1 października) lub 45 dni (15 listopada). Przed 15 listopadem większość funduszy, a po 15 wszystkie fundusze podlegające tym regulacjom będą już wiedziały, ile potrzebują pieniędzy. Potem już będą miały spokój do końca 2009. Olbrzymim obciążeniem dla rynku była też konieczność uregulowania zobowiązań wynikających z Credit Default Swaps (CDS) bazujących na zobowiązaniach upadłego Lehman Brothers. Te CDS rozliczone zostały w końcu października. To 365 mld USD, na które zbierana była w październiku gotówka. Mówi się o CDS-ach Fannie Mae i Freddie Mac oraz Wachovii, ale tam de iure upadłości nie było, więc i problemy będą zdecydowanie mniejsze.

Musimy pamiętać też o tym, że instytucje, które zaczną używać 2 bilionów euro i 700 mld USD pomocy zaaprobowanej przez rządy w USA i Kongres USA tak naprawdę powstaną na początku listopada, co gwałtownie zwiększy i tak już poprawiające się zaufanie. W połowie października stawki LIBOR spadały na rynku międzybankowym, co sygnalizowało, że banki chętniej zaczynają sobie pożyczać pieniądze. Nic dziwnego, skoro w każdym przypadku, kiedy pojawiały się

problemy, rządy natychmiast przychodziły z pomocą (przykład UBS, ING, czy banków w Korei Południowej).

Brak wyprzedzący funduszy hedgingowych i zbierania gotówki na pokrycie CDS automatycznie zahamuje olbrzymią część podaży na giełdach akcji i surowców, co powinno doprowadzić do wzrostu indeksów. Ze wzrostem ceny akcji i zaufania na rynku międzybankowym znacznie się upowszechniać teza o recesji typu V, która rozpoczęła się w tym roku i zakończy najpóźniej wiosną 2009 roku. Wierzący w taki rozwój sytuacji fundusze będą z chęcią kupowały akcje. Zawsze kupuje się przecież wcześniej, w trakcie trwania recesji, licząc na jej szybki koniec. Poza tym znacznie się twierdzi, że akcje zostały stanowczo zbyt mocno przecenione.

W takiej sytuacji politycy uspokoją się i dojdą do wniosku, że nie ma co przeprowadzać poważnych reform. Przesłanie się mówić o reformie kapitalizmu i o nowym Bretton Woods, co tak wielu szefów państw jeszcze w październiku propagowało. Co bardziej istotne rządy nie pójdą w stronę gospodarki popytowej, keynesowskiej, nie pomogą Main Street, czyli realnej gospodarce (większa płaca minimalna, cięcia podatków dla mniej zarabiających, rządowe inwestycje w infrastrukturę, pomoc zadłużonym kredytobiorcom). To zaniedbanie się zemści, a recesja przyjmie formę litery U lub nawet L, czyli będzie trwała 2 lata lub nawet dłużej.

Jeśli taki scenariusz się sprawdzi, to w przyszłym roku (gdzieś w pierwszych 4 miesiącach) wrócimy do spadków, które nie będą paniczne, ale za to będą trwały długo (rok?), a indeksy ustalą nowe minima. Pozostaje mieć nadzieję, że ten, pesymistyczny, scenariusz się nie sprawdzi, a politycy zrobią to, co powinni. Gdyby tak się stało, to dołek bessy na giełdach globalnych zostałby osiągnięty już 10 października. ■





## ZŁOTY W PAŹDZIERNIKU - SZALONYM MIESIĄCU

KRZYSZTOF DANKOWSKI  
DOM MAKLERSKI X-TRADE BROKERS

Październik na polskim rynku walutowym był jednym z najbardziej nerwowych miesięcy od wielu lat. Bardzo wysoka zmienność, jaka zapanowała na złotym, a także na pozostałych walutach naszego regionu, była odzwierciedleniem nerwowych nastrojów panujących na świecie w ostatnim miesiącu. Dotknęło to w szczególności rynki wschodzące, do których zaliczana jest również Polska. Źródłem takiej sytuacji były problemy Węgier, Ukrainy oraz Białorusi, które zmuszone były poprosić o pomoc Międzynarodowy Fundusz Walutowy w celu ratowania swoich systemów bankowych. Na skutek tych wydarzeń znacząco wzrosła awersja do ryzyka wśród inwestorów obecnych na rynkach naszego regionu, co przełożyło się bezpośrednio na polski rynek walutowy, a także warszawską giełdę.

### Region ciąży

Polski złoty, jako waluta będąca w regionie dotkniętym problemami, bardzo silnie odczuł te zawirowania, osłabiając się w przeciągu pierwszych trzech tygodni października o kilkadziesiąt groszy w stosunku do najważniejszych światowych walut. Najbardziej widoczne było osłabienie w stosunku do dolara, który osiągnął w swoim szczytowym momencie poziom 3,1560, co było 31-procentowym wzrostem w stosunku do początku października i poziomem nienotowanym od ponad dwóch lat. Tak silny wzrost kursu USD/PLN był również zasługą dynamicznie umacniającego się dolara w stosunku do waluty europejskiej, która osłabiła się o prawie 13%. Podobnie sytuacja kształtowała się na pozostałych walutach, w stosunku do których

złoty tracił również bardzo intensywnie, jednakże w nieco mniejszej skali niż miało to miejsce w przypadku dolara. Kurs EUR/PLN wzrósł o około 15% i zbliżył się 23 października do granicy czterech złotych, natomiast kurs CHF/PLN zanotował 23-procentowy wzrost, co doprowadziło go do miesięcznego maksimum na poziomie 2,73. Początek ostatniego tygodnia października przyniósł długo oczekiwane uspokojenie sytuacji na rynkach walutowych i wyraźną korektę spadku polskiej waluty, która odrobiła część strat poniesionych od początku miesiąca. Została ona jednak powstrzymana po zaledwie kilku dniach, a w ostatnich dniach października można było ponownie zaobserwować wyraźne spadki na rynku złotego.

### Wewnętrzne odreagowanie

Wyraźne odreagowanie na rynku walutowym, które nastąpiło pod koniec miesiąca jest sygnałem, że tak duże i gwałtowne osłabienie się złotego nie miało racjonalnych podstaw, lecz było w dużym stopniu przejawem paniki, jaka zapanowała na rynku w ostatnim okresie. Istnieje jednakże pewne prawdopodobieństwo, że w przypadku pojawienia się niepokojących informacji ze strony naszych sąsiadów na polskim rynku walutowym może znowu zapanować niepokój. Przesłanką stabilizującą sytuację jest jednak wyraźne zaangażowanie się Międzynarodowego Funduszu Walutowego w pomoc krajom naszego regionu, które poprosiły o wsparcie tej instytucji. Ogłoszenie pozytywnej decyzji w sprawie przyznania pożyczki Węgrom oraz duże prawdopodobieństwo podobnych rozstrzygnięć w kwestii Ukrainy i Białorusi pozwala na zachowanie umiarkowanego optymizmu co do dalszego zachowania się złotego. Z dru-

giej jednak strony powrót do poziomów z początku października wydaje się mało prawdopodobny, ze względu na nadszarpnięte zaufanie zagranicznych inwestorów do rynków w tej części Europy. Czynnikiem, który może być bodźcem wzmacniającym dla złotego, są działania NBP, który przedstawił niedawno pakiet zaufania dla polskich banków, a także podtrzymuje swoją restrykcyjną politykę monetarną, nie zakładając w najbliższym czasie wyraźnych obniżek stóp procentowych. Należy jednak pamiętać, że banki centralne państw naszego regionu podejmują jeszcze ostrzejsze działania, czego wyrazem była ostatnia nieoczekiwana decyzja Narodowego Banku Węgier o podwyżce stóp aż o 3 punkty procentowe, co czyni je bardziej atrakcyjnym rynkiem dla inwestorów zagranicznych.

### Cień USA

Również wiadomości napływające ze Stanów Zjednoczonych nie napawają optymizmem. Dane dotyczące amerykańskiego PKB za trzeci kwartał, które ukazały się w ostatnim tygodniu minionego miesiąca mogą świadczyć, że największa światowa gospodarka prawdopodobnie nie uchroni się przed nadchodzącą recesją. Spadek PKB o 0,3% wskazuje wyraźnie, że kryzys na rynku finansowym zaczyna przekładać się powoli na realną gospodarkę, czego odzwierciedleniem jest również systematycznie rosnące bezrobocie, które przekroczyło już poziom 6,1%. Jak dotąd negatywne skutki kryzysu nie są jeszcze odczuwalne w polskiej gospodarce, co może świadczyć o stosunkowo mniejszej wrażliwości rodzimej gospodarki na globalne zawirowania, które tak gwałtownie dotknęły w październiku polski rynek finansowy, ale przed nami trudne miesiące. ■



## GIEŁDY BĘDĄ DALEJ SZUKAĆ DNA

MAREK ROGALSKI  
GŁÓWNY ANALITYK  
FIRST INTERNATIONAL TRADERS DOM MAKLEWSKI S.A.

