

TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

WWW.GAZETATREND.PL

NUMER 6 (13) CZERWIEC-WRZESIEŃ 2009
PUBLIKACJA BEZPŁATNA

RAPORT:

„BEZPIECZNE” FUNDUSZE INWESTYCYJNE

str. 17

POLSKA:

POLACY LUBIĄ
WYPOCZYWAĆ

str. 13

INWESTYCJE:

OPTIMALIZACJA
PORTFELA
INWESTYCYJNEGO

str. 26

INWESTYCJE
ALTERNATYWNE:

GARAŻE PEŁNE
ZŁOTA
CZYLI JAK INWESTOWAĆ W
ZABYTKOWE SAMOCHODY

str. 24



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

Icons: Home, Menu, Social Media

BOŚ **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

OGÓRKI CZY KOKOSY?



Dla niektórych wakacje to sezon ogórkowy, w którym nie warto interesować się giełdą, bo nic się tam nie dzieje. Czas płynie leniwie. Nawet systemu transakcyjne nie chcą realizować zleceń w swoim normalnym tempie. Jak to możliwe, żeby czekać na realizację transakcji aż kilka sekund! Skandal! Jest jednak też inna grupa, dla której wakacje to czas na zbijanie kokosów. I nie chodzi tu o jedną z atrakcji dostępnych w egzotycznych rejonach dla wczasowiczów... Wystarczy wysłać całą rodzinę na wakacje, a swój urlop nareszcie można wykorzystać do „porządnego” inwestowania! Nikt nie przeszkadza. Rytm dnia wyznacza Warszawa, Frankfurt, Londyn, Nowy Jork i Tokio.

Które podejście jest lepsze? Jaką strategię inwestycyjną przyjąć na wakacje? Które wskaźniki dadzą nam największe szanse na sukces w „sezonie ogórkowym”? Nie istnieje oczywiście jedna właściwa odpowiedź na te pytania. Zanim jednak podejmiemy odpowiednie decyzje, warto zwrócić uwagę na kilka czynników – Jarosław Dębecki przeanalizował jak kształtuje się zazwyczaj sytuacja w okresach świątecznych i urlopowych, co może trochę pomóc niezdecydowanym inwestorom. Zamieścił też w swoim artykule odpowiedź na inne pytanie - Czy w wakacje możemy liczyć na jakieś specjalne „sezonowe” zyski? Zapraszam na stronę 13.

Część inwestorów nie chce w wakacje całkowicie rezygnować z inwestycji – niektórzy nie mogą znieść, że przez jakiś czas byłiby poza rynkiem. Z drugiej strony chcieliby jakoś ograniczyć swój stres i trochę mniej się denerwować zwiedzając egipskie pustynie albo nurkując w ciepłym morzu. Może więc warto po prostu przesunąć kapitał na bezpieczniejszy rynek? Może przenieść do jakichś bezpiecznych funduszy? Problem w tym, że nie wiadomo, czy takowe w ogóle istnieją. Jeżeli męczą Was, drodzy Czytelnicy, podobne wątpliwości, to może Was zainteresować Raport na temat „bezpiecznych” funduszy inwestycyjnych. A jeśli tych wątpliwości nie mieliście, to na pewno się u Was pojawią po lekturze artykułu. Liczby są bezwzględne, a wnikliwe analizy przeprowadzone przez autora nie pozostawiają złudzeń.

W tym numerze postanowiliśmy też doradzić Czytelnikom gdzie najlepiej spędzać wakacje. Oferty wakacyjne kuszą nas ze wszystkich stron. Czasami decyzja może być naprawdę trudna. Tymczasem, po lekturze bieżącego numeru wszystko wyda się proste – jak wakacje, to tylko w raj! Oczywiście podatkowym, a nie żadnym innym... Z artykułu o rajach można dowiedzieć się dlaczego warto je odwiedzić. Trzeba się jednak z taką wyprawą spieszyć – niektórzy planują bowiem rozpocząć przeciwko nim wojnę i rozpętać tam prawdziwe piekło.

Życzę w takim razie udanego wypoczynku i zachęcam do sięgnięcia po kolejny numer Trendu po wakacjach. W październiku sprawdzimy czy te trzy miesiące były sezonem ogórkowym, czy czasem na zbijanie kokosów.

Piotr Niewiadomski

REDAKTOR NACZELNY
PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL



Najnowsze wydanie Trendu przeczytasz również w 20 kawiarniach CoffeeHeaven na terenie Warszawy. Szczegóły na www.gazetatrend.pl

OD REDAKCJI

TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

WYDAWCA:

MEDIA 5 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
DOROTA SIERAKOWSKA
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL

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

INWESTYCJE
DOMINIK KRYZIA
DOMINIK.KRYZIA@GAZETATREND.PL
DOROTA SIERAKOWSKA
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL

EDUKACJA
BARTOSZ BONIECKI
BARTOSZ.BONIECKI@GAZETATREND.PL
PAWEŁ CYMCIK
PAWEŁ.CYMCYK@GAZETATREND.PL

WIELCY INWESTORZY
ANNA GRODECKA
ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL

INWESTOR PO GODZINACH
PIOTR NIEWIADOMSKI
PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL

KOREKTA
ANNA GRODECKA
ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL

REKLAMA
JAKUB DOMAGALSKI
REKLAMA@GAZETATREND.PL
TEL. 691 954 727

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 TREŚĆ ZAMIESZCZONYCH REKLAM I OGŁOSZEŃ.

NAKŁAD
2000 EGZEMPLARZY

KOMUNIKATY O SPÓŁKACH OPRACOWANE NA PODSTAWIE DANYCH Z ESPi

CHCESZ TREND W SWOJEJ UCZELNI LUB BIURZE? PROSIMY O KONTAKT POD ADRESEM REDAKCJA@GAZETATREND.PL

PARTNERZY STRATEGICZNI

BOŚ | **DOM MAKLESKI**



TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

WYDARZENIA

- 5 Tańszy wynajem mieszkań**
- Dorota Sierakowska
Kryzys nie taki straszny
- Jakub Domagalski
- 6 Wybory do Parlamentu Europejskiego**
- Piotr Niewiadomski
- 7 Opel przejęty przez koncern Magna i rosyjski Sberbank** - Anna Grodecka
Cytaty miesiąca - Mikołaj Atanasow

WYWIAD

- 8 Wywiad z Markiem Mikuciem** - Dyrektorem Inwestycyjnym TFI Allianz Polska S.A. - Dorota Sierakowska

POLSKA

- 12 Systematyczne oszczędzanie mniejsze ryzyko** - Artur Szczepkowski
- 13 Polacy lubią wypoczywać**
- Jarosław Dębecki

ŚWIAT

- 15 Wojna o Eden**
- Szczepan Kita

RAPORT

- 17 „Bezpieczne” fundusze inwestycyjne**
- Remigiusz Stanisławek

INWESTYCJE

- 21 Behawioralne aspekty wyceny FIZ**
- Szymon Okoń
- 22 Nie wszystko złoto, co się świeci**
- Dorota Sierakowska
- 24 Garaże pełne złota**
- Dominik Kryzia
- 26 Optymalizacja portfela inwestycyjnego**
- Jerzy Nikorowski

KOMENTARZE

- 28 Deficyt i giełdy pociągną złotego w dół** - Marek Rogalski
- 29 Za wysoko, za szybko...**
- Piotr Kuczyński

EDUKACJA

- 30 WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE**
- Paweł Cymcyk

RECENZJE

- 32 ŚLEPY TRAF. Rola przypadku w sukcesie finansowym** - Anna Grodecka
Biblia metod wyceny
- Piotr Niewiadomski
Słownik Inwestora - Maria Kuśka

WIELCY INWESTORZY

- 33 John Davison Rockefeller - najbogatszy człowiek w historii**
- Anna Grodecka

INWESTOR PO GODZINACH

- 34 Nowy wynalazek ostatecznie zastąpi koło** - Piotr Niewiadomski



TAŃSZY WYNAJEM MIESZKAŃ

DOROTA SIERAKOWSKA
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL

Według raportu Wynajem.pl właśnie nadszedł dobry okres dla osób chcących wynająć mieszkanie w dużych polskich miastach. Obroty na tym rynku od początku roku są niskie - jednak dla wynajmujących najważniejszy jest fakt, że spadły także ceny.

Od stycznia wysokość średniego czynszu ofertowego w Warszawie spadła prawie o 10%. Także w innych polskich miastach ceny wynajmu są korzystniejsze niż jeszcze kilka miesięcy temu. Wprawdzie wynajem mieszkania dalej kosztuje sporo w porównaniu z możliwościami finansowymi wielu osób, jednak stabilizacja cen jest widoczna.

Na niższe ceny wynajmu znaczący wpływ ma fakt, że liczba tego typu ofert jest większa niż jeszcze kilka miesięcy temu. Wraz z pogorszeniem się koniunktury na światowych rynkach spadły ceny mieszkań, co skłoniło



właścicieli lokali do wstrzymania się z ich sprzedażą. Zaś to nakreśliło podaż na rynku wynajmowanych mieszkań.

Stabilizacja cen prawdopodobnie nie

utrzyma się zbyt długo. Wraz z nadejściem września obroty na tym rynku mogą znacznie wzrosnąć, co wiąże się z dużą liczbą studentów poszukujących mieszkania w większych miastach. ■

KRYZYS NIE TAKI STRASZNY

JAKUB DOMAGALSKI
JAKUB.DOMAGALSKI@GAZETATREND.PL
NA PODSTAWIE RAPORTU INWESTYCJE.PL

Zazwyczaj bardzo trudno jest zrezygnować z osiągniętego poziomu życia. Ograniczenie wydatków z powodu utraty pracy czy też gorszej kondycji finansowej dla wielu osób jest zadaniem bardzo trudnym. Czasem jednak sytuacja wymusza gwałtowne ich cięcie. Czy uczestnicy badania ankietowego przeprowadzonego przez portal Inwestycje.pl zaczęli w ostatnim czasie oszczędzać? A jeśli tak, to na jakich produktach/usługach najbardziej?

18,25% ankietowanych w ogóle nie zaczęło oszczędzać z powodu pogarszającej się sytuacji gospodarczej kraju. Najmniej oszczędzają osoby młode - wśród osób pomiędzy 16. a 25. rokiem życia oszczędzać nie zaczęło 39,03%, a w przedziale wiekowym 26-35 lat odpowiednio 38,32%. Bardziej skłonni do oszczędzania są emeryci i renciści, ale jest to zjawisko naturalne i nawet lepsza sytuacja gospodarcza nie zmienia podejścia tej grupy do kwestii oszczędzania.

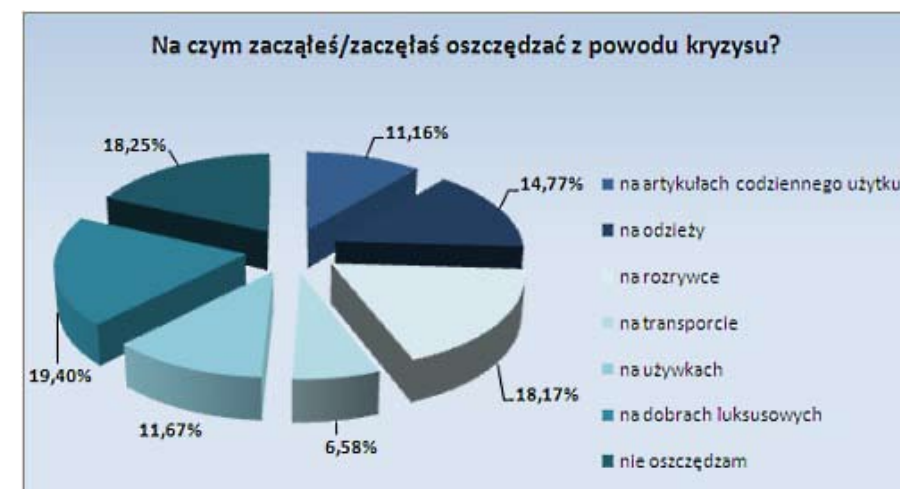
Spśród osób, które zaczęły oszczędzać z powodu kryzysu, najwięcej osób ogranicza swoje wydatki na dobra luksusowe (19,40% respondentów) oraz na rozrywkę (odpowiednio 18,17%). Rzeczywiście łatwiej ograniczyć tego typu wydatki, aniżeli zacząć oszczędzać

na artykułach codziennego użytku (11,16% osób wskazało właśnie na tę odpowiedź), czy tym bardziej na transporcie (6,58% respondentów ograniczyło ten wydatek). 14,77% ankietowanych zaczęło oszczędzać na odzieży, przy czym dotyczyło to w większym stopniu kobiet niż mężczyzn.

Emil Szweida, analityk Open Finance

Wyniki ankiety sugerują, że ponad 80% Polaków zaczęło oszczędzać w związku z kryzysem. Nie wiemy, czy pozostałych 18,25% nie oszczędza dlatego, że nie widzi do tego żadnego powodu, czy też po prostu znajdują się w takiej sytuacji, w której oszczędzać nie ma już na czym. Znacząc krajowe realia,

większość z tej grupy podpisałaby się zapewne pod drugą częścią zdania. Pozostali respondenci oszczędzają i ich wybory nie są zaskoczeniem. Najłatwiej podjąć decyzję o oszczędzaniu na rozrywkę, a więc sposobach spędzania wolnego czasu, ponieważ stosunkowo łatwo wypełnić go mniej kosztownymi zajęciami. Dobra luksusowa można z powodzeniem zastąpić tańszymi odpowiednikami, podobnie najłatwiej oszczędzać na odzieży. Stosunkowo najtrudniej oszczędza się na dobrach codziennego użytku, ponieważ rutyna sięgania po określone produkty może być silnie zakorzeniona, a ceny tych produktów - ze względu na masowość i silną konkurencję - są zwykle trudne do „zbicia”. ■





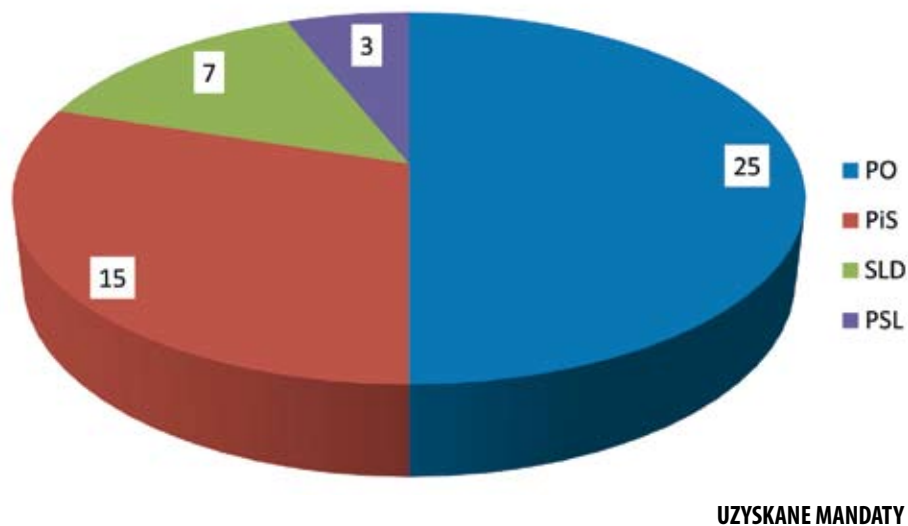
WYBORY DO PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO

PIOTR NIEWIADOMSKI
PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL

7 czerwca odbyły się kolejne już wybory do Parlamentu Europejskiego. Można byłoby napisać w uproszczeniu, że cała Europa wybrała swoich posłów gdyby nie frekwencja – w Polsce wyniosła ona 24,53%, co daje nam trzecie miejsce od końca wśród państw UE. Średnia frekwencja w Europie również nie była imponująca – 43,2%.

Liczbę mandatów uzyskanych przez poszczególne partie obrazuje wykres.

Polacy wybrali 50 posłów. Aż 28 z nich (posłowie PO i PSL) zasilili szeregi największej grupy w Parlamencie Europejskim – Grupy Europejskiej Partii Ludowej i Europejskich Demokratów. Polacy będą stanowili w niej niemal 10% pełnego składu. 15 posłów PiS będzie działać w ramach 35-osobowej Grupy Unii na rzecz Europy Narodów, a 7 posłów z SLD poprze 161-osobową Grupę Socjalistyczną. ■



OPEL PRZEJĘTY PRZEZ KONCERN MAGNA I ROSYJSKI SBERBANK

ANNA GRODECKA
ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL

Przetasowań na rynku producentów samochodowych ciąg dalszy.