Październik 2008 zapisze się w umysłach inwestorów jako jeden z tych okresów, które nigdy nie powinny mieć miejsca. Ci, którzy nie doświadczyli bessy, na własne oczy przekonali się, jak może być bolesna. Główny indeks warszawskiego parkietu, grupujący 20 największych spółek – WIG20, w przeciągu 3 i pół tygodnia spadł o blisko 1000 pkt., osiągając 27 października rekordowo niski poziom 1470 pkt. (nienotowany od grudnia 2003 r.). Teoretycznie doszło zatem do wymazania dorobku ostatnich 5 lat – co dla części inwestorów może podważać sens długoterminowego inwestowania w akcje. Dlatego tak konieczne jest poznanie zasad „timingu”, czyli właściwego podporządkowywania średnioterminowych trendów panujących na rynkach, w celu właściwej alokacji aktywów we własnym portfelu. W mediach zamilkli ci, którzy jeszcze kilka miesięcy temu namawiali do zakupów akcji (ich zdaniem miały być one już dość tanie), a także tzw. zwolennicy systematycznego oszczędzania, czy może nazywając wprost – uśredniania. Nie jest to działanie, które należy zupełnie negować, ale warto od razu zaznaczyć, że wymaga ono dość dużej determinacji i świadomości, że oczekiwana stopa zwrotu nie będzie zbyt duża. Tymczasem nie chodzi tylko o to, aby zarabiali na nas pośrednicy, ale także i my sami. Jaka zatem przyszłość czeka giełdy w najbliższych miesiącach?

Odbicie, jakie miało miejsce w ostatnich dniach października, a które sięgnęło już ponad 300 pkt. na indeksie WIG 20 (od minimum na 1470 pkt. z 27 października), nie

powinno być traktowane jako zwiastun trwałszej poprawy koniunktury. Silna bessa charakteryzuje się także wyraźnymi odbiciami, które okazują się tylko korektą poprzednich dynamicznych spadków. W takich sytuacjach najlepsze wskazania daje analiza techniczna, która sugeruje, że obecny ruch zatrzyma się w okolicach 2000-2100 pkt. dla indeksu WIG20. Potem czekać nas będą dalsze spadki, chociaż nie tak dynamiczne jak ostatnio. Wprawdzie rynki dyskontują przyszłość, a zwłaszcza poprawę koniunktury o średnio 6-12 miesięcy wcześniej, to jednak takie działanie byłoby obecnie przedwczesne. Przede wszystkim, globalna recesja się dopiero zaczyna i zdaniem wielu ekonomistów może potrwać nawet 2 lata. Firmy dopiero teraz zaczynają odczuwać skutki kryzysu finansowego, który przełoży się na spadek inwestycji i tym samym pogorszenie się koniunktury na rynku pracy. To z kolei doprowadzi do wyraźnego pogorszenia nastrojów wśród konsumentów i spadku poziomu konsumpcji. Kryzys przyszedł z USA i Ameryka musi ponownie dać sygnał światu, że zaczynamy wychodzić z gospodarczej zapaści. Tymczasem wiele prognoz wskazuje na dalszy spadek stóp procentowych, które tylko w październiku w wyniku dwóch obniżek o 50 p.b. przez FED, spadły do poziomu 1,0 proc. Może się, zatem okazać, że do I połowy 2009 r. ich poziom zbliży się do zera, czyli najniższego poziomu od lat 50-tych XX wieku. I dopiero wtedy stworzy się grunt do zakupów tanich akcji. Reasumując, pierwszych zakupów na giełdzie, które będą zgodne ze średnioterminową zasadą timingu, wspomnianą na początku, warto będzie dokonać na wiosnę 2009 r. Jaki będzie wtedy poziom indeksu WIG20? Raczej nie wyższy niż 1500 pkt. ■

## ODPISY BANKÓW – NIE TYLKO Z POWODU HIPOTEK

JERZY NIKOROWSKI  
ANALITYK SUPERFUND TFI

Temat odpisów związanych z rynkiem kredytowym w bankowości inwestycyjnej na całym świecie jest bardzo popularny. W Polsce jako powód odpisów czołowych banków inwestycyjnych często podaje się ogólne pojęcie obligacji opartych na hipotekach (MBS, ABS)<sup>1</sup>. Z kolei, praktyczne odpisy wielu dużych graczy na rynku, zwłaszcza funduszy wysokiego ryzyka wiązały się z instrumentami syntetycznymi, wyemitowanymi w skali znacznie przewyższającej emisję obligacji MBS a często z hipotekami niezwiązane wcale. Komentując ten wątek chciałbym się podprzeć swoim doświadczeniem zawodowym w pracy z pochodnymi kredytowymi oraz wpływu, jakie miały na rachunek P&L posiadaczy bądź emitentów tychże instrumentów.

Rzeczą znaczącą jest to, że rynek długu a zwłaszcza w segmencie instrumentów pochodnych w ciągu ostatnich 5 lat dokonał coś, co można określić jako finansowe big-bang pod względem kapitalizacji. Nie wiąże się to z łatwością przyznawanych kredytów w poszczególnych krajach rozwiniętych, tylko z deregulacją rynków instrumentów syntetycznych oraz ogromnej skali płynności na rynku instrumentów tego typu. Kapitał pochodzący z emisji obligacji bardzo często ma przełożenie na gospodarkę realną, zwłaszcza w sytuacji, kiedy emisji dokonuje przedsiębiorstwo niefinansowe. Z kolei, kapitalizacja wygenerowana poprzez aktywa syntetyczne, takie jak pochodne instrumenty finansowe, pozostaje cały czas kapitałem bez oparcia w świecie „rzeczywistym”. W chwilach gwałtownej utraty wartości przez instrumenty pochodne potrafiło to zachwiać systemem finansowym na całym świecie. Czego obecnie jesteśmy świadkami. Zgodnie z szacunkami British Bankers Association i w oparciu o prognozy J.P Morgan&Chase kapitalizacja pochodnych kredytowych zaczynając od roku 2004 znacznie przewyższała kapitalizację instrumentów bazowych, (którymi są z reguły tradycyjne instrumenty dłużne takie jak obligacje – rządowe bądź komercyjne). Wyłącznie w roku 2006 wartość bazy wszystkich instrumentów pochodnych kredytowych wzrosła o prawie 302% w stosunku do roku 2004. Tłumaczy to zachwane proporcje pomiędzy instrumentami bazowymi a pochodnymi, które

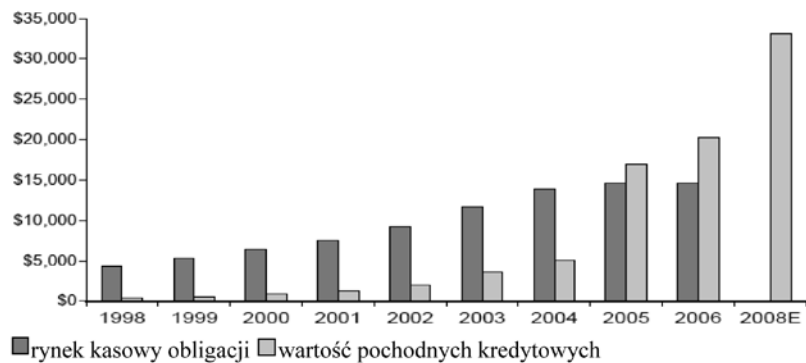
początkowo powstawały w celu ograniczenia ryzyka straty na np. obligacji, a w efekcie końcowym przekształciły się w odrębny rynek instrumentów finansowych przyciągających ogromne masy kapitału spekulacyjnego.

Wystawia to wykres po prawej.

Powszechność i standaryzacja tych dość skomplikowanych instrumentów pochodnych sprawiła, że rynek w tej części stał się rynkiem o bardzo wysokiej płynności i dużej liczbie uczestników, i co ciekawe, ze znacznym rozproszeniem geograficznym. Jako segment bankowości inwestycyjnej rynek pochodnych kredytowych generował ponadprzeciętne stopy zwrotu, dlatego udział instrumentów tego typu w portfelu dużych banków czy funduszy inwestycyjnych był na wysokim poziomie zaangażowania.

Kamieniem węgielnym pochodnych instrumentów kredytowych jest taki instrument jak Credit Default Swap (CDS). W skrócie jest to umowa o przeniesieniu ryzyka emitenta długu z posiadacza obligacji na stronę trzecią. Nabywając CDS w języku branżowym kupujemy ochronę, wystawiając CDS – sprzedajemy ochronę innemu podmiotowi. Kupując CDS pozbywamy się ryzyka kontrahenta (nieodkupu obligacji), za co systematycznie płacimy stały kupon i odnosimy korzyści w momencie zaistnienia zdarzenia kredytowego. Zdarzenie kredytowe oznacza uruchomienie default swap'a (może to być opóźnienie w płatnościach kuponowych przez emitenta obligacji bazowej, bankructwo emitenta obligacji bazowej lub czasem restrukturyzacja istniejącego długu emitenta)<sup>2</sup>. Z perspektywy bieżącej wyceny instrumentu – pozycja kupującego CDS rośnie w wartości przy pogorszeniu się standingu finansowego emitenta długu bazowego. Z kolei sprzedający ochronę pobiera systematyczne opłaty za przejście na siebie ryzyka, ale w momencie zdarzenia kredytowego, wystawiający CDS ponosi koszty spłaty wartości nominalnej obligacji bazowej obligatariuszowi.

Bieżąca wycena CDS'u opiera się na wzorze zawierającym dwa parametry oparte o prawdopodobieństwo zaistnienia zdarzenia kredytowego, co przy wahnięciu się ceny obligacji bazowej powoduje znacznie silniejszą, ponadproporcjonalną zmianę ceny CDS. Ma to niebagatelne znaczenie, ponieważ z reguły transakcje tego typu podlegają kolateralizacji, zgodnie z ISDA. W połączeniu z regulacjami ISDA-CSA<sup>3</sup>, strony transakcji mogą ustalić depozyt zabezpieczający do transakcji od 5% do 20% wartości bieżącej. Oznacza to, że w momencie, gdy przy pierwszych oznakach kryzysu prawdopodobieństwo zaistnienia zdarzenia kredytowego wielu emitentów długu wzrosło - wpłynęło to na drastyczną zmia-



Źródło: opracowanie J.P. Morgan&Chase

nę wyceny kontraktów CDS i automatycznie zgodnie z zasadą uzupełnienia depozytu zabezpieczającego w momencie zmiany wartości bieżącej instrumentu, podmioty wystawiające CDS były zmuszone do uzupełnienia depozytów zabezpieczających. Z pewnością mogło to sprawić podwójne uderzenie w te instytucje, biorąc pod uwagę stratę na wycenie kontraktu CDS oraz utratę płynności wskutek uzupełnienia wymaganej kaucji.

Spiralę kryzysu niewątpliwie wzmocniła znaczna liczba odmian istniejących instrumentów. Ze wszystkich istniejących pochodnych instrumentów kredytowych około 33% przypada na kontrakty CDS powiązanych z jednym podmiotem, emitentem długu. Kolejne 30% może przypadać na indeksowane wersje CDS, którymi są takie instrumenty jak iTraxx oraz CDX (grupują CDS'y), ABX (grupuje asset backed securities), LNX (grupuje CDS'y na krótko terminowy dług korporacyjny). Transzowane indeksy mogą tworzyć do 10% rynku pochodnych instrumentów kredytowych<sup>4</sup>.

Rynek indeksów CDS (iTraxx i CDX), z kolei, cechuje się większą płynnością oraz dyspersją geograficzną niż rynek pojedynczych CDS'ów. Jednocześnie, z punktu widzenia ilości istniejących odmian, wystarczy zauważyć, że iTraxx lub CDX może grupować CDS'y spółek z poszczególnych branż lub regionów tworząc sub-indeksy np.: seria FIN grupuje CDS'y spółek finansowych, seria NA grupuje spółki północnoamerykańskie, a HY grupuje CDS'y spółek emitujących obligacje o wysokim kuponie (high yield). Duże zainteresowanie tym segmentem rynku sprawiła, że poszczególny indeks, lub sub-indeks jest tworzony od nowa co 6 miesięcy. Wycena oraz wpływ tej wyceny na wartość posiadacza kontraktu CDS- iTraxx jest podobna jak w przypadku pojedynczego kontraktu CDS, z tą różnicą, że rozliczenie się odbywa na poziomie ND (non-deliverable). Następnie, na każdy z kontraktów iTraxx lub CDX duże banki inwestycyjne często wystawiały opcje kupna lub sprzedaży CDS-iTraxx lub CDS-

CDX. Wartość każdej opcji również reaguje ponadproporcjonalnie w stosunku do zmiany ceny instrumentu bazowego. W taki sposób tworzy się łańcuszek instrumentów pochodnych o coraz bardziej zmiennym instrumencie bazowym. Co w efekcie końcowym przy zmianie ceny obligacji bazowej przykładowo o 2% mogło doprowadzić do zmiany ceny opcji na CDS o 10-15%. Przy uwzględnieniu istotnego udziału instrumentów tego typu w portfelu mogło to doprowadzić do potężnych strat dużych instytucji finansowych.

Z tego, bowiem powodu, jako jedną z głównych przyczyn monumentalnych odpisów banków inwestycyjnych uważam właśnie instrumenty, które były instrumentami pochodnymi od tradycyjnego rynku długu. Na poziomie fundamentalnym, przyczyną tego stanu rzeczy jest deregulacja globalnego rynku finansowego oraz oderwanie rynków finansowych od gospodarki realnej w bardzo wysokim stopniu. Brak powiązania z gospodarką realną pozwoliło na stworzenie rynku OTC (over-the-counter), który będąc swoistym światem underground w świecie finansów istniał i rozwijał się w sposób dynamiczny, ale przede wszystkim niekontrolowany. Z tego punktu widzenia, obecny kryzys jest bardzo pożyteczny jako katalizator oczyszczenia i rewizji poprzednich zasad zarządzania światem bankowości inwestycyjnej. ■

1. Mortgage backed security, asset backed security
2. Restrukturyzacja może być na przykład zmiana okresu odsetkowego, waluty obligacji lub akceleracja obligacji.
3. CSA – Collateral Support Annex.
4. Raporty serwisu informacyjnego Markit.



# PODCZAS BESSY MOŻNA NIEŹLE ZAROBIĆ



JAKUB DOMAGALSKI  
 JAKUB.DOMAGALSKI@GAZETATREND.PL

## Jak zarabiać podczas kryzysu?

Światowy kryzys ukazuje wielu osobom nowe formy inwestowania, wielu odkrywa je ponownie. Znaczna część inwestorów potrafi jednak ochronić przynajmniej część swojego kapitału, lokując go w jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Mowa tu o funduszu Superfund, który jest funduszem funduszy hedgingowych, pozwalającym na efektywną alokację kapitału – nawet podczas kryzysu.

## Na ratunek H. Markowitz

Powszechnie znany Noblista w latach 50 opracował nowoczesną teorię portfelową, która stała się podwaliną wielu systemów inwestycyjnych dużych instytucji finansowych. Markowitz został nagrodzony dopiero jednak w latach 90. Metoda zakłada efektywną alokację kapitału oraz osiąganie optymalnej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. Kluczem jest inwestowanie we wzajemnie nieskorelowane instrumenty finansowe, które pozwalają zyskiwać jednocześnie na wielu rynkach. Prowadzi to do obniżenia ryzyka oraz optymalizacji stopy zwrotu. Jeśli inwestor posiada w portfelu instrumenty finansowe, które są ze sobą mocno dodatnio skorelowane, to w przypadku dekonjunktury na ich odpowiednich rynkach wszystkie inwestycje będą generować straty. Wykorzystanie dywersyfikacji może mieć szersze i efektywne znaczenie, szczególnie, gdy inwestor dokona alokacji kapitału w nieskorelowane instrumenty finansowe. Według Markowitza posiadanie w portfelu od 17% do 40% takich instrumentów zapewni realną i efektywną dywersyfikację, czyli odporność podczas dekonjunktury.

## Fatalne wyniki funduszy

Zdecydowana większość polskich inwestorów, którzy dokonali zakupu jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, poniosła znaczne straty. Fundusze akcji tracą już kilkadziesiąt procent od początku roku. Nic dziwnego, skoro większość doradców postrzegala dywersyfikację jako alokację inwestycji pomiędzy fundusze akcyjne, zrównoważone, stabilnego wzrostu oraz obligacji. W okresach dobrej koniunktury inwestycje doskonale sprawdzają się i generują dobre stopy zwrotu, jednak podczas bessy jest dokładnie odwrotnie – straty są tak duże, że zabierają wypracowane zyski z ostatnich lat. Dzieje się tak zarówno w klasycznych TFI, jak również w OFE, których rentowność bliska jest poziomowi sprzed kilku lat. Obecnie występują nawet fundusze obligacji (SEB 2 Dłużny), które posiadają ujemne, blisko trzydziestoprocetowe stopy zwrotu. Fundusz stracił blisko -29% w ciągu ostatnich 12 miesięcy. Do grona rekordzistów zaliczyć można również fundusz DWS TOP25 Małych i Średnich Spółek z wynikiem -68,5%, BPH Akcji Dynamicznych Spółek -65,4%, Millenium Akcji -57,2% oraz Pioneer Średnich Spółek Rynku Polskiego -68,12% w analogicznym okresie jednego roku.