1 czerwca 2009 roku koncern General Motors zgłosił do sądu wniosek o upadłość, aby uchronić się przed wierzycielami. W ciągu trzech następnych miesięcy musi przeprowadzić restrukturyzację. Tymczasem kilka dni wcześniej, w nocy na sobotę, ważyły się losy jego europejskiej spółki-córki – Opla. Ostateczne porozumienie zostało zawarte pomiędzy kanadyjsko-austriackim producentem podzespołów samochodowych

Magna oraz rosyjskim Sberbankiem. Razem z władzami GM nowi inwestorzy postanowili oddzielić jak najszybciej Opla od jego spółki-matki i utrzymać cztery fabryki Opla w Niemczech (Rüsselsheim, Bochum, Kaiserslautern, Eisenach).

Rząd niemiecki udzielił tak dużej pomocy rodzimemu koncernowi, m.in. poprzez gwarancje, że nowi inwestorzy Opla nie powinni się obawiać utraty kapitału. Przez długi czas negocjacji faworytem do przejęcia niemieckiego producenta był Fiat (który ostatnio przejął akcje Chryslera i chciał awansować do roli największego światowego producenta samochodów), jednak

związkowcy Opla sprzeciwili się takiemu rozwiązaniu. Liczą na rosyjski rynek zbytu, który pomoże koncernowi zwiększyć sprzedaż.

Siedzibą Opla ma pozostać Rüsselsheim, zarząd spółki na razie nie stracił swoich stanowisk. Nowy podział akcji w Oplu wygląda następująco: 20% posiada Magna, 35% Sberbank, 35% GM, zaś pozostałe akcje najprawdopodobniej trafią do pracowników i handlowców Opla. Mimo zobowiązania do utrzymania wszystkich siedzib firmy w Niemczech, nie wyklucza się zwolnień – największe szykują się w fabryce w Bochum. ■

CYTATY MIESIĄCA



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

„W czasach, kiedy samo przetrwanie jest już czymś niezwykłym, ja cieszę się dziećmi, a jednocześnie dumam, jak by tu np. spalać cały węgiel i wprowadzić na rynek nowe energetyczne technologie. Nie boję się jutra, ale nie dlatego, że zidiociałem. Taką mam filozofię.”

- Morten Lund, założyciel Skype'a, właściciel ok. 80 start-upów na całym świecie

„Amerykański system finansowy pokonał większą część bolesnej drogi wychodzenia ze stanu znacznego przelewarowania. I ożywia się już akcja kredytowa.”

- Timothy Geithner, sekretarz stanu USA

„Kryzys finansowy dopiero teraz zaczyna dotykać ludzi poprzez zwolnienia. Przedwczesne ogłaszanie ożywienia niesie więc za sobą spore niebezpieczeństwo.”

- Axel Weber, wiceprezes Europejskiego Banku Centralnego

„Nie planowałem 10 lat temu, że zostanę doktorem habilitowanym czy profesorem, nie planowałem rok temu, że dzisiaj będę pracował nad kilkoma strategicznymi dla kraju projektami w Ernst & Young. Przypadek.”

- Krzysztof Rybiński, zwycięzca rankingu „Autorytety polskiego rynku finansów”, były wiceprezes NBP, obecnie Partner w firmie doradczej Ernst & Young

„Światowa gospodarka zdradza oznaki ożywienia, ale nie nazwałbym tego normalizacją. Te pozytywne oznaki nie świadczą jednak, że nie ma już problemów z kredytami zwłaszcza dla firm.”

- Angel Gurría, sekretarz generalny OECD

„Gospodarka zaczyna dopiero zdradzać oznaki stabilizacji. Gdy nadejdzie ożywienie, będzie stopniowe, podobnie jak poprawa bilansów pośredników finansowych i gospodarstw domowych.”

- Donald Kohn, wiceprezes Rezerwy Federalnej USA

„Polska gospodarka jest obecnie w relatywnie lepszej sytuacji niż gospodarki krajów sąsiednich. W naszym przypadku amortyzująco zadziałało m.in. osłabienie złotego.”

- Waldemar Pawlak, wicepremier i minister gospodarki





PRAWIE KAŻDY CZAS JEST DOBRY NA INWESTOWANIE

Wywiad z Markiem Mikuciem, Dyrektorem Inwestycyjnym TFI Allianz Polska S.A.

DOROTA SIERAKOWSKA
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL

Dorota Sierakowska: W kwietniu fundusze Allianz, zwłaszcza fundusze akcji i fundusze mieszane, odnotowały bardzo dobre wyniki. Czy wiązała się z

tym jakaś szczególna strategia, czy ogólnie sektor małych i średnich przedsiębiorstw poszedł w górę?

Marek Mikuć: Rzeczywiście mieliśmy dobre wyniki w kwietniu we wszystkich funduszach inwestujących w akcje, jak również w funduszach mieszanych

Pojawiały się badania, które wykazywały, że stosowanie aktywnej alokacji nie prowadzi do pobicia benchmarków. Trudno to jednoznacznie stwierdzić, można znaleźć zarówno przykłady, które to potwierdzają, jak i te, które temu przeczą.

- aktywnej alokacji i stabilnego wzrostu. Wszędzie tam, gdzie był jakiś komponent akcyjny, wyniki były zdecydowanie lepsze od benchmarków.

Czy to był wynik jakiejś szczególnej strategii? Wydaje mi się, że generalnie nasze podejście jest stosowane przez niewiele funduszy w Polsce, należymy do mniejszości. Nasza strategia inwestycyjna, nie tylko w zarządzaniu funduszami akcyjnymi i mieszanymi, jest strategią bardzo aktywną. Praktycznie w ogóle nie stosujemy strategii buy and hold. Oczywiście w zależności od fazy trendu, od momentu rynkowego czy zmienności nasza aktywność jest większa lub mniejsza, ale zawsze jest dosyć znaczna i polega na zmiennej alokacji aktywów, częstych transakcjach

i na tym, co powszechnie nazywa się timingiem.

Warto zauważyć, że wyniki kwietniowe były także naturalną konsekwencją wyników z marca tego roku oraz z przełomu lat 2008 i 2009. Nasza strategia pozwoliła dobrze wykorzystać odbicie rynku akcji, rozpoczęte na przełomie lutego i marca. Podczas ostatniej fali wzrostowej mieliśmy niemal maksymalny udział akcji w portfelach. Pomógł również dobry dobór spółek i trafione inwestycje zagraniczne (głównie finansowy sektor w USA, gdzie kupowaliśmy akcje w pobliżu ich historycznych minimów). Oczywiście wycucie rynku nie zawsze jest tak idealne - tym razem zmieniliśmy istotnie strukturę portfeli blisko momentu przełomowego. Sukces zawdzięczamy konsekwentnie stosowanej strategii aktywnego zarządzania i znakomitej intuicji zarządzających.

Benchmark w każdym funduszu jest odzwierciedleniem modelowego portfela.

DS: Ogólnie na strategii buy and hold można się było ostatnio zawieść.

MM: Są różne poglądy na ten temat. Niektórzy twierdzą, że wartość dodana wnoszona przez zarządzającego stosującego timing nie jest szczególnie istotna, a strategia buy and hold, oparta na maksymalnym zaangażowaniu w akcje, prowadząca rolę zarządzającego jedynie do odpowiedniego doboru spółek, jest skuteczna w długim terminie. Pojawiały się badania, które wykazywały, że stosowanie aktywnej alokacji nie prowadzi do pobicia benchmarków. Trudno to jednoznacznie stwierdzić, można znaleźć zarówno przykłady, które to potwierdzają, jak i te, które temu przeczą. Ja zdecydowanie jestem zwolennikiem timingu.

Pole dla improwizacji, własnej inicjatywy zarządzającego zależy od tego, jak wewnętrznie jest to zorganizowane w konkretnym towarzystwie.

DS: A jak ustalają Państwo benchmarki?

MM: Benchmark w każdym funduszu jest odzwierciedleniem modelowego

Z jednej strony zarządzający posiada znaczną swobodę działania, a z drugiej ponosi pełną odpowiedzialność za wyniki funduszu i osiągniętą stopę zwrotu.

portfela. Jeżeli mamy fundusz akcyjny, to przynajmniej 90% benchmarku stanowi komponent akcyjny. Dużo zależy też od sektora, w który fundusz inwestuje: dla funduszu uniwersalnego benchmarkiem jest WIG, jeżeli mamy fundusz nastawiony na blue chips, to komponentem akcyjnym jest WIG20, a w przypadku funduszu małych i średnich spółek część akcyjna składa się z wag indeksów mWIG40 i sWIG80. Jeżeli mamy do czynienia z funduszem branżowym (np. Allianz Budownictwo), to w benchmarku wagą są indeksy WIG-Deweloperzy i WIG-Budownictwo.

Przy funduszach mieszanych benchmark też odpowiada strukturze portfela modelowego funduszu: jeśli lokujemy przeciętnie 25% kapitału w akcjach i 75% w papierach dłużnych, to benchmark tworzą w 25% WIG20 i w 75% indeks obligacji.

DS: Ile w zarządzaniu funduszem jest miejsca na improwizację, własną inicjatywę zarządzającego?

MM: Przy zarządzaniu funduszem trzeba zwrócić uwagę na dwa rodzaje ograniczeń. Pierwszym z nich są ograniczenia prawne (ustawa o funduszach inwestycyjnych), które są różne dla różnych typów funduszy (fundusze otwarte, zamknięte, specjalistyczne otwarte). Przy funduszach zamkniętych limity inwestycyjne są zdecydowanie bardziej liberalne.

Drugim ograniczeniem są ograniczenia statutowe, czyli dodatkowe limity, zasady dywersyfikacji, narzucone przez statut - ale bardzo często przy typowych funduszach otwartych te ograniczenia statutowe nie różnią się istotnie od ustawowych. Jeszcze inną sprawą jest polityka wewnętrzna towarzystwa. Pole dla im-

DS: Czyli improwizacja dotyczy bardziej doboru spółek?

MM: Zawsze pozostawiam zarządzającemu dużą swobodę, jeśli chodzi o dobór spółek do portfela czy też moment zawarcia transakcji, poziom zaangażowania w poszczególne papiery czy klasy aktywów. A więc z jednej strony zarządzający posiada znaczną swobodę działania, a z drugiej ponosi pełną odpowiedzialność za wyniki funduszu i osiągniętą stopę zwrotu.

Oczywiście mamy w firmie takie ciała, jak Komitet Inwestycyjny, które podejmuje strategiczne decyzje, dokonuje globalnej alokacji aktywów, ale decydujący wpływ na strategię funduszu ma zarządzający.

DS: Ważne, żeby po prostu pobić benchmark.

MM: Nie tylko. Jak się bije benchmark, to zazwyczaj bije się także większość funduszy konkurencyjnych - jednak najważniejsze jest to, żeby zarabiać. Oczywiście są fazy rynku, kiedy nie da się wypracować zysku, operując na jednej klasie aktywów. W ubiegłym roku, w sytuacji kryzysowej, można było jedynie chronić kapitał i minimalizować straty funduszy akcji, które z zasady zawsze mają ekspozycję na akcje (i to często na poziomie 70% jako minimum). Uniknięcie strat jest w takiej sytuacji praktycznie niemożliwe.

Ale nawet gdy zarządzający pobije benchmark, to nie zawsze jest to powód do zadowolenia. Przecież, gdy rynek spadnie o 30%, a fundusz o 28% - to benchmark jest pobity, ale mnie taki wynik nie satysfakcjonuje, strata jest zbyt duża.

W zasadzie można pobić benchmark dwiema metodami: albo na zasadzie lepszego doboru spółek, albo stosując aktywną alokację w danej klasie aktywów. Zazwyczaj łatwiej bije się benchmark na rynku spadkowym, pod warunkiem że stosujemy timing, ponieważ gdy mamy ekspozycję na akcje wynoszącą 70%, podczas gdy w benchmarku waga akcji wynosi 90%, to z zasady mamy lepszy wynik. Dużo trudniej jest to zrobić na rynku wzrostowym - wtedy dobór spółek jest kluczowy w osiągnięciu lepszego wyniku.

Oceńić zarządzającego można tylko w długim terminie, patrząc, jak jego portfel zachowywał się w stosunku do

benchmarku w całym cyklu hossy-bessa. Wtedy dopiero widać, czy zarządzający wniósł wartość dodaną, czy zarobił więcej i stracił mniej niż oferował rynek

DS: Jakie tendencje obserwuje Pan wśród inwestorów: czy po okresie spadków gwałtownie odwrócili się oni od funduszy inwestycyjnych czy wręcz przeciwnie, zaczynają wносить swój kapitał, licząc na ponadprzeciętne zyski?

MM: Trend jest jeden i to bardzo wyraźny: praktycznie od 17-18 miesięcy fundusze inwestycyjne charakteryzuje przewaga umorzeń nad nabyciami. Od wpływ aktywów z funduszy inwestycyjnych jest znaczący. W czasie apogeum kryzysu, po upadku Lehman Brothers, ten kryzys zaufania był tak duży, że kapitał odpływał nie tylko z funduszy akcji i mieszanych, ale także z funduszy pieniężnych i dłużnych. Owszem, ostatnie dwa miesiące od momentu zwrotu na rynku, pokazały w niektórych funduszach przewagę nabyć nad umorzeniami, ale skala tego zjawiska jest jeszcze niewielka. Na pewno nie można więc powiedzieć, że inwestorzy szybko zareagowali na zmianę na rynku i zaczęli wchodzić z kapitałem, licząc na ponadprzeciętne zyski.

Nawet gdy zarządzający pobije benchmark, to nie zawsze jest to powód do zadowolenia. Najważniejsze jest to, żeby zarabiać.

DS: A więc jednak zaufanie trzeba długo odbudowywać.

MM: Tak, to prawda. Zresztą, rynek zawsze działa tak, że największe wpływy odnotowujemy w końcowej fazie hossy, a nie na początku wzrostów. Dopiero historyczne wysokie stopy zwrotów przemawiają do inwestorów. Takie zjawisko obserwowaliśmy w rekordowej pierwszej połowie 2007 roku, na 3 miesiące przed załamaniem rynku. Ten cykl powtarza się zawsze i nie liczyłbym na to, że coś się zmieni w tym zakresie w przyszłości.

DS: A czy towarzystwa funduszy inwestycyjnych podczas tego trudnego na rynkach okresu starają się jakoś przekonać inwestorów, np. modyfikując swoją ofertę? Czy pojawiły się jakieś nowe, ciekawe produkty?

MM: Bardzo ciężko jest przekonać inwestorów. Strach po tak silnej przecenie jest olbrzymi.

DS: I ten strach przeważa nad chciwością.

MM: Zdecydowanie. Ale to jest normalne: w takich fazach rynku trudno przekonać klientów do tego, by inwestować agresywnie - tak jak ciężko było ich przekonać przed dwoma laty, żeby nie inwestowali w fundusze akcyjne. Wtedy to chciwość przeważała nad strachem. Perspektywy były świetlane i wydawało się, że hossy będzie trwała wiecznie.

Zarówno z punktu widzenia inwestorów, jak i towarzystw ta bessy była wyjątkowo bolesna - z jednej strony ze względu na skalę załamania, a z drugiej ze względu na ogromną ilość aktywów ułokowanych w funduszach inwestycyjnych na szczycie ówczesnej hossy w funduszach było ułokowane kilkanaście razy mniej pieniędzy niż w roku 2007. Teraz mieliśmy 3 miliony uczestników funduszy i aktywa zbliżające się do 150 miliardów złotych. Stąd też fala odpływu kapitału w ubiegłym roku była olbrzymia.

W czasie kryzysu TFI próbowały tworzyć fundusze z gwarantowaną stopą zwrotu czy ochroną kapitału. Jest to na-

takich funduszy zbyt wiele. Nie wypada mi komentować poczyniń naszych konkurentów, chciałbym podkreślić jednak fakt, że samo utworzenie FIZ, którego założeniem jest zarabianie w każdych warunkach rynkowych, nie oznacza, że tak rzeczywiście będzie. Sukces może zagwarantować tylko dobre zarządzanie takim funduszem. Tak jak w każdej klasie aktywów, będą lepsi i gorsi. Jednak mam nadzieję, że sukcesów będzie więcej niż porażek.

Oceń zarządzającego można tylko w długim terminie, patrząc, jak jego portfel zachowywał się w stosunku do benchmarku w całym cyklu hossy-bessa.