## Hedging na dobre i złe czasy

Zaletą funduszy hedgingowych (np. typu managed futures) jest ich wielki potencjał inwestycyjny – możliwość inwestowania na wielu rynkach jednocześnie, bez względu na koniunkturę. Inwestowanie w kontrakty na rynku towarowym daje funduszowi możliwości alokacji kapitału m. in. w energię (olej opałowy, ropa naftowa, benzyna, gaz naturalny), metale szlachetne (np. złoto lub srebro),

*„Kryzysowa sytuacja na rynkach finansowych nie stoi na przeszkodzie w zarabianiu dla naszych Inwestorów.“*

– powiedział Maciej Brylowski,  
 Wiceprezes Zarządu Superfund TFI S.A.

zboża (zboże, pszenica) czy produkty rolne (soja, kukurydza, ryż). Oczywiście w zasięgu funduszy hedgingowych są także inwestycje w kawę, kakao, sok pomarańczowy a także cukier lub metale przemysłowe. Dodatkowo fundusz hedge inwestować może na rynkach finansowych, dokonując alokacji kapitału głównie w kontrakty terminowe na rynkach walutowym i kapitałowym (indeksy giełdowe, np. kontrakty terminowe na europejskie indeksy DAX, CAC40, FTSE100 lub amerykańskie S&P500 czy DJIA). Szerokie spektrum możliwości inwestycyjnej przekłada się na prawdziwą dywersyfikację. Inne fundusze typu hedge, w zależności od stosowanej strategii, inwestują w aktywa rynków wschodzących (emerging markets), nie płynne aktywa (distressed) czy mieszane (multi strategy – mogące zastosować wiele strategii). Jeden z najbardziej znanych indeksów Credit Swiss/Tremont Hedge Index, grupujący fundusze w podziale na strategie inwestycyjne, wskazuje na trzy strategie, które aktualnie są zyskowne od początku 2008 r.: managed futures 6,70%, dedicated short bias 3,40% oraz equity market neutral 1,67%. Zdecydowaną przewagę zapewnia strategia pozwalająca na inwestowanie w wystandaryzowane kontrakty terminowe, pozwalająca zarabiać na długich i krótkich pozycjach na rynku terminowym.

Strategia dedicated short bias pozwala zarabiać głównie na krótkich pozycjach, jednak w jej strategię wpisana jest również możliwość zajmowania długich pozycji – co pozwala zarabiać na rynkach wzrostowych. Strategia ta ma w chwili obecnej ograniczoną możliwość zajmowania krótkich pozycji ze względu na administracyjny zakaz. Trzecim zyskowym segmentem funduszy hedge jest strategia equity market neutral, pozwalająca na inwestowanie na rynkach kapitałowych w instrumenty o bliskim zeru współczynnika beta, tj. minimalnym poziomie ryzyka systematycznego (rynkowego) spółek giełdowych. Indeks funduszy stosujących tą strategię osiągnął od początku 2008 r. 1,67% stopę zwrotu. W tym samym czasie indeks wszystkich funduszy hedgingowych zanotował -9,89% spadek wartości, co na tle innych indeksów giełdowych jest względnie dobrym wynikiem.

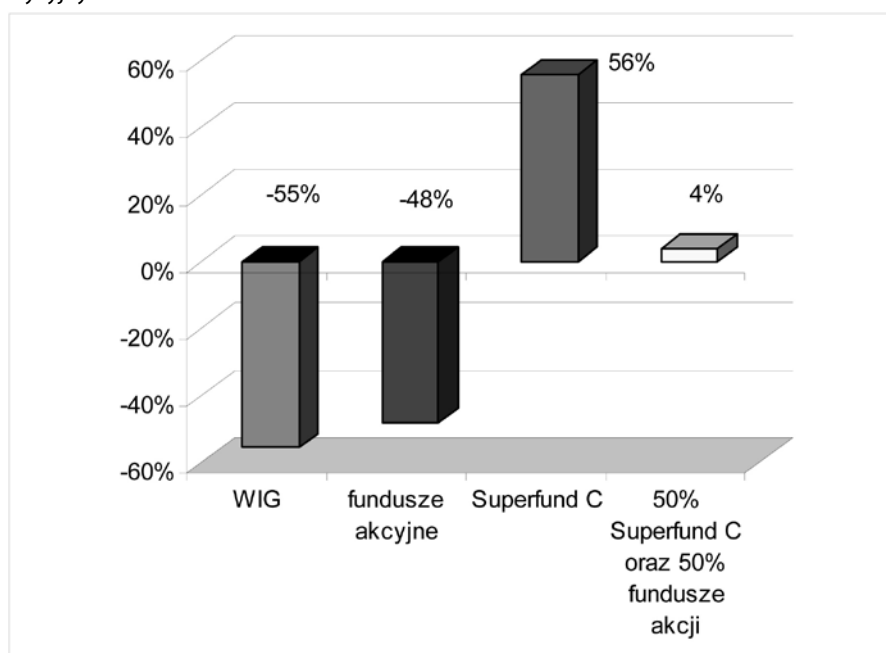
## Możliwości hedgingu w Polsce

W Polsce jedynym przedstawicielem środowiska funduszy hedgingowych jest Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Superfund. Jest to fundusz wykorzystujący strategię managed futures, która zakłada alokację kapitału w wystandaryzowane instrumenty pochodne (np. pochodne na indeksy czy obligacje lub pochodne na waluty i towary). Dzięki kontraktom terminowym możliwe jest zarabianie na wzrostach i spadkach jednocześnie na wielu rynkach. Superfund oferuje zakup jednostek uczestnictwa w ramach otwartych specjalistycznych funduszy inwestycyjnych Superfund SFIO oraz TREND SFIO. W dzisiejszych czasach duża liczba funduszy hedgingowych na świecie oferuje wysokie bariery wejścia. W jednostki Superfund można zainwestować, tak jak w inny klasyczny fundusz inwestycyjny – różnica jest tylko w terminie wyceny, gdzie w przypadku funduszu hedge dokonywana jest jeden raz w tygodniu. Jest to jednak dogodna forma inwestowania. Dla inwestorów o mniejszym zasobie kapitału doskonałym rozwiązaniem jest program systematycznego oszczędzania, w którym minimalna pierwsza wpłata to 100 PLN lub równowartość w dolarze lub euro, a suma wpłat w ciągu roku wynieść musi 1200 PLN lub odpowiednio równowartość w walutach. Dla nieco bardziej zamożnych klientów w ofercie znajdują się jednostki uczestnictwa, w których minimalne wpłaty zaczynają się już od 5000 PLN.

## Na hedgingu można dobrze zarabiać...

Najlepszym przykładem będzie zobrazowanie sytuacji na rynku w oparciu o dane rzeczywiste przedstawione na wykresie, który przedstawia rentowność szerokiego indeksu

Wyniki Subfunduszu Superfund C na tle głównych indeksów giełdowych i funduszy inwestycyjnych w okresie od 17.10.2007 r/ do 17.10.2008 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie Fundi.pl

giełdowego WIG, średnią stopę zwrotu z polskich funduszy akcji oraz funduszu Superfund C. Analizowany wykres obejmuje okres inwestycji od 17.10.2007 r. do 17.10.2008 r. Największe straty zanotował indeks WIG osiągając ujemną stopę zwrotu w wysokości 55% oraz indeks funduszy inwestycyjnych akcji - 48%. W tym samym okresie najbardziej dynamiczny fundusz Superfund C zyskał 56% inwestując na rynkach całego świata. Kolejne fundusze Superfund TFI osiągają bardzo dobre wyniki: Superfund B z wynikiem 36% oraz Superfund Trend Plus Powiązany FIO w kategorii „a” osiągnął wynik ponad 30% w analizowanym okresie. Warto podkreślić, że wyniki te w stosunku do indeksu WIG (-55% w okresie od 17.10.2007 r. do 17.10.2008 r.) pokazują prawdziwy obraz hedgingu a dodatkowo 50% udział w portfelu akcji jednostek uczestnictwa Superfund C (portfel mieszany)

mógł wygenerować zyski na poziomie 4%. Wyceny z końca października dają jeszcze znacznie wyższe stopy zwrotu.