DS: Przeskoczmy do sytuacji makro: jeszcze niedawno panował w Polsce bardzo dobry nastrój, wynikający z tego, że polska gospodarka radziła sobie dobrze na tle innych krajów Europy. Teraz jednak coraz częściej pojawiają się głosy o nieuchronnej recesji. Jaka jest Pana ocena sytuacji gospodarczej w Polsce?

MM: Mówiąc niedawno, zapewne ma Pani na myśli optymistyczne prognozy rządu z jesieni ubiegłego roku - wtedy nawet założenia do ustawy budżetowej zakładały około 3,7% wzrostu.

Jednak w tym samym momencie pojawiały się także analizy, mówiące o tym, że polską gospodarkę czekają trudne czasy i prognozujące nikły wzrost PKB (poniżej 1%) lub nawet takie, które mówiły o ujemnej dynamice PKB.

To, że prognozy ministerstwa finansów były zbyt optymistyczne, wiadomo od samego początku. Teraz, widząc już coraz więcej danych z realnej gospodarki za pierwszy kwartał, w dalszym ciągu trudno jednoznacznie stwierdzić, czy w Polsce będzie recesja. Nie wydaje mi się, żeby zmiana PKB w tym roku była istotnie różna od zera, w którąkolwiek stronę. Zapewne w II i III kwartale zobaczymy klasyczną, książkową recesję z ujemną dynamiką PKB w dwóch kolejnych kwartałach, ale absolutnie nie zakładam takiej katastrofy, jaką mamy obecnie w krajach bałtyckich (kilkaście procent na minusie), czy też w gospodarce rosyjskiej (ok.

Rynek zawsze działa tak, że największe wpływy odnotowujemy w końcowej fazie hossy, a nie na początku wzrostów. Dopiero historyczne wysokie stopy zwrotów przemawiają do inwestorów.

-4%). Biorąc pod uwagę skalę obecnego kryzysu, polska gospodarka trzyma się dzielnie, w szczególności na tle państw regionu i nie sądzę, żeby to się zmieniło. Widać to nawet po reakcji rynku kapitałowego - nasz rynek świetnie wpisał się w odbicie na światowych rynkach akcji w marcu i kwietniu tego roku. Skala wzrostu w Polsce była zdecydowanie większa niż na innych rynkach naszego regionu.

Jeszcze na przełomie stycznia i lutego, gdy fala wyprzedaży aktywów przetoczyła się przez Europę Środkowo-Wschodnią, inwestorzy zagraniczni wrzucali wszystkie państwa Europy Środkowo-Wschodniej do jednego worka. Gdy emocje opadły i poprawiły się nastroje na światowych rynkach, a także pojawiła się skłonność do ryzyka, nasz rynek ewidentnie wyróżniał się na tle regionu. Silniejsze wzrosty akcji zanotowaliśmy jedynie w Rosji, ale pamiętajmy, że tam wcześniejsze załamanie było wyjątkowo dotkliwe. Rosja jest specyficznym krajem, którego gospodarka w ogromnej mierze oparta jest na surowcach.

DS: Fundusze związane z rynkami Europy Środkowo-Wschodniej dobrze sobie radziły w kwietniu. Czy to przez to, że wcześniej tak znacząco spadły?

MM: Generalnie tak. Odbicie naprawdę było mocne. Kwiecień był jednym z najlepszych miesięcy od wielu lat.

DS: Co Pan sądzi o planach rządowych dotyczących udzielania nieoprocentowanych pożyczek osobom, które nie są w stanie samodzielnie spłacić kredytów hipotecznych?

MM: Taki plan ciężko jest wprowadzić w życie, bo trudno jest wyodrębnić dobrze grupę tych „potrzebujących”. Generalnie, nie wydaje mi się, żeby to był dobry pomysł. Plany rządu, dotyczące polityki mieszkaniowej, powinny raczej iść raczej w kierunku ulg podatkowych. Taka wybiórcza pomoc nie jest dobrym kierunkiem, po prostu trudno jest dobrać odpowiednie kryteria. Jest to więc projekt dość kontrowersyjny i może rodzić pole do nadużyć.

DS: Zwłaszcza, że tarapaty wynikają ze zbyt pochopnie podjętych wcześniej decyzji. Niedawno pojawiła się w mediach informacja, że około 600 000 osób w Polsce ma ponad 6 kredytów.

MM: Tak, a procent niespłacanych kredytów ciągle rośnie. Cały globalny kryzys finansowy wziął się z nieodpowiedzialnej polityki kredytowej banków, a z drugiej strony ze zbyt odważnych decyzji kredytobiorców. Oczywiście na naszym rynku skala tego problemu jest zupełnie inna niż w USA - polskie banki nie udzielały kredytów hipotecznych osobom bez zdolności kredytowej czy o bardzo ograniczonej zdolności kredytowej. Jednak nie ulega wątpliwości, że kredytobiorcy byli zbyt odważni - wszak w 2007 roku panował powszechny optymizm: pewność zatrudnienia, rosnące ceny nieruchomości, oczekiwania dynamicznego wzrostu wynagrodzeń. To powodowało brak strachu konsumentów.

Polski rynek świetnie wpisał się w odbicie na światowych rynkach akcji w marcu i kwietniu tego roku.

DS: Czy produkty ubezpieczeniowe, powiązane z funduszami inwestycyjnymi, są realnym zagrożeniem dla funduszy inwestycyjnych? Dla inwestorów indywidualnych może to być wygodne rozwiązanie.

MM: Oczywiście takie produkty są konkurencją, bo są oferowane i się nieźle sprzedają. Zresztą, głównym biznesem naszej Grupy, poza zarządzaniem aktywami, są właśnie ubezpieczenia. Wiele firm ubezpieczeniowych oferuje produkty z otwartą architekturą: są do wyboru fundusze inwestycyjne wielu TFI. Generalnie kapitał i tak trafia do funduszy inwesty-

cyjnych, więc tak naprawdę jest to tylko jeden z kanałów dystrybucji.

Dużo większą konkurencją dla funduszy inwestycyjnych są natomiast różnego rodzaju produkty strukturyzowane. Niezależnie od budowy ich struktury, w ogromnej większości oferują one gwarancję kapitału - dlatego jest na nie popyt. Oczywiście udział w zysku inwestora jest mniejszy niż przy bezpośredniej inwestycji w daną klasę aktywów, ale jednak gwarantuje zachowanie kapitału, a inwestorzy pokaleczeni ostatnią bessą tego właśnie dzisiaj oczekują, stąd chętnie po nie sięgają. Dlatego to właśnie one są największą konkurencją dla produktów oferowanych przez TFI.

DS: Czy sądzi Pan, że teraz jest dobry moment do angażowania środków w jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych?

MM: Prawie zawsze jest dobry moment. To jest tylko kwestia odpowiedniego doboru jednostek uczestnictwa funduszy, dostosowania produktu do swojej skłonności do ryzyka oraz do horyzontu inwestycyjnego. Trzeba też pamiętać o dywersyfikacji naszych oszczędności.

Moment PRAWIE zawsze jest dobry, bo nie powinniśmy inwestować jedynie w końcowej, euforycznej fazie hossy, gdyż nawet zakładając długi horyzont inwestycyjny, inwestując w szczycie hossy trzeba wiele lat czekać na odrobienie strat. Więc pomijając ekstrema rynku, każdy czas jest dobry. Teraz jesteśmy po odbiciu i można się zastanawiać, czy to jest już początek nowej hossy, czy tylko korekta w bessie. Na to pytanie trudno dziś odpowiedzieć. Wydaje się, że minimum zanotowane 18 lutego na naszym rynku jest dnem bessy, jednak po ostatniej fali wzrostowej rynkowi należy się korekta i należy jej oczekiwać. Niełatwo się odwraca tak silne trendy spadkowe, jaki mieliśmy przez ostatnie 2 lata i rynek potrzebuje fazy konsolidacji przed kolejną hossą. I właśnie ta oczekiwana faza konsolidacji jest dobrym momentem na konstruowanie odpowiedniego portfela. Oczywiście ważne jest to, żeby pamiętać o dywersyfikacji.

Ostatnio można się spotkać z poglądem, że wzrosty na rynku są już za nami i nie warto teraz inwestować, bowiem ceny akcji niektórych spółek wzrosły o kilkaset procent. Pamiętajmy jednak, że te ceny wcześniej spadły o 90-95%, więc nawet po wzroście o 200% akcje nadal są notowane 70-80% poniżej szczytu. Potencjał wzrostowy w długim terminie jest więc bardzo duży. ■

SYSTEMATYCZNE OSZCZĘDZANIE MNIEJSZE RYZYKO

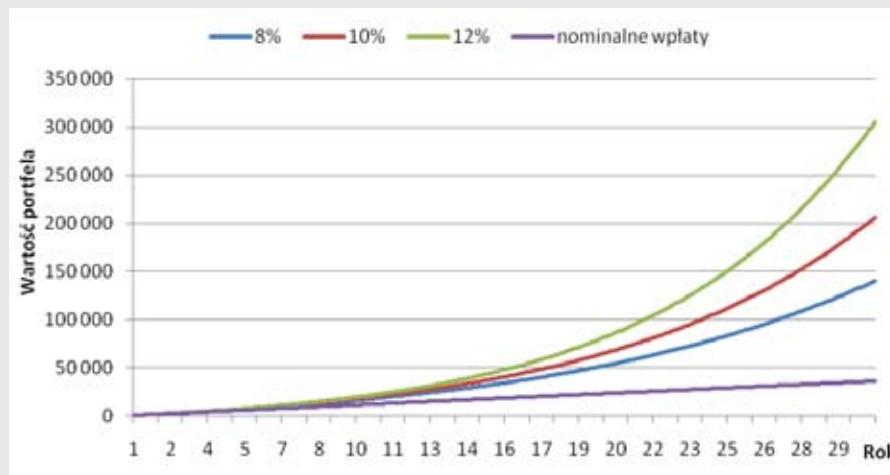
Inwestorzy giełdowi zastanawiają się, czy dany moment jest najwłaściwszym na zakup akcji. Jeśli tak stwierdzą i zainwestują, mogą sporo zyskać. W przeciwnym przypadku stają się inwestorami długoterminowymi – często czekają bowiem, aż rynek się odbije. Dylematu takiego pozbawione są osoby preferujące systematyczne oszczędzanie.

ARTUR SZCZEPKOWSKI
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

Giełdowa bessa weryfikuje wiele poglądów i zachowań. Za takie można uznać masowe kupowanie funduszy akcji małych i średnich spółek dwa czy trzy lata temu. Włączając telewizor czy też przeglądając prasę trudno było nie natknąć się na bijące z reklam obietnice zarobków idących w setki procent. Z czasem zawiły jednak spadki na rynkach, a później bessa. Zaczęto zatem mówić o konieczności dywersyfikacji portfela. Popularne stało się także używanie pojęcia „systematyczne oszczędzanie”. Pomysł jest prosty, ale czy rzeczywiście efektywny?

Łatwo jest stwierdzić, że inwestycje w fundusze akcji powinny być dokonywane w czasie bessy, a realizowane na szczytach hossy. Trochę trudniej jest w rzeczywistości. Okazuje się bowiem, że w okresie bessy spółki są mocno niedowartościowane i nigdy nie wiadomo, czy nie będą tańsze. Analogicznie sytuacja wygląda w okresie hossy. Inwestorowi jest zatem trudno kupić i sprzedać akcje po najlepszej cenie. Rozwiązaniem może być systematyczny zakup jednostek uczestnictwa funduszy czy też akcji wtedy, gdy są one tanie oraz ich systematyczna sprzedaż, gdy wydają się zbyt drogie.

Obecnie mamy do czynienia z powrotem dobrej koniunktury na rynku kapitałowym. Analitycy zastanawiają się, czy jest to tylko korekta w bessie, czy może już



Systematyczne oszczędzanie 100 zł miesięcznie przy założeniu różnych oczekiwaných rocznych stóp zwrotu

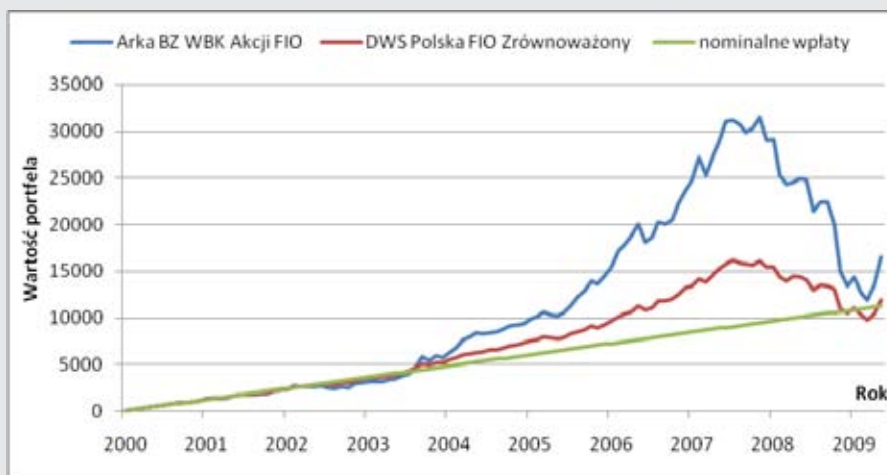
powrót hossy. Inwestorzy mają prawo być zdezorientowani. Warto zatem pomyśleć o strategii systematycznego oszczędzania. Odkładając miesięcznie założoną kwotę i inwestując ją w fundusze można znacznie ograniczyć ryzyko zainwestowania w nieodpowiednim momencie. Strategia ta jest prosta i przynosi przyzwoite wyniki w długim terminie. Z pewnością także zdecydowanie więcej osób może pozwolić sobie na częstsze odkładanie niewielkich kwot niż na jednorazową, ale znaczną inwestycję.

Strategia systematycznego oszczędzania minimalizuje wpływ niekorzystnej koniunktury. Trzeba jednakże zauważyć, że i wpływ dobrej koniunktury nie jest w pełni wykorzystywany. Tym samym ceny zakupu jednostek uczestnictwa (certyfikatów

inwestycyjnych, akcji) są uśrednione. Potencjalne zyski są zatem mniejsze niż zyski możliwe do osiągnięcia z jednorazowej inwestycji o większej kwocie. To, ile można zarobić wykorzystując omawianą strategię, zależy od przyjętej oczekiwanę rocznej stopy zwrotu. Dla inwestycji opartych na akcjach przyjmuje się zazwyczaj, że wynosi ona od 8 do 12 proc.

Założmy, że inwestor lokuje każdego miesiąca 100 zł w aktywa przynoszące średnioroczną stopę zwrotu na poziomie 8 proc. Po 30 latach oszczędzania na rachunku powinien mieć około 141 000 zł. Kwota ta nie jest specjalnie wysoka, jeśli weźmiemy pod uwagę zarówno długi okres oszczędzania, jak i inflację, która sprawia, że pieniądź w czasie traci na wartości. Warto jednak zaznaczyć, że łączna nominalna wartość inwestycji to „jedynie” 36 000 zł.

Znacznie ciekawiej wyglądają wyniki inwestycji przy założeniu wyższych oczekiwaných stóp zwrotu. Trzeba bowiem przyznać, że 8 proc. rocznie nie jest specjalnie dużym osiągnięciem dla inwestycji opartych na akcjach. Zakładając, że fundusz może przynieść średniorocznie 10 proc. zysku, po 30 latach inwestor powinien mieć na swoim koncie 206 000 zł. Gdyby zaś fundusz zarabiał 12 proc., inwestor miałby na koncie ponad 305 000 zł. Milionerem zaś można zostać po 30 latach systematycznego inwestowania 500 zł miesięcznie przy 10 proc. stopie zwrotu, lub inwestując niewiele ponad 300 zł miesięcznie przy 12 proc. stopy zwrotu.



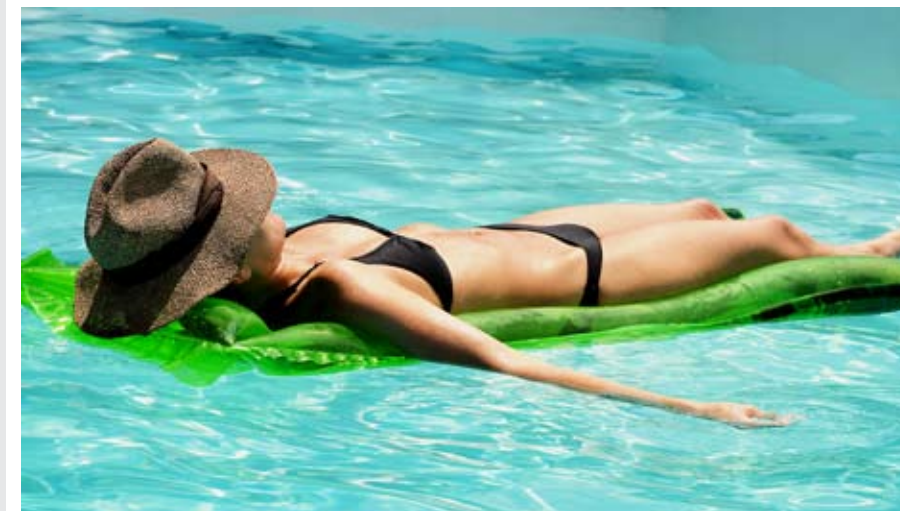
Wyniki strategii systematycznego oszczędzania 100 zł miesięcznie dla wybranych funduszy.

Sprawdźmy zatem jak wyglądają wyniki systematycznego oszczędzania na przykładzie funduszy DWS Polska FIO Zrównoważony oraz Arka BZ WBK Akcji FIO. Przykładowa inwestycja wygląda następująco. Inwestor na początku 2000 roku zakłada dwa portfele funduszy – akcyjny oraz zrównoważony. Na początku każdego miesiąca kupuje jednostki uczestnictwa wymienionych funduszy za 200 zł (po 100 zł na każdy fundusz). Założeniem jest także brak prowizji za nabycie tytułów uczestnictwa.

Na początku maja 2009 roku (po 113 miesiącach inwestycji) wartość portfela zrównoważonego tylko nieznacznie przewyższała wartość wpłaconych środków. Średnioroczna stopa zwrotu wynosi jedynie niewiele ponad 1 proc. Stąd też można uznać, że inwestycja taka jest nieefektywna. Zdecydowanie więcej inwestor mógłby bowiem zyskać wpłacając środki na lokatę bankową. Warto jednak zaznaczyć, że mamy do czynienia z nieciekawą sytuacją na rynku kapitałowym. Gdyby inwestor w 2007 roku realizował zyski, to jego średnioroczna stopa zwrotu z portfela zrównoważonego wynosiłaby kilkanaście procent. Jest to bardzo dobry wynik.

Zdecydowanie lepiej prezentuje się inwestycja w fundusz Arka BZ WBK Akcji FIO. Na początku maja 2009 roku wartość portfela inwestora wynosiła ponad 16 500 zł, co oznaczało średnioroczną stopę zwrotu na poziomie niecałych 8 proc. Jest to wynik bardzo dobry, jeśli bierzemy pod uwagę, że na rynku kapitałowym trwa bessa. Co więcej, gdyby inwestor w 2007 roku realizował zyski, to jego średnioroczna stopa zwrotu z portfela akcyjnego wynosiłaby ok. 30 proc.

Inwestując systematycznie, należy być świadomym tego, że nie wszystkie fundusze generują tak dobre wyniki jak fundusz akcyjny Arki. Nie ma także gwarancji na to, że aktualnie zyskowne fundusze będą takimi w przyszłości. Warto mieć także na uwadze kwestię prowizji od zakupu. Na rynku istnieją platformy, które takich prowizji nie pobierają. Niestety nie wszystkie fundusze są na nich dostępne. Trzeba także wiedzieć, że nawet najlepsza strategia może wydawać się nieefektywna w czasie bessy. Systematycznie oszczędzając w dużym stopniu ogranicza się ryzyko inwestycji kosztem potencjalnych zysków. Strategia ta będzie przynosiła mniejsze straty w okresie bessy w porównaniu z innymi strategiami, niemniej i w okresie hossy zyski będą odpowiednio mniejsze. ■



POLACY LUBIĄ WYPOCZYWAĆ

Polacy to naród, który bardzo lubi wypoczywać, a każdą próbę zmniejszenia liczby dni ustawowo wolnych od pracy traktuje jak zamach stanu. Z pewnością wypoczywaliby jeszcze więcej, gdyby tylko ustawodawca im na to pozwalał, o czym świadczy batalia przeprowadzona pod koniec ubiegłego roku o ustanowienie dniem wolnym od pracy święta Trzech Króli. Na nic zdały się wyliczenia resortu finansów pokazujące, ile kosztuje dodatkowy dzień wolny i przekonywania Premiera, że Polski na to nie stać (obecnie takich dni jest 12) – Naród i tak wiedział swoje. Na szczęście rząd nie ugiął się i ustawa nie została przegłosowana. Niemniej pokazuje to, jak bardzo Polacy cenią sobie wypoczynek.

JAROSŁAW DĘBECKI
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

Rynek też lubi odpocząć

Rynek to ludzie, którzy na nim handlują, a każdy człowiek musi odpocząć, pozbierać myśli i przeanalizować wydarzenia. Brak takiego zdrowego dystansu może spowodować nawet śmierć z przepracowania. Zjawisko to zostało zauważone w Japonii (jap. karoshi), w której managerowie nie są w stanie uporać się z piętrzącymi się problemami zawodowymi i popełniają samobójstwo (tam jest to jedna z naturalnych i nie przynoszących hańby metod rozwiązywania problemów).

Samobójstwa w odległej Japonii, choć z pewnością tragiczne, są niestety mniej interesujące z punktu widzenia inwestora, niż reakcja rynku kapitałowego w momencie, gdy zbliża się chwila wytchnienia. Wiadomo, że gdy rynek w USA nie działa, całą GPW ogarnia marazm, obroty spadają o połowę. Traderzy, nie mając sygnałów napływających z zagranicy, gubią się jak stado owiec bez pasterza i nie będąc w stanie wymyślić nic konstruktywnego, po prostu nie robią nic.

Co się zatem dzieje, gdy zbliża się data, kiedy to sesja na polskim rynku nie odbędzie się z powodu jakiegoś mniej lub bardziej ważnego święta narodowego bądź kościelnego? To, że świat na to nie zareaguje, to pewne

(nie ma się co ludzi – nasza giełda to pestka w porównaniu z zachodnią Europą), ale jak nasi rodzimi gracze postępują w takich sytuacjach?

Ulubione święta

W Polsce są właściwie trzy okazje do wydłużonego odpoczynku, mianowicie: Wielkanoc, Boże Narodzenie wraz z Nowym Rokiem, które to święta mają charakter globalny, oraz nasz dobry rodzimy długi weekend majowy (wyjazdy w tym okresie mogą być planowane nawet z ponad rocznym wyprzedzeniem). Wówczas to każdy inwestor powinien zamknąć pozycję, ze spokojem wyjechać na urlop i nie śledzić napływających informacji. Giełda w te święta i tak nie działa, ale nigdy nie wiadomo, jaką rzeczywistość zastaniemy, gdy wrócimy z urlopu i otworzymy komputer.

Weźmy pod lupę okresy przedświąteczne i zobaczmy, jak reagowali inwestorzy na kilka dni przed urlopem. Test polega na obliczeniu zmiany procentowej w okresie na tydzień przed wakacjami i w ostatnim dniu notowań przed urlopem.

Wielkanoc

Koszyk wielkanocny zawiera w każdym roku prawie to samo. Zmienia się tylko



rozmieszczenie poszczególnych elementów - jaja są pomalowane na inny kolor, cukrowy baranek w latach hossy wydaje się być nieco bardziej tłusty niż zazwyczaj. Natomiast to, co znajdzie się w koszyku akcji, które posiada inwestor, to już inna kwestia. Z obliczeń wynika, że kupując akcje na tydzień przed Wielkanocą zarobimy przeciętnie 1,85% i przy odchyleniu standardowym na poziomie 1,78% możemy być prawie pewni, że zakup dokonany tydzień przed świętami przyniesie nam zysk.

Średnia zmiana na ostatni dzień przed Wielkanocą jest już nieco mniej imponująca i obarczona dużo większym ryzykiem niepowodzenia. Należy się wtedy zastanowić, czy nie warto odpuścić sobie ostatni dzień notowań i skupić się na pieczeniu mazurków.

Długi weekend majowy

To chyba najbardziej wyczekiwany weekend, który może się przedłużyć teoretycznie nawet do 9 dni, jeśli na przykład 1 maja wypada we wtorek, a 3 maja w czwartek. Tak długi okres wypoczynku wymaga i długich przygotowań. Nic więc dziwnego, że od tygodnia indeksy średnio spadają o -0,28% przy dodatkowo sporym odchyleniu standardowym. Natomiast inwestycja na jeden dzień przed wyjazdem może przynieść dodatkowy zarobek średnio o 0,52%. Trzeba się jednak zastanowić nad tym, co jest dla inwestora bardziej kuszące: radość z zarobionych 520pln (przy inwestycji 100 000 pln), co starczy na dobry obiad dla całej rodziny, czy niesmak i zdenerwowanie ze straty ok. 1 000 pln i stracone wakacje, a w zamian odrobina adrenalin przy transakcji.

Boże Narodzenie

Rajd świętego Mikołaja to efekt znany chyba wszystkim inwestorom, który bierze

się zazwyczaj stąd, że fundusze inwestycyjne chcąc poprawić osiągnięte wyniki finansowe, pompują indeks tak, żeby na 31 grudnia osiągnął pożądany poziom. Pomimo zbliżającego się lata, na chwilę wczujmy się w okres świąteczny: zewsząd atakują nas kolędy, plakaty z prezentami, czerwone wstążki, lampki ozdobne, zza rogu wyskakują na nas obcy ludzie z doczepioną wacianą brodą, w czerwonym kombinezonie i z wypchanym gazetą brzuchem. Ważniejszy jest wtedy wymarzony prezent dla dziecka albo ulubione perfumy dla kobiety niż jakieś akcje. Inwestycja przed świętami z pewnością nie będzie należała do najbardziej trafionych. Prawdopodobnie nie przyniesie dużego zysku, a może spowodować, że, obserwując notowania na bieżąco, zapomnimy o jakimś prezencie, narażając się w ten sposób na gniew bliskiej osoby.

Sell In May and Go Away

Jest takie przysłowie mówiące o tym, że rozsądny inwestor sprzedaje akcje w maju i zapomina o handlu przez całe wakacje. Uważa się bowiem, że w wakacje zarabia się gorzej niż w pozostałych miesiącach. Wyliczenia (zmiana liczona od początku maja do końca sierpnia) wskazują, że myślenie takie wcale nie jest bezpodstawne. Średnio w tym okresie w ogóle się nie zarabia. Tylko w latach 2003 i 2005 w ciągu miesięcy letnich można było zarobić ponad 10% (kolejno 46,5% i 22%). W pozostałych przypadkach był osiągany niewielki wzrost bądź nawet odnoszona strata. W ciągu wakacji 1998 roku można było stracić 38%, wakacje 2001 to zjazd indeksu o 21%, kolejne wakacje -14% i ostatnie wakacje 2008 to strata o 12%. Tak więc, o ile przysłowia są mądrością narodu, o tyle przysłowie „Sell In May and Go Away” jest mądrością wąskiej grupy społecznej, która choć nieliczna, to ma sporo do powiedzenia.

Wakacje przed nami

Za sobą mamy już święta Wielkiej Nocy oraz długi weekend majowy, który w tym roku niestety nie był tak długi, jak byśmy sobie tego życzyli. Natomiast już niedługo czekają nas wakacje. Jaka będzie pogoda, nie mam zielonego pojęcia. Próbę określenia tego pozostawiam wróżkom i szamanom. Co więcej, gdybym próbował zgadywać, jak będzie kształtowała się wartość indeksu w całym okresie wakacji, naraziłbym się na zarzut megalomanii.

Od dłuższego czasu można zauważyć silną ujemną korelację między ceną dolara a indeksem WIG 20. Dzieje się tak dlatego, że akcje zachowują się jak aktywa alternatywne. Wzrost wartości złotówki powoduje dodatkowy wzrost wartości aktywów wycenianych w tej walucie i dzięki temu polskie akcje stają się bardziej atrakcyjne – generują dodatkowy zysk. Zatem chcąc przeanalizować możliwości wakacyjnego wzrostu wartości WIG 20, kluczowym będzie określenie zachowania kursu walutowego, który porusza się w trendzie spadkowym. Dodatkowo dobre informacje napływające z polskiej gospodarki mogą spowodować, że inwestycje w Polskę będą bardziej atrakcyjne niż w innych krajach Europy.

Decydując się na inwestycje, trzeba pamiętać o tym, że pozycje powinno się kontrolować na bieżąco, tak aby móc zareagować na dynamicznie zmieniającą się sytuację. Oczywiście zależy to od podejścia i przyjętej strategii, ale osobiście nie znam nikogo, kto mając otworzoną pozycję na rynku, nie sprawdziłby notowań zakupionych instrumentów chociaż raz w tygodniu. Wakacje zatem powinny być okresem, kiedy będziemy mogli odpocząć i набrać zdrowego dystansu, spojrzeć na rynek z innej perspektywy. Zbliża się czerwiec, a wraz z nim sesja letnia. Może więc lepiej skupić się na zdaniu zbliżających się egzaminów, wyjechać na wakacje i odpuścić sobie inwestycje, a dzięki temu zachować spokój ducha, czego sobie i Państwu życzę. ■

	średnia	mediana	odchylenie std.
Weekend Majowy dz.	0,52%	0,52%	1,56%
Weekend Majowy tyg.	-0,28%	-0,83%	2,62%
Wielkonoc dz.	0,47%	0,40%	1,38%
Wielkanoc tyg.	1,85%	1,24%	1,78%
Boże Narodzenie dz.	0,61%	1,05%	1,78%
Boże Narodzenie tyg.	-0,26%	0,08%	3,37%
Wakacje	-1,02%	-2,60%	19,80%



WOJNA O EDEN

Napoleon powiedział, że do prowadzenia wojny potrzeba trzech rzeczy: pieniędzy, pieniędzy i jeszcze raz pieniędzy. W tej kwestii od początku XIX wieku nie zaszyły żadne zmiany. W chwili obecnej niemal cały cywilizowany świat wydał wojnę wielogłowej hydrze kryzysu finansowego. Władze publiczne poszukują dodatkowych źródeł dochodów, które umożliwią sfinansowanie gigantycznych pakietów stymulacyjnych. W obszarze zainteresowania rządów najpotężniejszych państw świata znalazły się także raje podatkowe.

SZCZEPAN KITA
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

Jak w raju

Obecnie na świecie istnieje około 40 krajów, które uznaje się za raje podatkowe. Czym jednak charakteryzuje się państwo, które można określić tym mianem? Warunkiem sine qua non są oczywiście bardzo niskie obciążenia fiskalne. Niektóre z tych krajów oferują całkowite zwolnienie z podatku dochodowego, podatku od towarów i usług oraz podatku od zysków kapitałowych. Myli się jednak ten, kto uważa, że to wszystko. Raje podatkowe jak najdalej mogą wychodzić naprzeciw nie zawsze legalnym interesom bogatych osób fizycznych i przed-

siębiorstw. Kraje te cechują się one bardzo ściśle przestrzegana tajemnicą bankową oraz prostotą zakładania nowych przedsiębiorstw. Niejednokrotnie brak jest konieczności prowadzenia ksiąg rachunkowych, sporządzania sprawozdań finansowych oraz ujawniania udziałowców założonej tam spółki w oficjalnym rejestrze. Ich regulacje prawne mogą także relatywnie wzmacniać pozycję akcjonariuszy w stosunku do wierzycieli. W zamian za wymienione korzyści, raje podatkowe pobierają różnorakie opłaty, m.in. za rejestrację oraz roczną opłatę za funkcjonowanie spółki. Nie bez znaczenia jest także fakt, że w porównaniu do liczby ludności przyciągają ogromne ilości kapitału, co nawet przy minimalnych stawkach podatkowych oznacza niebagatelne docho-

dy dla budżetu.

Na pohybel fiskusowi

Od wielu lat raje podatkowe przyciągają podmioty gospodarcze z całego świata, niechętnie wysokim obciążeniom na rzecz rodzimego fiskusa oraz rozbudowanym wymogom informacyjnym. Są one także bardzo atrakcyjnym miejscem, stwarzającym liczne możliwości do prania pieniędzy. Osoby fizyczne i przedsiębiorstwa rejestrują tam swoją działalność lub zakładają spółki celowe, na rzecz których, przy użyciu różnorodnych mechanizmów, transferują swoje zyski. Jednym z tych mechanizmów są ceny transferowe, tj. ceny stosowane w transakcjach pomiędzy

podmiotami powiązanymi. Przykładowo, zawyżenie kosztów usług świadczonych przez spółkę zarejestrowaną w raju podatkowym doprowadzi do obniżenia podstawy opodatkowania w kraju spółki na rzecz której świadczone są te usługi. Ze względu na fakt, że transfer zysków za granicę przy użyciu cen transferowych jest w większości krajów nielegalny, cen transferowych używa się w stosunku do dóbr, które nie poddają się łatwo obiektywnej wycenie. Udowodnienie naruszenia prawa staje się wówczas zdecydowanie trudniejsze.