## Co z bezpieczeństwem?

Każdy fundusz inwestycyjny, w tym fundusz hedgingowy działający na terenie Polski, podlega pod bezpośredni nadzór ze strony Komisji Nadzoru Finansowego, a ponadto każde TFI zobligowane jest do publikacji sprawozdania finansowego, podlegającego badaniom przez firmy audytorskie. Nie bez znaczenia jest także rola banku depozytariusza oraz agenta transferowego w funkcjonowaniu zarówno klasycznego funduszu, jak również funduszu hedgingowego. To, co odróżnia fundusz hedgingowy od klasycznych TFI, to odmienna polityka inwestycyjna poszczególnych funduszy, która w przypadku funduszy hedgingowych daje szerokie możliwości inwestycyjne. ■

## Stopy zwrotu wybranych funduszy inwestycyjnych

Lp.	Nazwa funduszu	Stoпа zwrotu za 12 miesięcy
1.	DWS TOP25 Małych i Średnich Spółek	-68,5%
2.	Pioneer Średnich Spółek Rynku Polskiego	-68,12%
3.	BPH Akcji Dynamicznych Spółek	-65,4%
4.	Lukas Subfundusz Akcyjny	-59,9%
5.	PKO/CS Akcji Plus	-59,7%
6.	ING FIO Akcji	-54,78%
7.	Unikorona Akcje	-54,5%
8.	Noble Fund Akcji Małych i Średnich Spółek	-53,1%
9.	Skarbiec Euro-obligacja	-32,5%
10.	Inwestor Bułgaria i Rumunia FIZ	-20%

Źródło: opracowanie własne na podstawie Fundi.pl, stan na dzień 29.10.2008 r.

# WILDER, ELLIOTT I DEWEY, CZYLI WIELKA TRÓJKA ANALIZY TECHNICZNEJ

BARTOSZ BONIECKI  
BARTOSZ.BONIECKI@GAZETATREND.PL

Szanowny Czytelniku, jest to ostatni artykuł wprowadzający do tematyki analizy technicznej. Chciałbym się w nim skoncentrować na trzech metodach analizy atrakcyjności papierów wartościowych: oscylatorów, fal Elliotta i cykli. Moim celem było i jest pokazanie tylko podstaw wybranych zagadnień, jako że streszczenie analizy technicznej przekraczałyby objętością kilka numerów „Trendu”. Zatem, przed wdrożeniem tych narzędzi, powinno się dokładnie zapoznać z obszernymi opracowaniami dotyczącymi zastosowań oscylatorów, teorii Elliotta i analizy cykli. Warto też zauważyć, iż te trzy wybrane zagadnienia, używane łącznie, dadzą najlepsze efekty, ponieważ stanowią one pewną spójną całość. Zapraszam zatem do lektury!

## Oscylatory – pomocnicy trendu

Zacznijmy przede wszystkim od definicji oscylatora. Jest to wskaźnik pomocniczy w analizie trendu. Słowo: oscylować oznacza: drgać, falować, poruszać się w ruchu wahadłowym. Zatem oscylator będzie narzędziem poruszającym się, oscylującym wokół danej wartości, osi, czy innej krzywej. Okazuje się szczególnie przydatny w sytuacji, kiedy na określonym rynku nie ma żadnego trendu wzrostowego, czy spadkowego (należy zawsze być świadomym danej perspektywy czasowej, w której bada się trend: obszar bez wyraźnego trendu w okresie dziennym może być tylko punktem wsparcia w wyraźnym trendzie wzrostowym, widocznym na skali tygodniowej), a więc w fazie konsolidacji, zwanej również trendem bocznym. W przypadku, gdy na rynku można zaobserwować istnienie wyraźnego kierunku ruchu cen, oscylatory będą szczególnie pomocne w końcowej fazie ruchu, informując analityka o możliwych zmianach sytuacji rynkowej (tzw. wykupienie/ wyprzedanie). Jakie są najważniejsze zastosowania tych narzędzi?

1. W sytuacjach, kiedy osiągają wartości skrajne – informując o wspomnianym wykupieniu/ wyprzedaniu rynku. Wykupienie występuje pod koniec fazy wzrostu; oznacza, że wszyscy inwestorzy, którzy mieli otworzyć pozycję, już to zrobili, zatem nie ma już wolnych środków na zakup kolejnych akcji.

Jeżeli zatem nie ma popytu, albo też jest on znacznie niższy od poziomu podaży, wówczas cena dobra maleje. Tak też się dzieje z akcjami. Wyprzedaniu to analogiczna sytuacja w trendzie spadkowym: kiedy wszyscy sprzedający już pozbyli się swoich aktywów finansowych, nie ma podaży, albo też nie jest ona w stanie zaspokoić popytu. Cena papierów wartościowych powinna więc rosnąć. Co warto podkreślić: oscylator jest narzędziem pomocniczym w analizie trendu, a zatem na podstawie takich sygnałów można zamykać pozycje, jednakże otwieranie nowych, przeciwnych pozycji nie jest rekomendowane (byłoby to wówczas działanie przeciwko opinii większości). Oscylator daje więc pewne ostrzeżenia.

2. Przekięcie danej krzywej, czy przekroczenie pewnej wartości przez wskaźnik jest uznawane za sygnał: kupna – przy ogólnym przekięciu, sprzedaży – przy przebicciu oddolnym

3. W sytuacji, gdy oscylator daje sygnały sprzeczne z ruchem cen (w trendzie wzrostowym: kolejne szczyty oscylatora są coraz niższe, a w spadkowym: dołki coraz wyższe), jest to nazywane dywergencją i jest poważnym ostrzeżeniem przed możliwą zmianą trendu.

## Przykłady oscylatorów

**ROC – Rate Of Change** – jest oscylatorem informującym o stosunku ostatniej ceny zamknięcia do ceny zamknięcia sprzed x dni. Wzór na ROC jest następujący:

**100(Zmx/Zm0)**, gdzie:

- Zmx ostatnia cena zamknięcia
- Zm0 cena zamknięcia z okresu 0 (sprzed x dni)

Wskaźnik ten porusza się wokół wartości 100.  $ROC > 100$  oznacza wzrost cen (cena dzisiejsza jest wyższa niż ta z poprzedniego okresu), zaś  $ROC < 100$  – spadek cen.

**RSI (Relative Strength Index)** to chyba najpopularniejszy oscylator, którego twórcą jest Welles Wilder. Oblicza się go przy pomocy następującej formuły:

**RSI = 100 – 100/(1+RS)**, gdzie:

- RS = średnia wartość wzrostu cen zamknięcia z x dni/średnia wartość spadku cen zamknięcia z x dni.

RSI jest używany do wykrywania dywergencji (różnicy w trendach: cen i wskaźnika) Służą do tego tak zwane ruchy załamane – wykryte dywergencje w obszarach wykupie-

nia/ wyprzedania. W przypadku RSI, za wykupiony uważany jest taki rynek, w którym wskaźnik ten osiąga wartości powyżej 70, a za wyprzedany – przy  $RSI < 30$ .

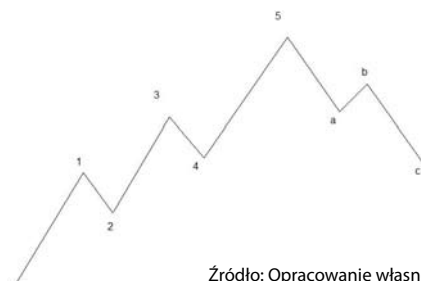
Wcześniej napisałem, że, przecinając linię, wokół której się waha, oscylator daje sygnały kupna/ sprzedaży. Należy jednak pamiętać, że sygnał ważny to sygnał potwierdzony przez trend, a więc sygnał kupna w trendzie wzrostowym (np. po korekcie), lub sygnał sprzedaży na rynku niedźwiedzia.

Powrót do przeszłości - teoria fal Elliotta

Teoria fal Elliotta to praca wydana już 70 lat temu. Zakłada ona, że ruch cen akcji może być ujęty w formie fal – pięciu - w kierunku głównego trendu i trzech - w czasie korekty. Trzema podstawowymi elementami teorii fal są: kształt, proporcje i czas, w tej kolejności, jeśli chodzi o ich znaczenie.