Czy raje podatkowe padną ofiarą kryzysu?

Raje podatkowe ze swojej natury nie cieszą się sympatią władz publicznych w krajach, z których transferowane są zyski. Co więcej, liczne fundusze hedgingowe obrały sobie za siedzibę raje podatkowe, by uniknąć odpowiedniego nadzoru finansowego. Przyczyniło się to w pewnym stopniu do obecnych perturbacji na rynkach finansowych. Cierpliwość borykających się z kryzysem światowych potęg gospodarczych jest obecnie na wyczerpaniu. Podejmowane są kolejne działania, które mają ograniczyć możliwości korzystania z rajów podatkowych.

Międzynarodowa presja

Spotkanie grupy G20 na początku kwietnia zaowocowało umieszczeniem 4 krajów: Kostaryki, Malezji, Filipin i Urugwaju na czarnej liście OECD obejmującej państwa, które nie zgodziły się na dostosowanie systemów podatkowych do światowych standardów przejrzystości i wymiany informacji. „Skończył się czas tajemnicy bankowej” powiedział Nicholas Sarkozy po szczycie. Na skutek międzynarodowego nacisku, zaledwie parę dni później wszystkie z wymienionych krajów ugięły się i zadeklarowały wolę dostosowania swoich systemów fiskalnych do międzynarodowych standardów. Wcześniej, w marcu, ugiął się Lichtenstein, zapowiadając uchylenie ścisłej tajemnicy bankowej.

Zmiany w Stanach Zjednoczonych

Barack Obama ogłosił 4 maja plan mający zapobiec unikaniu opodatkowania przez amerykańskie przedsiębiorstwa przy wykorzystaniu banków mających siedzibę w rajach podatkowych. Jeżeli plan zostanie wprowadzony, amerykańskie spółki nie będą mogły przenosić zysków na zagraniczne filie, znikną także ulgi za tworzenie miejsc pracy zagranicą. Zagraniczne instytucje finansowe będą musiały udostępniać urzędowi skarbowemu dane swoich klientów. Jeżeli tego nie uczynią, będą podejrzane o pomaganie klientom w uchylaniu się od płacenia podatków. Prezydent zapowiedział jednocześnie,



że rząd federalny zatrudni dodatkowo prawie 800 nowych inspektorów podatkowych, którzy zajmą się wykrywaniem i ściganiem amerykańskich podmiotów uciekających przed opodatkowaniem za granicę. Plan ten ma przynieść 210 miliardów dolarów w ciągu 10 lat. Amerykańskie spółki mają obecnie bardzo silną pokusę transferowania swoich zysków za granicę – stopa podatku dochodowego od przedsiębiorstw w USA jest drugą najwyższą stopą CIT wśród krajów Zachodu (35% na szczeblu federalnym plus stawka stanowa, w wielu stanach łącznie powyżej 40%). Tylko w jednym budynku na Kajmanach swoje oficjalne siedziby ma ponad 18 tysięcy amerykańskich spółek. „To albo największy budynek, albo największy przekręt podatkowy na świecie” powiedział Barack Obama. Bank of America ma na tych wyspach 59 filii, Citigroup 90, zaś Morgan Stanley aż 158! Plan Obamy to kolejny krok Stanów Zjednoczonych w walce z unikaniem opodatkowania. Wcześniej amerykański rząd wystąpił z powództwem przeciw szwajcarskiemu bankowi UBS, który pomagał obywatelom USA ukrywać dochody z zagranicznych kont. Bank dobrowolnie zgodził się zapłacić karę w wysokości 780 milionów dolarów.

Skutki wygnania z raju

Bardzo trudno o jednoznaczną ocenę wojny wypowiedzianej przez najbogatsze państwa rajom podatkowym. Plan Baracka Obamy jest w Stanach krytykowany przez opozycję, gdyż prawdopodobnie zmniejszy on konkurencyjność amerykańskich przedsiębiorstw na skutek zwiększenia ich obciążeń fiskalnych. Konieczność płacenia wyższych podatków może dodatkowo pogrążyć amerykańskie spółki. Pojawiają się także

głosy, że kampania przeciw rajom podatkowym to próba odwrócenia uwagi od rzeczywistych powodów kryzysu, a także niedopuszczalna ingerencja w suwerenność tych krajów. Z drugiej strony, poddanie rajów podatkowych ściślejszej kontroli ma wiele niezaprzeczalnych zalet. Znacznie trudniejsze staną się pranie pieniędzy oraz oszustwa podatkowe. Instytucje finansowe mające tam siedziby zostaną poddane nadzorowi finansowemu oraz obowiązkowi odpowiedniej sprawozdawczości finansowej. Ponadto nie da się ukryć, że nowe rozwiązania są bardziej sprawiedliwe. W roku 2004 (ostatnim, dla którego dane są dostępne) efektywna stopa podatku dochodowego dla międzynarodowych korporacji w Stanach Zjednoczonych wyniosła zaledwie 2,3%, między innymi dzięki łatwemu dostępowi do rajów podatkowych.

Raj utracony?

Podsumowując, należy przychylić się do opinii, że wojna wydana rajom podatkowym jest wojną sprawiedliwą. Wielki biznes sprzeciwiający się walce z unikaniem opodatkowania wykazuje objawy swego rodzaju schizofrenii. Z jednej strony oczekuje on, że rządy najpotężniejszych krajów pospieszą mu z pomocą w razie trudności. Z drugiej strony nie chce płacić podatków w tych krajach. W ten sposób wielki biznes wybiera najkorzystniejsze dla siebie elementy wolnego rynku i państwa opiekuńczego. W takich czasach jak te oczy wszystkich uczestników rynku zwrócone są na władze publiczne. Wszyscy życzylibyśmy sobie, żeby obecni rządzący przypominali Salomona. Lecz nawet on nie może nalać z pustego. Przecież nie od dziś wiadomo, że nie ma czegoś takiego jak darmowy lunch. ■

„BEZPIECZNE” FUNDUSZE INWESTYCYJNE

4 maja 2009 roku inwestorzy posiadający w swoim portfelu jednostki uczestnictwa funduszu Skarbiec-Gotówkowy nie mogli być zadowoleni. W ciągu jednego dnia fundusz stracił 4,02%! To tyle, ile zdążył zarobić od czerwca 2008 roku. Przypadek funduszu Skarbiec-Gotówkowy traktować musimy jako zdarzenie losowe, całkowicie nie do przewidzenia. Nie do przewidzenia dla osób, które inwestowały w ten fundusz.

REMIGIUSZ STANISŁAWEK
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

Czy uda się odrobić straty?

Zanim przyjrzymy się „bezpiecznym” funduszom inwestycyjnym, zobaczmy, co ta strata oznacza dla osób, które zainwestowały w fundusz Skarbiec Gotówkowy.

Roczne wyniki tego funduszu (przed fatalnym 4 maja) w ostatnich 3 latach dla inwestycji jednorocznej wyglądały następująco:

- nigdy nie uzyskano wyniku gorszego niż: 3,2%;
- w połowie przypadków uzyskano wynik lepszy niż: 3,6%;
- nigdy nie uzyskano wyniku lepszego niż: 5,8%.

Dodając do tego obniżkę o 0,5 punkta procentowego prowizji za zarządzanie (w obliczu zaistniałej sytuacji Zarząd TFI Skarbiec obniżył opłatę za zarządzanie w tym funduszu), można więc szacować, iż mamy 50% szans na to, że w ciągu roku fundusz ten zarobi więcej niż 4,1% (3,6% + 0,5%), czyli odrobi poniesioną 4 maja stratę.

Skarbiec Kasa

Fundusz Skarbiec Gotówkowy to fundusz o nieco większym poziomie ryzyka niż fundusz Skarbiec Kasa. Co potwierdzają poniższe dane. Na podstawie analizy 3002 historycznych notowań i dziennych zmian dla funduszu Skarbiec-Kasa (od początku działalności) zauważamy, że jedynie:

- 2 razy uzyskał dzienną stopę zwrotu ujemną gorszą niż -0,1%;
- 4 razy uzyskał dzienną stopę zwrotu ujemną, w przedziale od -0,1% do -0,05%;
- 36 razy uzyskał dzienną stopę zwrotu ujemną, w przedziale -0,05% do -0,02%.

Najgorsze dzienne zmiany tego funduszu (wystąpiły w roku 2005) to:

- -0,35% (2005.06.07);
- -0,14% (2005.05.12).

Sprawa DWS

Strata 4% zanotowana w funduszu Skarbiec Gotówkowy wydaje się być szokująca. To prawda. Ale strata 12,30% zanotowana przez fundusz DWS Płynna Lokata Plus wstrząsnął rynkiem funduszy. A raczej osobami, które tym rynkiem się interesują. Po raz pierwszy w historii wstrzymane zostały odkupienia i

nabycia jednostek uczestnictwa kilku funduszy DWS. W ciągu jednego dnia poziom notowań funduszu cofnął się do sierpnia 2005. Jednego dnia wartość jednostki uczestnictwa straciła to, co fundusz wypracował w ponad 3,5 roku.

Czy przypadek Skarbca to wyjątek?

Badanie, które przeprowadziłem, pokazuje, że nie. Bywało nawet gorzej. Aby to sprawdzić, analizie poddałem wszystkie historyczne notowania funduszy pieniężnych i gotówkowych od roku 1997 do 4 maja 2009. W sumie nieco ponad 43300 notowań. Tabela 1. Przedstawia 10 najgorszych jednodniowych wyników funduszy pieniężnych i gotówkowych. W kolumnie data wskazano dzień, po którym nastąpił spadek.

W badanym okresie, dla funduszy pieniężnych i gotówkowych:

- 9 razy zanotowano dzienną stratę większą niż 1%;
- 33 razy zanotowano dzienną stratę w przedziale 0,5% do 1%;
- 161 razy zanotowano dzienną stratę w przedziale 0,2% do 0,5%.

Straty nie zawsze pojawiały się w jeden dzień...

Podane powyżej przykłady dotyczą jednorazowych sytuacji, w których fundusze z grupy pieniężne/gotówkowe jednego dnia znacznie traciły - traciły w sposób, który nie pasuje do tego rodzaju funduszy. Fundusze te w zdecydowanej większości przypadków uzyskują systematyczne wzrosty, przerywane minimalnymi spadkami rzędu 0,1%.

W 2008 roku zdarzały się jednak sytuacje, w których fundusze traciły, może nie tak wyraźnie jak w powyższym zestawieniu, ale systematycznie, przez pewien okres. Przykładem może być fundusz Arka Ochrony Kapitału FIO, który w okresie od 21.12.2007 do 19.12.2008 uzyskał wynik -0,0091%. Skąd dla funduszu z tej grupy strata przy inwestycji trwającej jeden rok? Fundusz ten w okresie 06.10.2008 do 28.10.2008 notował systematyczne straty (w sumie w tym okresie stracił -4,2%).

Podsumowanie spadków

Mniejsze i większe jednorazowe spadki jak widać dotyczyły wielu TFI. Dienne wahania notowań funduszy z tej grupy na poziomie

Tabela 1. Najgorsze jednodniowe wyniki funduszy pieniężnych i gotówkowych

Fundusz inwestycyjny	Data	Zmiana 1D
DWS Polska FIO Płynna Lokata Plus	2009-03-02	-12,30%
SKARBIEC FIO sub. SKARBIEC GOTÓWKOWY	2009-04-30	-4,02%
DWS Polska FIO Płynna Lokata	2009-03-02	-3,69%
Legg Mason CitiPłynnościowy SFIO	2008-11-04	-2,09%
Legg Mason CitiPłynnościowy SFIO	2009-04-30	-1,78%
PZU FIO Gotówkowy	2008-10-30	-1,32%
DWS Polska FIO Płynna Lokata Plus	2009-04-24	-1,29%
Pioneer Pieniężny FIO	2008-11-26	-1,16%
Legg Mason CitiPłynnościowy SFIO	2009-03-18	-1,02%
DWS Polska FIO Płynna Lokata Plus	2009-05-04	-0,97%

Źródło: Opracowanie własne, www.opiekuninwestora.pl

mniej niż 0,2% można uznać za całkowicie normalne. Były one zresztą odrabiane w kilka następnych dni. Wahania notowań przekraczające 1% mogą jednak oznaczać, że fundusz inwestował w ryzykowne aktywa.

Czy występowały duże dzienne wzrosty?

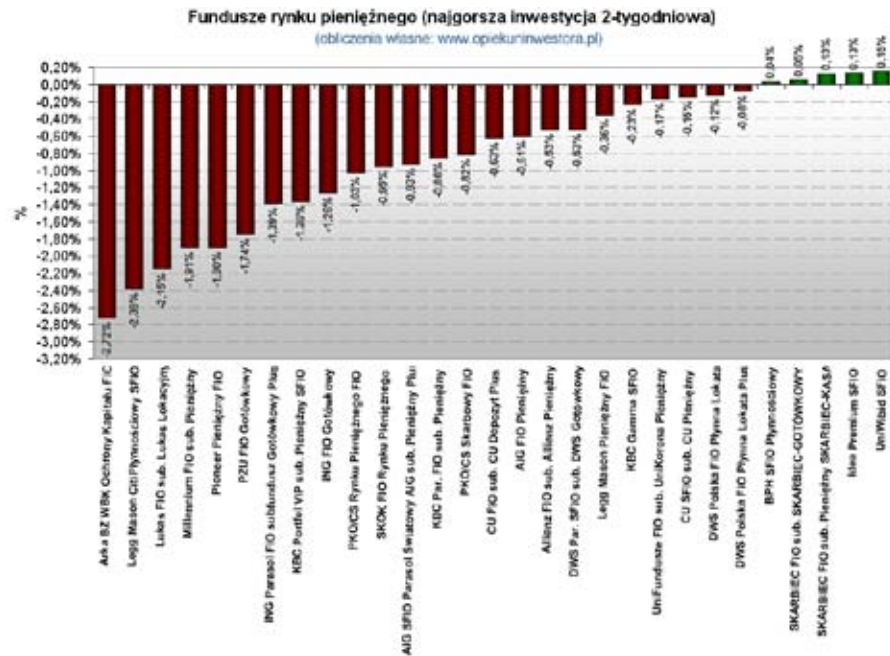
Skoro zdarzały się tak duże jednodniowe spadki - to czy pojawiały się również oszałamiająco korzystne jednodniowe wyniki tego typu funduszy? Sprawdziłmy i to. I tu niespodzianka. Tak dużych wzrostów jak spadki nigdy nie było! Od 1997 roku jedynie 2 razy fundusze uzyskiwały dzienny wzrost większy niż 1%. W Tabeli 2 przedstawiono 10 najlepszych jednodniowych wyników funduszy pieniężnych i gotówkowych.

Podsumowując pozytywne wyniki funduszy pieniężnych i gotówkowych, można zauważyć, że:

- 2 razy zanotowano dzienny zysk większy od 1%
- 14 razy zanotowano dzienny zysk w przedziale 0,5% do 1%
- 317 razy zanotowano dzienny zysk w przedziale 0,2% do 0,5%

Co prawda jednorazowych wzrostów porównywalnych swoim poziomem do spadków nie było, jednak o wiele częściej fundusze uzyskiwały wzrosty powyżej 0,1%. ➤

INWESTYCJE 2 TYGODNIOWE



Czy istnieją bezpieczne fundusze inwestycyjne?

Opisane przypadki funduszy Skarbiec oraz DWS pokazujące, że jednak fundusze z grupy pieniężnych czasem ponoszą niewielkie straty, to dobry impuls do tego, aby zastanowić się nad pytaniem: czy istnieją bezpieczne fundusze inwestycyjne?

Niestety, żaden z funduszy inwestycyjnych otwartych nie może zagwarantować, że na 100% uzyskamy jakiś zysk. Ale w przypadku funduszy inwestycyjnych stricte pieniężnych

szansa na stratę jest pomijalna. W dodatku powinna istnieć tylko dla inwestycji krótkoterminowych.

Czy nazwa funduszu powie Ci prawdę?

Wielu inwestorów, sugerując się jedynie nazwą, która zawierała słowa „stabilnego wzrostu” lub „bezpiecznego inwestowania”, poniosło straty, szczególnie jeżeli nie monitorowali swoich inwestycji. Dlatego też nie można sugerować się samymi nazwami funduszy.

Tabela 2. Najlepsze wyniki funduszy pieniężnych i gotówkowych

Fundusz inwestycyjny	Data	Zmiana 1D
PZU FIO Gotówkowy	2008-11-03	1,27%
DWS Polska FIO Płynna Lokata	1999-11-17	1,19%
PKO/CS Skarbowy FIO	2001-08-21	0,88%
Unifundusze FIO sub. UniKorona Pieniężny	1998-10-23	0,86%
DWS Polska FIO Płynna Lokata Plus	2000-10-17	0,79%
PKO/CS Rynek Pieniężny FIO	2008-10-30	0,79%
PKO/CS Rynek Pieniężny FIO	2008-10-14	0,75%
PKO/CS Rynek Pieniężny FIO	2008-10-10	0,68%
PZU FIO Gotówkowy	2008-10-27	0,66%
Unifundusze FIO sub. UniKorona Pieniężny	2000-06-21	0,64%

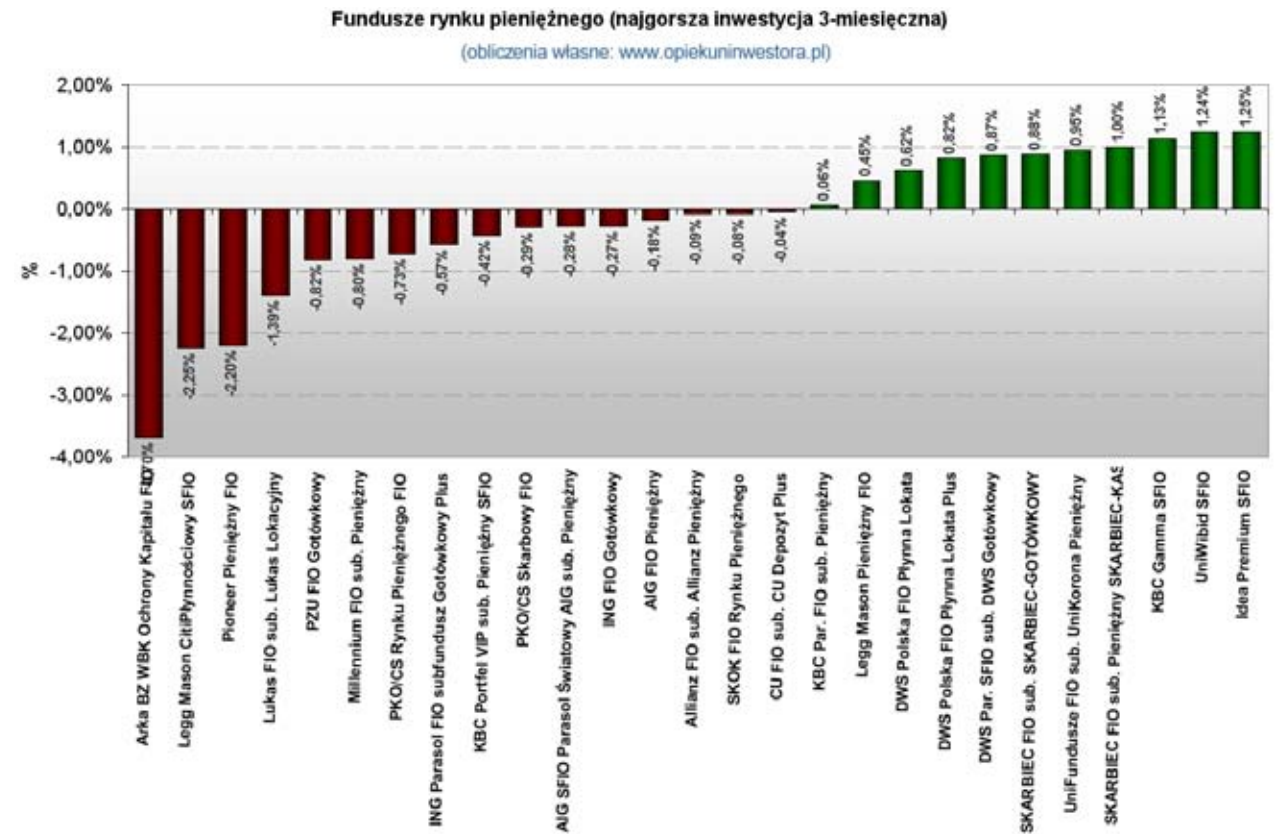
Źródło: Opracowanie własne, www.opiekuninwestora.pl

W nazwach funduszy spotykamy często następujące frazy:

- fundusze stabilnego wzrostu,
- bezpiecznego inwestowania,
- bezpiecznego wzrostu,
- ochrony kapitału,
- płynna lokata,
- depozyt.

Fundusze z takimi hasłami w nazwie nie stety nie zapewnią, że codziennie zarabiamy. Co więcej, są to z reguły fundusze z grupy funduszy mieszanych, o średnim poziomie ryzyka, które mogą ponosić straty nawet

INWESTYCJE 3-MIESIĘCZNE



większe niż 20% rocznie. Na rynku dostępnych jest ponad 30 różnych funduszy mających w nazwie wskazane określenia!

Czy istnieją fundusze z gwarancją kapitału?

W wybranych funduszach inwestycyjnych zamkniętych możemy mieć pewność, że na koniec inwestycji otrzymamy nie mniej niż wpłaciśmy. Podobną ofertę znajdziemy w ramach polis inwestycyjnych.

Fundusze zamknięte

W grupie Funduszy Inwestycyjnych Zamkniętych (FIZ) znajdziemy fundusze, które gwarantują nam zwrot zainwestowanego kapitału. Oznacza to, że w dniu końca inwestycji (z góry określona data), jeżeli wycena certyfikatu funduszu zamkniętego będzie niższa niż cena nabycia certyfikatu w czasie jego emisji, inwestor otrzyma całość wpłaconego kapitału.

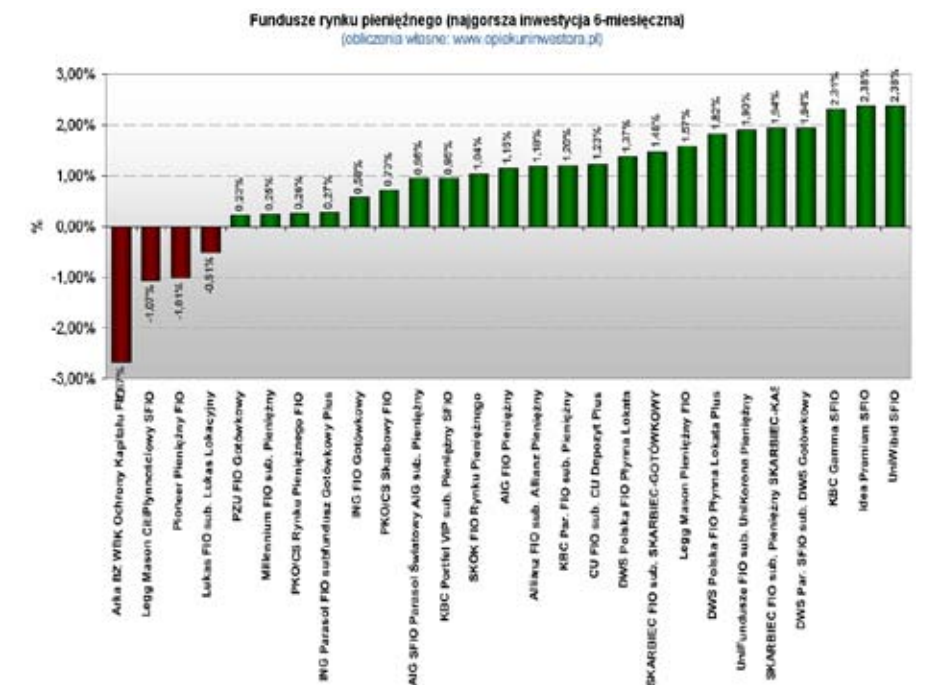
Polisy inwestycyjne

Postanowiłem także przeanalizować tzw. fundusze gwarantowane w ramach polis inwestycyjnych. Stopa zwrotu, którą oferują, jest jednak gorsza niż funduszy pieniężnych.

Przykładowo:

- Fundusz Gwarantowany AEGON zapewnia, że „ze w ciągu całego kalendarzowego roku lub kwartału uzyska wynik nie gorszy niż ogłoszony na 10 dni przed tym okresem.” Gwarancja za rok 2009 ustalono została na poziomie 2%.

INWESTYCJE 6-MIESIĘCZNE



finiowana w nieco inny sposób. Fundusz gwarantuje, że osoby, które zainwestują w ten fundusz i nie wypłacą środków do dnia 23.01.2020 roku otrzymają kwotę wynikającą z gwarantowanej wartości jednostki uczestnictwa - 104,29 euro lub najwyższej z referencyjnych wartości jednostki. Przy czym nie jesteśmy tutaj zabezpieczeni przed wahaniami kursowymi. ➔

Dłużej znaczy bezpieczniej

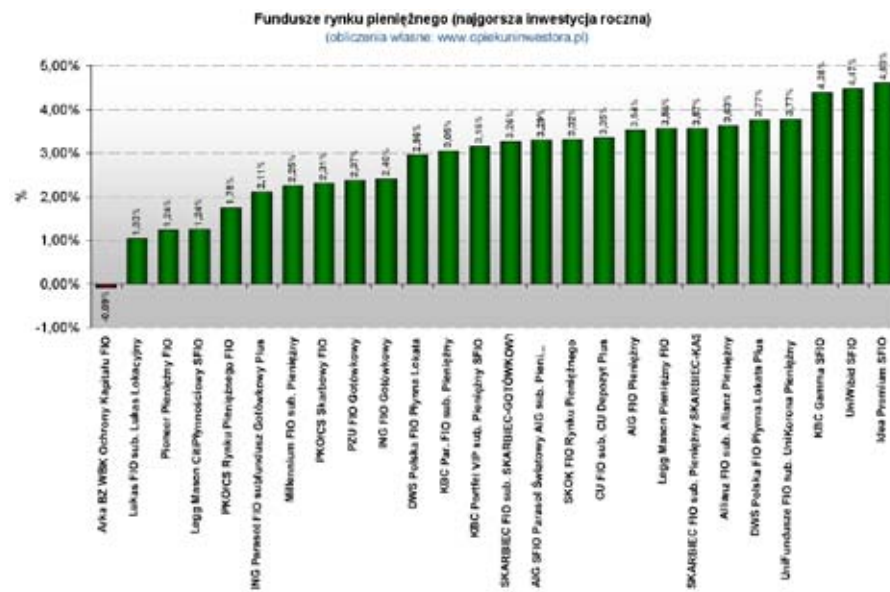
Aby sprawdzić, ile można było zarobić/stracić inwestując w fundusze z grupy „pieniężne/gotówkowe” krótko i średnioterminowo dokonałem dodatkowej analizy. Prezentowane dane obejmują cały rok 2008. Przyjąłem, że inwestorzy mogli zakończyć swoją inwestycję w dowolnym dniu w 2008 roku, a nie tylko np. 31. grudnia. W ten sposób, po przebadaniu tysięcy wirtualnych inwestycji otrzymałem wyniki, które podzieliłem na inwestycje o różnym czasie trwania - od 2-tygodniowych do trwających 1 rok. Kolejne wykresy pokazują najgorszy przypadek inwestycji w dany fundusz.

Przykładowo, dla inwestycji 2 - tygodniowych w funduszu AIG FIO Pieniężny nie było takiego dnia, w którym 2 - tygodniowa inwestycja przyniosła by wynik gorszy niż 1,15%. Wraz z wydłużaniem inwestycji szanse na stratę maleją. Widać jednak jak często, szczególnie w krótkich terminach, na funduszach uznawanych za całkowicie bezpieczne można było stracić. Na szczęście niewiele.

Podsumowując (jednak pozytywnie)

Fundusze z grupy pieniężne/gotówkowe mogą być uznane za fundusze, które są najbardziej bezpieczne rynku funduszy inwestycyjnych otwartych (jedynie wybrane

INWESTYCJE ROCZNE



fundusze zamknięte gwarantują 100% kapitału). Dobra wiadomość dla inwestujących długoterminowo jest taka, że historyczne wyniki za rok 2008 wykazują, iż najgorsza inwestycja w fundusze pieniężne na 2 lata uzyskała wynik +3,7%. Dobra wiadomość dla inwestujących krótkoterminowo jest taka, że jeżeli pieniądze inwestujesz w funduszach pieniężnych jako sposób np. na

zabezpieczenie wypracowanych zysków lub chwilowe wycofanie się z bardziej agresywnych funduszy, to również nie powinieneś się martwić, gdyż straty nie są z reguły zbyt dotkliwe. ■

Autor jest twórcą portalu www.opiekuninwestora.pl

BEHAVIORALNE ASPEKTY WYCENY FIZ

Nieefektywności rynku kapitałowego mają w dużej mierze podłoże psychologiczne. W pewnych przypadkach mogą być one wykorzystywane do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Jednym z przykładów są nieefektywności w wycenie certyfikatów funduszy inwestycyjnych zamkniętych. Zaburzenia te mogą stanowić wskaźnik prognostyczny dla przyszłej koniunktury giełdowej.

SYMON OKOŃ
REDAKCJA@GAZETA.PL

Certyfikaty inwestycyjne są przedmiotem obrotu giełdowego. Posiadacz certyfikatu chcący zrezygnować z udziału we funduszu musi sprzedać swój certyfikat inwestycyjny innemu inwestorowi. W funduszach inwestycyjnych zamkniętych możemy zaobserwować zjawisko, kiedy certyfikaty są sprzedawane po cenie odbiegającej od jednostkowej wartości aktywów netto funduszu (NAV - Net Asset Value). W przypadku gdy cena rynkowa certyfikatu jest wyższa niż wartość aktywów netto, mówi się, że certyfikat notowany jest z premią, w sytuacji odwrotnej certyfikat notowany jest z dyskontem. Przyczyny tych odchyleń mogą mieć różnorodne podłoże, jednym z nich jest podłoże psychologiczne. Cena rynkowa certyfikatu inwestycyjnego funduszu zamkniętego powinna być zbliżona do wartości aktywów netto tego funduszu przypadającej na jedną jednostkę. Sytuacja pełnego pokrycia występuje w funduszach inwestycyjnych otwartych, gdzie jednostki uczestnictwa są umarzane po jednostkowej wartości aktywów netto funduszu otwartego. Na rozwiniętych rynkach kapitałowych, w szczególności w USA oraz w Wielkiej Brytanii, można zaobserwować liczne anomalie związane z funduszami inwestycyjnymi zamkniętymi. Gdy chodzi o procesy pierwszej oferty publicznej, można zauważyć, że nowo emitowane jednostki notowane są na rynku powyżej wartości aktywów netto funduszu. Zwykle w okresie trwającym do pół roku od pierwszego notowania, wartość certyfikatów inwestycyjnych spada poniżej NAV. Ponadto należy również wskazać na wysoką zmienność wartości dyskonta w czasie istnienia funduszu inwestycyjnego zamkniętego.

Możemy sobie zadać pytanie – dlaczego w funduszach inwestycyjnych zamkniętych mamy do czynienia z takimi nieefektywnościami w wycenie, dlaczego cena rynkowa danego certyfikatu odbiega od jednostkowej wartości aktywów netto tego funduszu? Klasykzna teoria finansów nie daje nam jednoznacznej odpowiedzi na to pytanie. W tym przypadku bardzo

często przyczyn nieefektywności upatruje się w istnieniu dyskonta bądź premii w kosztach agencji, nabywaniu papierów wartościowych o niskiej płynności, czy w zobowiązaniach podatkowych od przychodów kapitałowych. Teoria ta nie daje odpowiedzi na pytanie, dlaczego certyfikaty inwestycyjne notowane są w momencie ich emisji z premią. Nie wyjaśnia również wysokiej zmienności dyskonta w czasie trwania funduszu inwestycyjnego. Nieco inaczej problem występowania dyskonta ujmowany jest w finansach behawioralnych. Podejście psychologiczne zostanie przedstawione poniżej.

Teoria finansów behawioralnych zakłada występowanie na rynku inwestorów racjonalnych i nieracjonalnych. Pierwsza grupa formuje wymierne oczekiwania dotyczące stóp zwrotu z aktywów, natomiast oczekiwania drugiej grupy inwestorów są poddane wpływowi ich nastroju. Przeszacowują bądź niedoszacowują oni możliwości uzyskania wysokich stóp zwrotu w określonym czasie w stosunku do racjonalnych oczekiwań. Ponieważ inwestowanie w aktywa wiąże się z ryzykiem, a zarówno jedna jak i druga grupa inwestorów posiada awersję do ryzyka, cena ukształtowana na rynku, będąca wynikiem oddziaływania popytu i podaży, odzwierciedla opinie zarówno racjonalnych, jak i nieracjonalnych inwestorów.