Według Elliotta, ruch cen w kierunku trendu zawsze ma ten sam charakter: pięć fal zgodnych z ruchem rynku i trzy fale korekty, co ilustruje poniższy rysunek:

Rysunek 1. Fale Elliotta - szkic



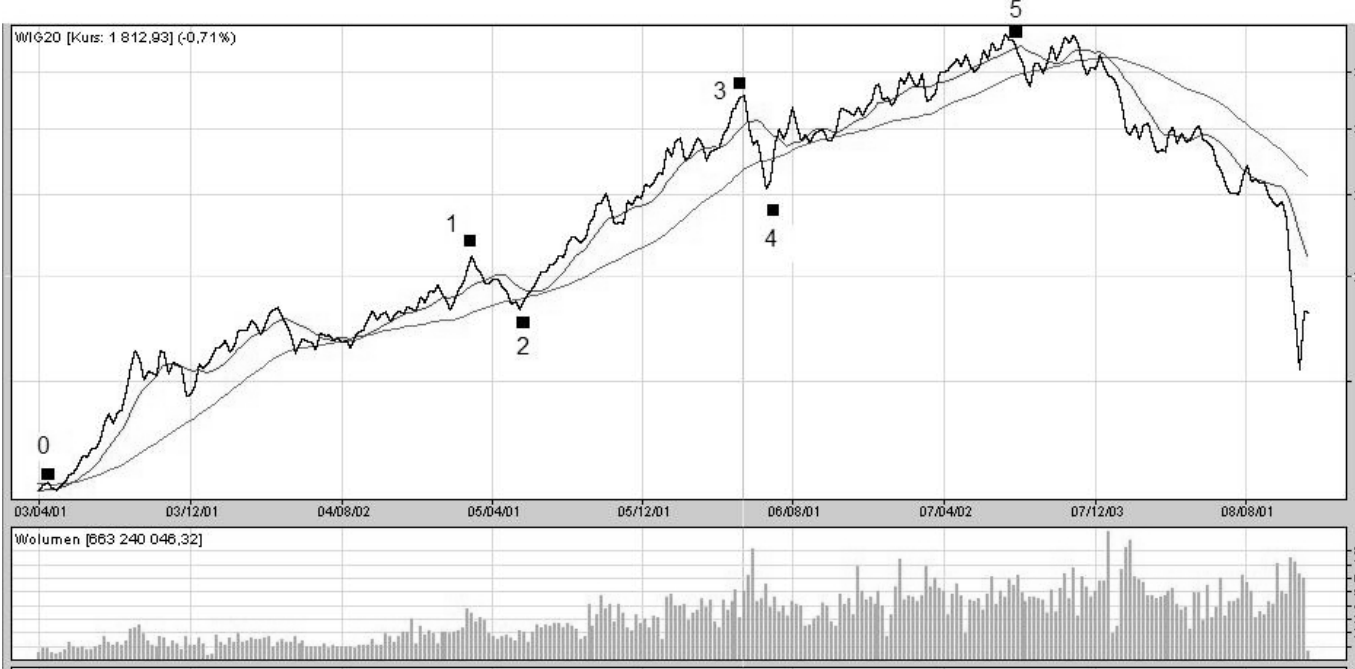
Źródło: Opracowanie własne.

Fale w kierunku głównego trendu (1,3,5) to fale impulsu. Fale 2 i 4 to fale korygujące. Zasada ta obowiązuje w każdej perspektywie czasowej, tak więc fale 1-5 mogą być pierwszą falą impulsu większego ruchu wzrostowego, a fale a-c – pierwszą falą korygującą.

Wspomniałem wyżej, że teoria Elliotta to praca wydana 70 lat temu. Powstaje pytanie, czy coś, co ma 70 lat może być nadal aktualne na rynku kapitałowym? Okazuje się, że tak, oto sytuacja WIG20 w miesiącach: IV.2003 - IX.2008

Oczywiście ruch cen po zakończeniu piętej fali może być falą korekty. W rzeczywistym przypadku, jakim jest chociażby powyższy wykres indeksu WIG20, fale Elliotta są mniej wyraźne: być może obserwujemy zupełnie inne zjawisko na rynku finansowym, o którym mowa będzie później. Dlatego też należy brać pod uwagę ryzyko pomyłki, lub niespełnienia formacji.

Rysunek 2. Fale Elliota na przykładzie wykresu WIG20 (kwiecień 2003 - wrzesień 2008)



Źródło: Opracowanie własne.

Drugim ważnym elementem teorii są proporcje: fale korygujące mogą korygować do 61,8% wzrostu z poprzedniej fali impulsu (w trendzie silnym korekta sięga 38,2% lub 50%). Zazwyczaj fala 3 jest największą z fal impulsu i jest 1,618 razy większa od pierwszej fali. Proporcje mają ścisły związek z proporcjami Fibonacciego.

Najmniej istotnym czynnikiem (i najmniej pewnym) jest czas. Można go traktować jako potwierdzenie ruchu zgodnego z teorią fal. Zgodnie z proporcjami Fibonacciego, szczyty lub dna powinny wypadać w okresy Fibonacciego (13, 21, 34, 55, 89 okres notowań), przykładowo, jeżeli wykres jest w skali dziennej, będzie to 13, 21, 34, 55 lub 89 dni.

### W poszukiwaniu jedności z wszechświatem, czyli analiza cykli

Cykliczność jest nieodłącznym charakterem wielu zdarzeń, nie tylko gospodarczych. Można humorystycznie stwierdzić, że cykle są wszędzie – jak matrix. Autorzy książki *Cycles: The Mysterious Forces That Trigger Events*, Og Mandino i Edward Dewey udowadniają obecność cykli w... połowach atlantyckiego łosia (cykl 9,6 lat), aktywności słońca (cykl 11,11 lat), czy w międzynarodowych bitwach (cykl 22,20 lat). Co ciekawe, wiele niezwiązanych ze sobą zdarzeń wykazuje podobną okresowość cykli – okres 9,6 lat dotyczy obszarów zasiewów pszenicy, cen bawełny, populacji gąsienic w New Jersey, czy kojotów w Kanadzie. Inny okres – 18,2 lat – można zauważyć w ilości zawartych małżeństw w USA, wylewach Nilu na przestrzeni 810 lat, czy w słojach wierzby jawańskiej w ciągu 415 lat. Na tej podstawie autorzy wysnuwają teorię mó-

wiącą, iż istnieje jakaś siła kierująca światem, swoisty puls wszechświata.

Dlaczego jest to tak ważne? Na rynkach finansowych również widać ich cykliczną naturę – ruchy w ramach jakichkolwiek trendów zawierają w sobie kilka cykli niższego rzędu.

Na wykresie dziennym indeksu WIG20 widać trzy cykle, a w ramach każdego z nich kilka cykli niższego rzędu. Skoro zatem wiemy, że cykle mają wpływ na giełdy, czy można to jakoś wykorzystać?

Jeżeli znalibyśmy panujący w danym horyzoncie czasowym trend, można w ramach niego wyodrębnić poszczególne cykle, które mogą poruszać się zgodnie z teorią fal, a miejsca odwróceń trendu można identyfikować przy pomocy oscylatorów, spisujących się co prawda kiepsko na początku ruchu cen,

ale znacznie lepiej pod koniec trendu. Aby jednak zweryfikować zmianę kierunku poruszania się cen, potrzebne jest istotne przebiecie ważnej linii trendu. Jest to oczywiście bardzo prosta i niekompletna strategia inwestowania na podstawie kilku narzędzi analizy technicznej, tym niemniej dziedzina ta dostarcza wielu innych, bardziej skomplikowanych narzędzi, przy pomocy których być może osiągniesz, Drogi Czytelniku, godziwe zyski.

Jeżeli udało mi się zainteresować Cię analizą techniczną i zachęcić do sięgnięcia po inne źródła, uznaję swój cel za spełniony. Tymczasem od następnego numeru „Trendu” postaram się przedstawić podstawy analizy fundamentalnej. Do czytania kolejnych artykułów zapraszam już dziś! ■

Rysunek 3. Cykliczność rynków finansowych - wykres dzienny FTSE100



Źródło: Opracowanie własne.

## SŁOWNIK INWESTORA

MARIA KUŚKA  
MARIA.KUSKA@GAZETATREND.PL

**Agencja ratingowa** - jest to wyspecjalizowana instytucja, której zadaniem jest ocena sytuacji ekonomiczno-finansowej podmiotów działających na rynku oraz odpłatne nadawanie im ratingu. Rating finansowy jest to wskaźnik, który ma informować, jakie zdaniem oceniającego są szanse, że dany podmiot będzie w stanie wypełnić swoje zobowiązania wynikające z zaciągniętych długów. Zleceniodawcami dla agencji ratingowych mogą być zarówno podmioty podlegające ocenie jak i inne podmioty, np. potencjalni inwestorzy.

Agencje ratingowe powstały na początku XX wieku w USA. Obecnie najbardziej znanymi agencjami ratingowymi są Moody's, Standard and Poor's, Fitch Investors Service oraz Duffie Pelps. ■

**Prospekt emisyjny** - jest to dokument o charakterze informacyjnym, który jest publikowany przez emitentów papierów wartościowych w związku z ofertą publiczną. Jest on kierowany do potencjalnych inwestorów, dla których staje się podstawowym źródłem informacji o emitowanych walorach. Dlatego taki dokument powinien zawierać informacje dotyczące zarówno samej oferty, jak i szczegółowe dane o sytuacji finansowej emitenta, a także przedstawiać związane z nimi czynniki ryzyka. Prospekt emisyjny musi zostać zatwierdzony przez Komisję Nadzoru Finansowego i jest ważny przez 12 miesięcy od daty podania go publicznej wiadomości. W Polsce funkcjonuje zasada jednolitego paszportu, co oznacza, że zatwierdzony prospekt emisyjny jest ważny także w innych krajach Unii Europejskiej. ■

Andrzej Fierla

## “WYCENA PRZEDSIĘBIORSTWA METODAMI DOCHODOWYMI”

Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008, s.215, cena: 30 zł

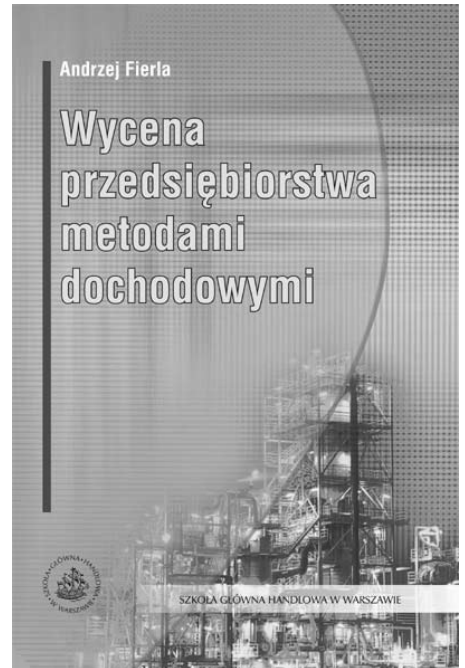
ANNA GRODECKA  
ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL

Andrzej Fierla zalicza się do grona cenionych wykładowców Szkoły Głównej Handlowej. Jego wykłady zwykle gromadzą dużą grupę studentów zainteresowanych rynkami kapitałowymi. Najnowsza publikacja profesora jest związana z wykładami, jakie prowadzi w ramach pracy dydaktycznej, ale również z osobistymi zainteresowaniami naukowca.

„Wycena przedsiębiorstwa metodami dochodowymi” prezentuje zagadnienie wyceny przedsiębiorstwa od strony teoretycznej. Tematyka nie jest trywialna, ale jej zrozumienie ułatwia przejrzysta struktura tekstu. Na początku autor omawia wszystkie ważniejsze grupy metod wyceny przedsiębiorstw (majątkowe, dochodowe, porównawcze, mieszane), dopiero potem przechodzi do szczegółowo opisanej metody dochodowej.

Andrzej Fierla dużą część książki poświęcił zagadnieniom związanym z szacowaniem kosztów działania przedsiębiorstwa, opisując również te bardziej skomplikowane od kredytu możliwości pozyskania długu, jak: leasing, obligacje zamienne, opcje. Ostatni rozdział poświęcony jest niekonwencjonalnym metodom wyceny dochodowej, autor omawia w nim m.in. koncepcję EVA, APV oraz opcji rzeczowych.

Niewątpliwą zaletą prezentowanej publikacji jest to, że autor, opisując poszczególne



teorie i prezentując wzory, nie ogranicza się do kalki zagranicznych koncepcji. Zwraca uwagę na specyfikę polskich przedsiębiorstw i rodzimego rynku kapitałowego, sugerując odpowiednie rozwiązania i alarmując o możliwych problemach. „Wycena przedsiębiorstwa metodami dochodowymi” jest publikacją wartą uwagi studentów, ale także analityków finansowych i samych przedsiębiorców, którzy chcieliby umieć wycenić własną firmę. ■



# PETER LYNCH - INWESTOR NA ZASŁUŻONEJ EMERYTURZE

ANNA GRODECKA  
ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL

**Peter Lynch to znana osobistość w świecie finansów, człowiek, który przez 13 lat zarządzał funduszem Magellan Fidelity. Jako jeden z nielicznych sławnych inwestorów zyskał sławę nie dzięki udanym indywidualnym inwestycjom, ale dzięki pracy w branży finansowej i umiejętnościom zarządzania. W 1990 roku, w wieku 46 lat, przeszedł na emeryturę i zaangażował się w działalność filantropijną.**

## Praca na polu golfowym początkiem kariery

Peter Lynch urodził się 19 stycznia 1944 roku. Za początek jego zainteresowania giełdą i inwestycjami można uznać jego pierwszą pracę. W wieku 11 lat Peter Lynch zaczął pracować w klubie golfowym jako caddie – osoba, która nosi torbę z kijami graczy. Stałymi bywalcami klubu byli inwestorzy, którzy często rozmawiali przy golfie o interesach. Peter często im się przysłuchiwał, aż w końcu postanowił sprawdzić, czy ich przewidywania się sprawdzają. Zauważył, że to dobry sposób na biznes i zdecydował się iść tą samą drogą.

Jego pierwszą inwestycją był zakup akcji firmy Flying Tiger, zajmującej się branżą lotniczą. Miał szczęście, bowiem niedługo potem rozpoczęła się wojna w Wietnamie i akcje spółki szybko poszły do góry. Zyski z tej inwestycji w dużej mierze pozwoliły sfinansować Peterowi Lynchowi studia w college'u.

Ukończył Boston College z dyplomem z finansów, po czym przez 2 lata służył w armii. Następnie uczęszczał do Wharton School przy Uniwersytecie Pensylwanii. Po szkole, w wieku 25 lat, brał udział w programie praktyk w Fidelity Investments. O trzy miejsca w firmie ubiegało się 75 aplikantów, a Peter Lynch został jednym z zatrudnionych szczęśliwców. Była to jedyna rozmowa kwalifikacyjna, jaką

przyszło mu odbyć w życiu.

## Kariera w Fidelity Investment

Peter Lynch został analitykiem zajmującym się spółkami chemicznymi, tekstylnymi i metalowymi. Później pracował w dziale research'u, aby w wieku 33 lat, w 1977 roku, przejąć zarządzanie jednym z funduszy firmy, Magellan. W maju tegoż roku przejął portfel o wartości 20 milionów dolarów, kiedy go opuszczał, fundusz miał wartość 14 miliardów USD. Przeciętna stopa zwrotu podczas tych 13 lat oscylowała koło 27,2% rocznie. Jeśli ktoś zainwestował 31 maja 1977 w fundusz Magellan 1000 dolarów, to 31 maja 1977 wyciągnął z niego 28000 USD. Przeciętnie w portfelu zarządzanym przez Petera Lyncha znajdowało się ponad 1000 spółek, czasem nawet 1400.

Wiele osób współpracujących ze sławnym zarządzającym wspomina, że jego dzień pracy nie był w żaden sposób ograniczony. Przez całą dobę zajmował się inwestycjami, czy to siedząc w pracy, czy komunikując się z analitykami, czy po prostu obserwując rynek.

Peter Lynch jest określany jako inwestor, który zawsze słucha się żony. Podobno wiele decyzji inwestycyjnych podejmował obserwując zakupy swojej żony i upodobania dzieci. Kiedy np. zauważał, że dzieciom posmakowały nowe płatki do mleka, zaczynał się interesować firmą je produkującą i badał jej sprawozdania finansowe. W 1983 roku aktywa funduszu przekroczyły 1 miliard, a Peter Lynch zaczął być sławny i pojawiać się na łamach prasy. Kiedy w 1987 roku po raz pierwszy od 8 lat wyjechał z żoną na urlop, musiał wrócić po paru dniach, bo właśnie rozpoczął się krach z 1987 roku, a jego portfel stracił jedną trzecią wartości w przeciągu dwóch dni roboczych.

## Inwestowanie według Petera Lyncha

Podstawową zasadą inwestycyjną Petera Lyncha była ta mówiąca, by inwestować w to, co się dobrze zna. Stosował ten sam styl zarządzania co Warren Buffett i Benjamin Graham. Kiedy zainteresował się jakąś spółką, dogłębnie badał jej bilans i rachunek zysków i strat, uwzględniając przede wszystkim poziom zadłużenia firmy i jej marżę zysku oraz perspektywy wzrostu. Dostrzegał również wyższość inwestora indywidualnego nad instytucjonalnym, co było związane z zagadnieniami płynności.