Wyżej przedstawiona teoria związana jest ściśle z dwoma założeniami. Po pierwsze, zakłada ona, że horyzont inwestycyjny racjonalnych inwestorów jest krótki, dlatego też przywiązują oni uwagę do chwilowych, tymczasowych cen papierów wartościowych, które posiadają. Po drugie, nastrój irracjonalnych inwestorów jest zmienny i nie może być w pełni przewidziany przez racjonalnych inwestorów. Racjonalni inwestorzy nie mogą perfekcyjnie przewidzieć, jak bardzo optymistyczni czy pesymistyczni będą inwestorzy irracjonalni, w momencie, gdy ci pierwsi zdecydują się na sprzedaż swoich papierów wartościowych. Ponieważ racjonalni inwestorzy przywiązują bardzo dużą wagę do cen sprzedaży, zmienność nastroju drugiej grupy powoduje dodatkowe ryzy-

ko związane z aktywami, które posiadają. Gdy racjonalni inwestorzy zdecydowali się na sprzedaż swoich aktywów, może się to spotkać z niezadowolaniem tych nieracjonalnych, co może spowodować spadek cen.

W przypadku nieefektywności związanych z zamkniętymi funduszami inwestycyjnymi mamy do czynienia z następującymi sytuacjami. W pewnych sytuacjach irracjonalni inwestorzy mogą być optymistyczni w odniesieniu do stóp zwrotu z papierów wartościowych, dlatego też doprowadzą oni do wzrostu cen w odniesieniu do ich wartości fundamentalnej. Dla aktywów, dla których wartość fundamentalna jest trudna do zaobserwowania, efekt optymizmu będzie trudny do zidentyfikowania. W przypadku certyfikatów zamkniętych funduszy inwestycyjnych optymizm inwestorów będzie się przejawiał w możliwości ich sprzedaży z premią. Natomiast w innych sytuacjach irracjonalni inwestorzy są nastawieni pesymistycznie w stosunku do stóp zwrotu z papierów wartościowych, co powoduje spadek cen w odniesieniu do wartości aktywów netto. W tym przypadku certyfikaty są notowane z dyskontem. W drugim opisywanym przypadku zmiany w popycie na certyfikaty inwestycyjne wraz z niemożliwymi do przewidzenia zmianami oczekiwań co do stóp zwrotu powodują losowe wahania poziomu dyskonta.

Ryzyko posiadania certyfikatów inwestycyjnych zamkniętego funduszu składa się w rzeczywistości z ryzyka towarzyszącego aktywom, jakie posiada fundusz oraz z ryzyka związanego ze zmianą nastroju inwestorów irracjonalnych. Każdy inwestor posiadający jednostki funduszu ponosi ryzyko, że dyskonto się powiększy w przyszłości, jeżeli inwestorzy irracjonalni staną się relatywnie bardziej pesymistyczni w stosunku do jednostek funduszu. Tak długo, jak ryzyko związane z niemożliwością przewidzenia przyszłego nastroju inwestorów jest systematyczne, będzie ono odzwierciedlone w cenie rynkowej.

Warto również zwrócić uwagę na inny aspekt. Przyjmuje się, że inwestorzy

maklerska.pl

KSIEGARNIA INTERNETOWA

PRZEKONAJ SIĘ JAK ZARABIAJĄ NAJLEPSI TRADERZY NA ŚWIECIE
POZNAJ ICH METODY GRY NA GIEŁDZIE

SPRAWDZ NASZĄ OFERTĘ, A ZNAJdziesz W NIEJ:

- książki o grze i inwestowaniu na giełdzie
- książki o motywacji i psychologii sukcesu
- literaturę zagraniczną
- razem ponad 400 tytułów

PONADTO OPERUJEMY:

- szybką wysyłkę
- pomoc przy wyborze odpowiedniej książki
- fachową obsługę i atrakcyjne ceny



irrationalni są bardziej skłonni posiadać certyfikaty inwestycyjne funduszu zamkniętego niż dokupić do swojego portfela odpowiednik aktywów, jakie posiada ten fundusz. Jeżeli inwestorzy inwestują jednocześnie w jednostki funduszu oraz w jego odzwierciedlony portfel, wtedy zmiany ich nastroju nie będą miały wpływu na różnicę w wartości aktywów netto i wartości jednostek funduszu, co jest równoznaczne z brakiem zmian w wysokości dyskonta. Zmiany w wysokości dyskonta nie odzwierciedlają łącznej sumy efektów wynikających ze zmiany nastroju inwestorów, ale zróżnicowany efekt nastroju podmiotów posiadających jednostki funduszu w stosunku do inwestorów posiadających portfel odwzorowany na aktywach funduszu.

Zmiany w nastroju inwestorów mają niewątpliwie wpływ na wycenę certyfikatów inwestycyjnych. Ponieważ posiadanie jednostek funduszu jest bardziej ryzykowne niż bezpośrednie posiadanie odwzorowanego portfela, a ryzyko jest systematyczne, wymagana stopa zwrotu z jednostek musi być wyższa niż stopa zwrotu z odwzorowanego portfela. Wynika z tego, że jednostki funduszu notowane z dyskontem w stosunku do wartości aktywów netto, składają inwestorów do posiadania jednostek funduszu. Jednakże, aby osiągnąć ten efekt nie musimy przypuszczać czy zakładać, że inwestorzy irrationalni będą pesymistyczni w stosunku do funduszu.

Występowanie dyskonta bądź premii w wycenie funduszy inwestycyjnych zamkniętych może być wskaźnikiem sentymentu na rynku kapitałowym. Obecność wysokiego dyskonta może wskazywać na ukształtowanie się dna bessy, natomiast występowanie wysokiej premii może oznaczać, że mamy do czynienia z ukształtowaniem się szczytu hossy. Tak też było na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w okresie 2002-2008, gdzie maksymalna wartość dyskonta, z jakim notowane były FIZ zbiegła się z ukształtowaniem się minimum indeksu WIG, a maksymalna wartość premii wystąpiła w czasie, gdy WIG osiągał swoje maksymalne wartości. Jak możemy zauważyć, powyższe nieefektywności w wycenie funduszy inwestycyjnych zamkniętych mogą być wykorzystane w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych. ■

NIE WSZYSTKO ZŁOTO, CO SIĘ ŚWIECI

Wiele osób wymienia złoto jako modelowy przykład bezpiecznej inwestycji. O tym, jak bardzo to przekonanie jest zakorzenione w psychice inwestorów, może świadczyć chociażby fakt, że zainteresowanie złotem po załamaniu na rynkach jesienią ubiegłego roku znacznie wzrosło.

Dla inwestorów zachęające może być przede wszystkim to, że złoto jest niezwykle wszechstronne, ponieważ można na nim zarobić zarówno podczas hossy na rynku towarowym, jak i podczas bessy, wykorzystując niewielką (i zazwyczaj ujemną) korelację złota z większością aktywów.

DOROTA SIERAKOWSKA
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL

Ludzkie zamiłowanie do złota ma swoje głębokie uzasadnienie. Jak wszystkie metale szlachetne, kruszec ten występuje w przyrodzie niezwykle rzadko. Złoto posiada też inne ważne cechy idealnej inwestycji: jest trwałe i podzielne. To ugruntowało jego pozycję jako waluty międzynarodowej. Przez wiele lat to ceny innych towarów były wyrażane w złocie. Do dziś złoto zachowało reputację uniwersalnego środka wymiany.

Młody rynek

Mimo tysięcy lat ludzkiego obcowania ze złotem, trendy na rynku metali szlachetnych, w tym złota, są w gospodarce zjawiskiem stosunkowo młodym. Ceny złota aż do lat 70. XX wieku były odgórnie ustalane. Obowiązujący w latach 1944-1971 system z Bretton Woods narzucał stałą cenę złota wynoszącą 35 USD za uncję - co w perspektywie czasu okazało się poziomem absurdalnie niskim.

W końcowej fazie funkcjonowania systemu wyraźnie widać było, że wysiłki zmierzające ku utrzymaniu ceny złota w ryzach są zbyt kosztowne. Wraz ze zwiększeniem ilości amerykańskiej waluty w obiegu presja na wzrost cen złota była ogromna. Ostateczny upadek systemu z Bretton Woods pokazał, jak bardzo metal ten był niedowartościowany.

Uniezależnienie cen złota od wartości amerykańskiej waluty wywołało na rynku złota prawdziwy szok cenowy. W ciągu dekady cena złota wzrosła około 18-krotnie: z niecałych 50 USD na początku lat siedemdziesiątych do 900 USD dziesięć lat później. Przełom lat siedemdziesiątych i osiemdziesiątych XX wieku okazał się więc na rynku złota rekordowy. Wprawdzie w marcu 2008 roku cena kruszcu przebiła magiczny poziom 1000 USD za uncję,

jednak był to rekord w ujęciu nominalnym, nie zaś realnym.

Niska korelacja - kluczem do sukcesu

Złoto bardzo często traktowane jest jako bezpieczna ośkocznia podczas wszelkiego rodzaju kryzysów gospodarczych, finansowych, walutowych czy politycznych. Rzeczywiście - w długim terminie korelacja cen tego kruszcu z cenami innych aktywów jest niewielka i bardzo często przyjmuje ujemny znak.

Tę tezę potwierdzają liczby. W poniższej tabeli przedstawiona została zależność korelacyjna złota oraz trzech innych zmiennych: indeksu S&P 500, dolara amerykańskiego oraz innego metalu szlachetnego - srebra. Zależność tę zmierzono za pomocą współczynnika korelacji liniowej Pearsona¹. Wyniki obliczeń przedstawiają się następująco:

Ujemna korelacja złota i indeksu dolara jest oczywista - ponieważ ceny złota są wyrażane właśnie w amerykańskiej walucie, to przeciętnie rzecz biorąc spadek wartości dolara wiąże się ze wzrostem ceny złota. Zasada ta ma szczególne konsekwencje dla amerykańskich inwestorów, ponieważ daje im możliwość zabezpieczenia się przed inflacją.

Nie powinna dziwić także duża dodatnia korelacja cen złota i srebra. Warto jednak zaznaczyć, że złoto znacznie lepiej niż srebro radzi sobie w sytuacjach znaczących spadków indeksów giełdowych. Srebro bowiem, jak niemal wszystkie białe metale szlachetne, jest

1. Współczynnik korelacji liniowej Pearsona (r) jest miarą liniowej zależności pomiędzy dwiema zmiennymi losowymi. Przyjmuje wartości z przedziału <-1; 1>, gdzie wartość 0 oznacza brak zależności liniowej, zaś im bliżej granic przedziału, tym korelacja jest silniejsza. Gdy ceny dwóch aktywów poruszają się w tym samym kierunku, to wartość współczynnika jest dodatnia, zaś gdy w przeciwnym kierunku - wartość ta jest ujemna.

korelacja	10 dni	30 dni	90 dni	250 dni	750 dni	1500 dni
złoto / S&P 500	0,82	0,71	-0,07	-0,04	-0,47	0,23
złoto / USD	-0,90	-0,94	-0,22	-0,23	-0,58	-0,78
złoto / srebro	0,97	0,96	0,84	0,69	0,59	0,92

Tabela 1. Zależność korelacyjna złota z indeksem S&P, dolarem amerykańskim oraz srebrem.
Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://sunshineprofits.com/tools/correlations-matrix>, 3.06.2009 r.

wykorzystywane w przemyśle na szeroką skalę i dlatego jest bardziej wrażliwe na zmiany koniunktury rynkowej.

Jednak najistotniejszy dla większości inwestorów jest fakt, że złoto w długim terminie wykazuje niewielką korelację z głównymi indeksami giełdowymi. Tabela pokazuje, że dla ostatnich 1500 dni, w których występował obrót giełdowy, wartość współczynnika korelacji liniowej pomiędzy wartością indeksu S&P 500 a ceną złota była niewielka - wyniosła 0,23. Silnie dodatnią korelację zaobserwowano w ciągu ostatniego miesiąca - co było spowodowane korektą na rynku złota oraz odwróceniem trendu na giełdach światowych, rozpoczętym na przełomie lutego i marca. Wysoka wartość współczynnika korelacji liniowej to jednak raczej wyjątek od reguły, który można zaobserwować tylko w krótkim terminie.

Zawsze bezpieczne?

Analizując trendy na rynkach, można dojść do wniosku, że złoto rzeczywiście jest idealnym zabezpieczeniem podczas kryzysu. Warto jednak zwrócić uwagę na fakt, że z rynkiem złota powiązanych jest wiele instrumentów fi-

nansowych, które w sytuacji kryzysowej mogą zawieść.

Wśród produktów powiązanych ze złotem warto zwrócić uwagę także na to, czy za daną formą inwestycji rzeczywiście kryje się kruszec w postaci fizycznej. Właśnie ten „drobiazg” jest głównym czynnikiem rozróżniającym dwa podobne do siebie produkty finansowe: allocated accounts i unallocated accounts. Allocated account to specjalne konto w banku, na którym można zdeponować swoje złoto w monetach i sztabach o odpowiednio niskich nominałach: tak, aby inwestor w każdej chwili mógł otrzymać posiadane złoto. W przypadku unallocated account sytuacja wygląda nieco inaczej: inwestor posiada tu tylko prawo do określonej ilości kruszcu. Jednak metal w tym przypadku zazwyczaj nie jest przechowywany w formie fizycznej. Wprawdzie banki twierdzą, że złoto jest po prostu przechowywane w sztabach o dużych nominałach, których w przypadku jakiegokolwiek kryzysu nie da się podzielić pomiędzy klientów - jednak brak opłat za przechowywanie metalu sugeruje, że jest to instrument bazujący na kontraktach futures.

W naprawdę kryzysowej sytuacji posiadacz unallocated account może więc pozostać z ni-

czym - jednak ryzyko to jest rekompensowane przez mniejsze koszty posiadania „złotego” konta, związane z brakiem kosztów transportu, przechowywania i ubezpieczenia kruszcu w formie fizycznej.

Rozsądek zawsze w cenie

Niezależnie od koniunktury na światowych rynkach, posiadanie złota w swoim portfelu inwestycyjnym zapewnia dobrą dywersyfikację. Warto umiejętnie konstruować swój portfel inwestycyjny, uwzględniając w nim specyfikę konkretnego instrumentu finansowego i ryzyko z nim związane. O ile bowiem posiadanie złotych sztabek czy monet jest inwestycją bezpieczną (ze względu na wewnętrzną wartość kruszcu), to zakup akcji kopalni wydobywającej złoto niesie ze sobą dużo większe ryzyko. Natomiast inwestując w certyfikaty inwestycyjne lub jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych powiązanych z rynkiem metali szlachetnych, warto przypatrzeć się dokładniej konstrukcji tego instrumentu finansowego. Pomimo wielu zalet złota jako inwestycji, nie warto bezmyślnie ulegać czarowi tego metalu. ■

CIEKAWOSTKI

- Zawieszenie wymienialności dolara amerykańskiego na złoto 15 sierpnia 1971 roku przeszło do historii także pod nazwą „Nixon Shock”, ponieważ ówczesny prezydent Stanów Zjednoczonych nie skonsultował tej decyzji nawet z amerykańskim Departamentem Stanu, nie mówiąc już o innych państwach.
- Złoto jako uniwersalny, międzynarodowy środek wymiany, zostało docenione także przez branżę filmową. James Bond w filmie *From Russia with love* woził ze sobą złote monety ukryte w teczce - na wszelki wypadek.
- Pod koniec 2005 roku analityk Rick Munarriz postawił pytanie badawcze: która inwestycja okaże się bardziej opłacalna w przeciągu najbliższych 10 lat - zakup akcji spółki Google czy też zakup uncji złota? Warto wspomnieć, że cena oba aktywów była wtedy podobna i oscylowała w granicach 500 USD. Porównanie to było zaskakujące ze względu na diametralnie różny charakter obu inwestycji. Niemniej jednak, patrząc z (na razie) trzyipółletniej perspektywy, złoto wygrywa tę batalię - duży wpływ na wynik miał kryzys gospodarczy. Stosunek ceny uncji złota do ceny akcji Google jest przedstawiony na Wykresie 1.