Peter Lynch jest autorem trzech książek poświęconych inwestowaniu: „One up on Wall Street”, „Beating the Street”, „Learn to Earn”. Przez 13 lat zarządzania nauczył się stosować dynamiczny i elastyczny styl zarządzania funduszem. Dzielił akcje na 6 podkategorii, które zależały od możliwości wzrostu firmy i jej umiejętności radzenia sobie w czasie hossy i bessy. Zaliczał się do zdecydowanych zwolenników analizy fundamentalnej. Mawiał: „Jeśli spółka jest atrakcyjna, kupujesz jej akcje, które oczywiście mogą stracić na wartości. Zdarzyło mi się kupować akcje po 12 dolarów, które potem spadały do 2 USD, aby potem osiągnąć 30 USD. Nigdy nie wiesz, kiedy akcje złapią dołek.” Poza tym stwierdził: <Odkryłem, że kiedy rynek jest w trendzie spadkowym, a Ty dobrze dobierasz fundusze, w pewnym momencie w przyszłości będziesz się z tego cieszył. Nie dojdiesz do tego, czytając „Teraz jest odpowiedni czas na kupowanie”.>

Po przejściu na emeryturę Peter Lynch poświęcił się filantropii. Był inwestor wspiera m.in. edukację dzieci oraz różne wydarzenia i festiwale. Razem z żoną Carolyn rozwijają działalność filantropijną poprzez własną fundację, Peter Lynch Foundation. ■

# @RCHIWUM

MIESIĘCZNIK TREND DOSTĘPNY ONLINE

WWW.GAZETA TREND.PL

SZE ZAGRANICZNE = FUNDUSZE BEZ

FINANSE



# CRISIS? WHAT CRISIS?

PIOTR NIEWIADOMSKI  
PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL

**Na rynkach panika. Niepewność. Załamanie. KRYZYS. Któż nie chciałby spokojnie opalać się na leżaku nie przejmując się bieżącymi wydarzeniami?**

Najlepszą propozycją dla zestresowanych inwestorów jest w tym miesiącu album **Crisis? What Crisis?** grupy Supertramp. Zespół ten przeżywał okres największej popularności w latach 70. i 80. Dziś już tylko nieliczni pamiętają o jego istnieniu, a najważniejsze utwory znają przede wszystkim z licznych coverów i w żaden sposób nie łączą ich z brytyjską grupą.

### Styl? Po prostu super!

Eksperti muzyczni różnie określają styl Supertramp. Dla jednych jest to progresywny rock, dla innych soft rock. Pewnych zespołów nie da się jednak w prosty sposób zaszkladkować i uważam, że Supertramp jest jednym z nich. Dlaczego? Przede wszystkim ze względu na niepowtarzalny klimat swoich utworów, wyjątkowy głos Rogera Hodgsona i wspaniałe brzmienie fortepianu Ricka Daviesa. Można byłoby uzupełnić opis stylu o kilka innych elementów, jak choćby charakterystyczne solówki gitarowe, saksofon, czy harmonijkę ustną albo nawet wiolonczelę, ale i tak nie sposób oddać słowami tego, co udało się stworzyć Hodgsonowi, Daviesowi i spółce. Ich styl jest absolutnie wyjątkowy.

### Przekręt stulecia

Pierwszym poważniejszym sukcesem zespołu był album **Crime of the Century**. Wydaje się, że właśnie nagrywając ten album, w 1974 roku muzycy odnaleźli swój styl, któremu pozostali wierni w kolejnych latach. To właśnie z tej płyty pochodzą utwory School, Hide in your shell oraz tytułowy Crime of the Century. Razem z kilkunastoma innymi znalazły się na wydany w 1990 roku „niezbędniku fana Supertramp” - płycie **The Very Best Of**. Można ją znaleźć w wielu sklepach muzycznych, co w przypadku pozostałych albumów nie jest już takim prostym zadaniem. Jest ona idealnym wyborem dla tych, którzy nie mieli wcześniej kontaktu z zespołem Hodgsona i Daviesa. Doskonale oddaje styl muzyczny grupy i pozwala poznać klimat pozostałych albumów.

### Kryzys

Na początku napisałem jednak, że to czwarty album Supertramp, Crisis? What Crisis? najlepiej nadaje się do słuchania w trudnych czasach. Już sama okładka nastraja nas pozytywnie. Widzimy, że można być zadowolonym nawet, gdy, delikatnie mówiąc, nie wszystko idzie po naszej myśli. A pisząc już zupełnie przewrotnie, Hodgson i Davies chyba już przy nagrywaniu płyty w 1975 roku przewidzieli, że nastanie kryzys finansowy. Poniżej prezentuję garść odwołań do dzisiejszej sytuacji na rynkach. Wystarczy wspomnieć tytuły poszczególnych utworów:

- *Just a normal day* - aluzja do wypowiedzi prezesa GPW Ludwika Sobolew-

skiego, który tłumaczył, że WIG20 spadł o niemal 10% przez nieuzasadnioną panikę inwestorów, podczas gdy nie wydarzyło się nic nadzwyczajnego. Dla naszej gospodarki, było to *Po prostu zwykły dzień*.

- *Poor boy* - brzmi jak tytuł piosenki o inwestorze w czasach kryzysu. Z dnia na dzień z rekina giełdowego stał się tylko *Biednym chłopcem*.

A cytaty z tekstów piosenek? Drugi utwór na płycie, *Sister Moonshine*, nie pozostawia złudzeń, o czym śpiewał Roger Hodgson. Najpierw o delikatnym niepokoju towarzyszącym początkowym zawirowaniom na rynku (*„Just makes me feel uneasy (...)”*), a później już bez ogródek błagał o radę jak sobie poradzić w trudnej sytuacji (*„Give us a secret, show us the light”*). Ostatecznie jednak Supertramp, jak przystało na zespół, który chce być super, zaszczerpia w nas optymizm w finałowym utworze. O świetnej okładce już nawet nie wspominając.

### To logiczne!

Kończąc jednak żarty, naprawdę gorąco zachęcam do zapoznania się z dyskografią Supertramp. Mam nadzieję, że wielu Czytelników będzie doskonale wypoczywać przy dźwiękach tej muzyki. Moim zdaniem, najlepsze warunki do wypoczynku to noc, cisza i *„The logical song”* albo *„Take the long way home”* płynące spokojnie z głośników. I kto by wtedy pamiętał o kryzysie. Kryzys? Jaki kryzys? ■



A mówił, że kasa  
się nie liczy!!!

Liczy się na:

[www.unionklub.pl](http://www.unionklub.pl)

[kariera.kpmg.pl](http://kariera.kpmg.pl)

**Jeżeli szukasz wyzwań, możliwości  
zdobywania wiedzy i rozwijania umiejętności  
zawodowych w pracy dla firm z różnych  
sektorów – KPMG jest miejscem dla Ciebie!**

**KPMG** to międzynarodowa sieć firm świadczących usługi z zakresu **audytu, doradztwa podatkowego i doradztwa gospodarczego**. Działamy w 145 krajach na całym świecie, zatrudniając 123 000 osób. W Polsce jesteśmy obecni od 1990 roku, w naszych biurach w Warszawie, Krakowie, Poznaniu, Wrocławiu, Gdańsku i Katowicach pracuje ponad 1 200 osób.

**Oferujemy pracę i praktyki w działach: Audytu Ogólnego, Audytu Bankowego, Audytu Ubezpieczeniowego, Doradztwa Finansowego (Doradztwo Inwestycyjne, Doradztwo Transakcyjne), Doradztwa Podatkowego, Doradztwa Gospodarczego, Usług Księgowych oraz w Kancelarii Prawniczej stowarzyszonej z KPMG w Polsce – D.Dobkowski sp. k.**

**Praktyki w KPMG** są doskonałą okazją do poznania specyfiki pracy w międzynarodowej firmie doradczej i zastosowania zdobytej na studiach wiedzy w realnym świecie biznesu. Mogą być też początkiem kariery zawodowej w KPMG – najlepsi praktykanci otrzymują ofertę stałej pracy.

**Absolwentom i osobom z doświadczeniem zawodowym** oferujemy nie tylko ciekawą pracę, ale także umożliwiamy uzyskanie kwalifikacji formalnych takich, jak: biegły rewident, doradca podatkowy, ACCA, CISA, CIMA, CIA.

**Szczegółowe informacje na temat rekrutacji znajdują się na stronie [kariera.kpmg.pl](http://kariera.kpmg.pl).**