Wykres 1. Stosunek ceny złota do ceny akcji Google w latach 2005-2009. Źródło: www.stockcharts.com



INWESTYCJE ALTERNATYWNE GARAŻE PEŁNE ZŁOTA

Pomimo bessy na wielu rynkach nie brakuje dzisiaj inwestorów, którzy skutecznie budują portfele inwestycyjne charakteryzujące się niskim poziomem ryzyka i relatywnie wysoką stopą zwrotu. Ich receptą na kryzys jest rezygnacja z konwencjonalnych form lokowania kapitału na rzecz inwestycji alternatywnych. Eksperti potwierdzają zachodzące obecnie zmiany w dotychczasowych nawykach inwestycyjnych. Zauważalny jest wzrost zainteresowania alternatywnymi formami lokowania pieniędzy, między innymi w dobra emocjonalne, do których zaliczają się zabytkowe i klasyczne samochody. Są to ciekawe i godne uwagi aktywa, które ze względu na swój specyficzny charakter są jeszcze mało popularne na naszym rynku finansowym, ale wzrost zamożności społeczeństwa powoduje jego dynamiczny rozwój. Trend ten obserwowany jest obecnie w Europie Środkowej i Wschodniej.

DOMINIK KRZYŻA
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

Rynek z tradycjami

W Europie najbardziej rozwiniętymi rynkami pod względem inwestycji w samochody klasyczne są: Wielka Brytania, Niemcy, Belgia, Francja, Włochy i Szwajcaria. Mają one co najmniej pięćdziesięcioletnią tradycję. Spory ruch w tej branży obserwowany jest także w Stanach Zjednoczonych, RPA i Nowej Zelandii.

Ważną cechą każdego rynku dla inwestora jest jego płynność, a ta dla rynku samochodów klasycznych wygląda dość dobrze. Co roku organizowane są setki targów, giełd i aukcji. Zdaniem ekspertów, tylko w Europie obroty zabytkowymi samochodami i częściami do nich szacowane są na 17 miliardów euro rocznie, co świadczy o tym, że jest to ogromny rynek.

Cechą charakterystyczną tego rodzaju aktywów jest ich znikoma korelacja z tradycyjnymi formami inwestowania. Bez względu na sytuację na światowych giełdach i kluczowych dla gospodarki rynkach towarowych, wartość kolekcjonerskich modeli pojazdów rośnie średnio o 8 – 12% rocznie. Zdaniem ekspertów najszybciej zyskują na wartości krótkie serie luksusowych modeli pojazdów przedwojennych i powojennych wyprodukowanych do lat sześćdziesiątych dwudziestego wieku zwłaszcza jeżeli są to kabriolety. Jednak mitem jest stwierdzenie, że klasyczne samochody nigdy nie tracą na wartości. Ludzie, którzy zainwestowali w klasyczne samochody przed rokiem 1987 mocno stracili, w niektórych przypadkach wartość ich pojazdów spadła aż o trzy czwarte.

Piękny klasyczny samochód to nie tylko bezpieczna lokata naszych pieniędzy, ale także obiekt podziwu, prestiżu, oznaka przynależności do elitarnego grona i speł-

nienie młodzieńczych marzeń. To wytwór ludzkiego geniuszu, część światowego dziedzictwa kulturowego, który pozostaje poza wpływem czasu. Inwestując w kolekcjonerski pojazd, oprócz gwarancji zysków otrzymujemy przedmiot posiadający walory użytkowe, co pozwala właścicielowi uzyskać dodatkowe zyski z tytułu jego wynajmu.

Samochody kolekcjonerskie są zupełnie inne niż współcześnie produkowane auta. To motoryzacyjne dzieła sztuki, wymagające właściwego traktowania. Są to duże obiekty, a ich przechowywanie jest kosztowne. Dotyczy to zwłaszcza aut zabytkowych, którym trzeba stworzyć odpowiednie warunki, aby zachować je w dobrym stanie technicznym.

Vintage – styl naszych dziadków

Najprostszy i najbardziej klasyczny podział samochodów to podział chronologiczny. Auta wyprodukowane przed rokiem 1903

należą do grupy veteran cars, jej przedstawicielem jest 12-konny samochód wyścigowy Daimler Phönix z 1899 roku. Do drugiej grupy, noszącej nazwę vintage cars, zalicza się samochody powstałe pomiędzy 1903 a 1930 rokiem. Należy do niej między innymi Ford Model T. Ostatnia grupa, nazywana classic cars, to wszystkie auta, które zjechały z taśmy produkcyjnej po roku 1930. Jest to najliczniejsze grono w tej klasyfikacji reprezentowane przez takie auta jak: Jaguar E-Type, Ford Mustang czy Citroen Traction Avant.

Gdy cena osiągnie dno

Samochody zabytkowe klasyfikuje się również ze względu na ich stan techniczny w skali od 1 do 5. Jeden oznacza stan fabryczny pojazdu, bez przebiegu. Pięć natomiast to auto poważnie zdewastowane - nadające się zwykle tylko na części. Stosunek cen między stanem 1, a stanem 5 najczęściej wynosi 10 do 1.

Poza stanem pojazdu ważny jest jego wiek. Niemal każdy pojazd od dnia produkcji traci na wartości aż do pewnego momentu - zwykle gdy osiągnie wiek 15 – 20 lat, jego wartość zaczyna wzrastać. Na początku wzrost ten jest powolny, jednak z czasem coraz bardziej przyspiesza. Wynika to z zmniejszającej się ilości dostępnych na rynku egzemplarzy danego modelu, które z biegiem czasu uległy zniszczeniu. Wyjątkiem są produkowane w limitowanych seriach współczesne modele ekskluzywnych aut takich jak Ferrari Enzo lub Bugatti Veyron, których wartość rośnie od dnia produkcji.

Duże koncerny samochodowe takie jak Mercedes posiadają w swojej strukturze organizacyjnej oddziały zajmujące się obsługą zabytkowych aut i sprzedażą części zamiennych do tych samochodów. W oddziałach takich panuje żelazna zasada dotycząca konsekwentnego, corocznego podnoszenia cen o około 15%, a to przekłada się na rynkowy wzrost wartości pojazdów.

Cena determinowana jest również przez liczbę wyprodukowanych egzemplarzy danego modelu, jego pierwotną wartość, rodzaj nadwozia i popularność auta w okresie, w którym było produkowane. Bardzo istotnym elementem znacząco podnoszącym wartość pojazdu jest fakt posiadania danego egzemplarza przez osobę sławną. Nie należy również bagatelizować wrodzonego uroku samochodu i jego znaczenia dla epoki, którą reprezentuje.

Renowacja – pułapka dla debutanta

W zabytkowe samochody można inwestować na dwa sposoby. Pierwsze rozwiązanie to zakup odrestaurowanego pojazdu po oka-

zyjnej cenie, a następnie sprzedaż z zyskiem po pewnym czasie, najczęściej kilku latach.

Druga metoda na pomnażanie pieniędzy w branży motoryzacyjnej to zakup zaniechanego lub uszkodzonego pojazdu i jego renowacja, a następnie sprzedaż, najlepiej z granicą. Biznes taki kryje jednak wiele pułapek. Nieprofesjonalny remont może obniżyć wartość auta. Ponadto zgodnie z polskim prawem nie wolno wywozić za granicę pojazdów starszych niż 25-letnie, co znacznie ogranicza rynek zbytu i prowadzi zwykle do osiągnięcia mniejszej stopy zwrotu niż pierwotnie oczekiwano. Najistotniejsze jest jednak to, że w chwili obecnej różnica w cenie zakupu pojazdu w złym stanie technicznym a pojazdu w dobrym stanie jest na ogół mniejsza niż koszt renowacji.

Aby profesjonalnie odrestaurować pojazd, niezbędna jest fachowa wiedza, dostęp do tanich części i kilkaset godzin pracy. Z tego względu samodzielna renowacja samochodu w złym stanie technicznym w przydomowym garażu często jest nieopłacalna, chyba, że jest się pasjonatem i dysponuje dużą ilością wolnego czasu. Przywrócenie auta do pierwotnego stanu w domowych warunkach trwa zwykle kilkanaście miesięcy. Zdarza się, że poszukiwania rzadkich części zamiennych trwają ponad rok, co typowego inwestora może zniechęcić i mocno poirytować, dlatego koniecznie przed zakupem starego samochodu trzeba wziąć pod uwagę dostępność na rynku części do danego modelu.

W niektórych europejskich krajach powstają kluby kolekcjonerskie, które pomagają w zakupach części oraz umożliwiają wymianę wiedzy i doświadczeń. Zauważalny jest także rozwój specjalistycznych warsztatów zajmujących się naprawą zabytkowych aut, które poprzez skalę działania, doświadczenie oraz kontakty szybko i profesjonalnie wykonują ich restaurację.

Samodzielny remont jest opłacalny, a tym samym uzasadniony tylko wtedy, gdy dany model samochodu cieszy się dużym zainteresowaniem, a pojazd ten jest na rynku bardzo łatwo dostępny, tak jak Ford Mustang; lub bardzo rzadki - tak jak stare Ferrari.

Okazja czyni inwestora

Kupując kolekcjonerski samochód w celach inwestycyjnych należy dobrze rozeznaczyć się na rynku i czekać na okazję, a gdy już negocjujemy warunki transakcji, trzeba się targować. Do marek najbardziej poszukiwanych należą: Aston Martin, Bentley, Bugatti, Mercedes, Jaguar, Maybach i Rolls-Royce. Są to jednak samochody bardzo drogie, często nieosiągalne dla przeciętnych inwestorów chcących skutecznie zdywersyfikować swój portfel inwestycyjny. Dla nich ciekawymi i niedrogimi propozycjami posiadających duże perspektywy wzrostu cen mogą być Citroen 2CV, którego w dobrym stanie można kupić we Francji za około 2 tysiące euro oraz stare Mini, za które trzeba zapłacić od 2 do 3 tysięcy euro; ponadto interesujący jest również Renault 4. Warto zwrócić także uwagę na produkty polskiego przemysłu motoryzacyjnego takie jak: Fiaty 126, 125, Żuki, Nysy oraz Polonezy, które podobnie jak Syreny i Warszawy w niedalekiej przyszłości staną się zabytkami.

Kupując klasyczne auto, otrzymujemy piękny i prestiżowy przedmiot, zyskujemy podziw kolegów i radość z jazdy oraz świadomość posiadania czegoś wyjątkowego. Ponadto, dokonując przemyślanej inwestycji, mamy pewność, że nie stracimy na niej, a przy odrobinie szczęścia osiągniemy satysfakcjonującą stopę zwrotu. ■



OPTIMALIZACJA PORTFELA INWESTYCYJNEGO CZYM JEST RYZYKO?

Pojęcie optymalnego portfela nierozzerwalnie wiąże się z nowoczesną teorią portfelową Harry'ego Markowitza, laureata Nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii. Teoria ta zakłada, między innymi, że każdy inwestor jest racjonalny, dlatego będzie on próbował zminimalizować własne ryzyko przy równoczesnym dążeniu do osiągnięcia jak najwyższej stopy zwrotu. W przypadku jednego instrumentu finansowego w portfelu te dwa cele są sprzeczne. Aczkolwiek to założenie pozwala wyodrębnić dwie główne niewiadome, niezbędne do wykonania analiz portfelowych.

JERZY NIKOROWSKI
ANALITYK SUPERFUND TFI
REDAKCJA @GAZETATREND.PL

Ważnym faktem jest to, że zgodnie z teorią Markowitza ryzyko w przypadku poszczególnego aktywa jest reprezentowane przez zmienność stóp zwrotu tego instrumentu. Sama próba zdefiniowania ryzyka poprzez zmienność stóp zwrotu instrumentu finansowego była niezwykle przełomem dla tej dziedziny finansów i obecnie jest trzonem wielu modeli ekonometrycznych, bazujących na teorii Markowitza przy budowie portfeli inwestycyjnych. Ujęcie ryzyka, czegoś, co tak naprawdę się wydaje być pojęciem abstrakcyjnym, w postaci algebraicznej, pozwala analizować i selekcjonować instrumenty finansowe. Pojmowanie ryzyka jako zmienności stóp zwrotu wiąże się również z kilkoma zaletami - na przykład odchylenie standardowe jako pierwiastek z wariancji może być stosowane w wielu testach ekonometrycznych, na co pozwala normalność statystyczna wariancji. Niestety, jak wszyscy wiemy, niewiele procesów zachodzących w przyrodzie ma doskonały rozkład normalny, dlatego przybliżone opisywanie procesów poprzez rozkład normalny uważa się jednak jako znaczne uproszczenie rzeczywistości.

Granica optymalności (The Efficient Frontier)

Aby móc lepiej zrozumieć proces optymalizacji inwestycji, łatwiej będzie się posłużyć krzywą Markowitza dla portfela składającego się z więcej niż jednego instrumentu oraz czymś, co noblista określił jako granicę optymalności lub granicę wydajności (ang.: the efficient frontier). Posługujemy się przykładem dwóch hipotetycznych spółek: jedna może być spółką o podwyższonym ryzyku i stopie zwrotu (spółka X), druga - o niższym ryzyku, ale również niższej stopie zwrotu (spółka Y). Dla uproszczenia możemy założyć, że korelacja pomiędzy spółkami jest zerowa.

W oparciu o te założenia możemy losowo dobierać wagi do portfela składającego się z dwóch spółek, zaczynając od sytuacji, kiedy mamy w portfelu 100% Y, poprzez stopniowe zmniejszenie jej udziałów na rzecz spółki X, aż do momentu, kiedy w portfelu mamy 100% X. Pozwoli to na stworzenie zbioru portfeli, które na umieszczeniu na płaszczyźnie zmienność/dochód tworzą krzywą przypominającą kształt pocisku. Graficznie przedstawia to poniższy wykres, na którym widzimy klasyczną krzywą

Markowitza.

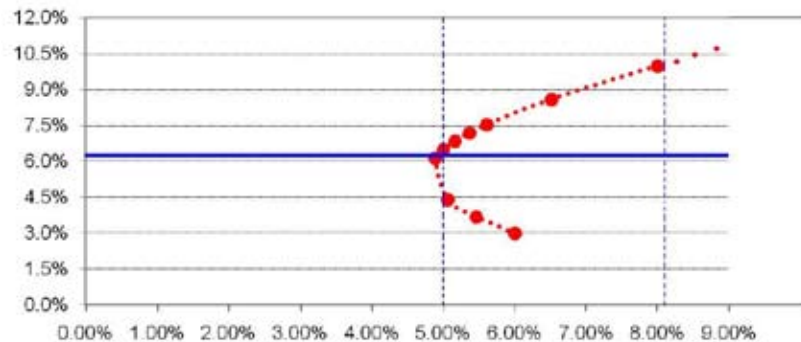
Wykres powyżej pozwala również na wyodróżnienie części krzywej, która zawsze będzie preferowana przez racjonalnego inwestora. Jest to ta część, która leży powyżej linii ciągłej na wykresie. Każdy z punktów powyżej linii ciągłej charakteryzuje się tym, że przy wyższych odczytach zmienności na osi odciętych (ryzyka) proporcjonalnie rośnie parametr na osi rzędnych (dochód). Oznacza to, że w zależności od indywidualnych potrzeb każdego inwestora, ta część krzywej jest utworzona przez zbiór portfeli optymalnych w rozumieniu Markowitza.

Osobowość naprawdę się liczy

Każdy inwestor powinien sam zdecydować, jaki poziom ryzyka jest w stanie zaakceptować, co z kolei wpłynie na profil portfela inwestycyjnego pod kątem agresywności. Zależność pomiędzy chęcią osiągnięcia zysku a maksymalnie dopuszczalnym ryzykiem czasem jest nazywana w finansach jako test pod nazwą „łatwość zasypiania nocą”. Niektórzy czerpią przyjemność ze wspinania się po skałach bez asekuracji, ale można wybrać inne rozwiązanie i podjechać na szczyt określną i wolniejszą drogą. Podjęcie decyzji, jaki poziom ryzyka nie pozbawi nas komfortu życiowego, jest podstawą optymalizacji portfela z punktu widzenia osobowości inwestującego.

Wykres nr 1 ilustruje, jak jesteśmy w stanie wyodrębnić kilka stref zmienności zaznaczonych jako obszary pomiędzy liniami przerywanymi. Zasada wyodrębnienia tych stref jest dość prosta: zakłada się, że inwestor, który posiada wysoki poziom awersji do ryzyka, czyli inwestor konserwatywny, będzie preferował portfele, które posiadają bardzo niskie odchylenie standardowe. Przy czym w dalszym ciągu będą to portfele powyżej linii ciągłej, czyli że te portfele, które maksymalizują dochód z inwestowania.

Wykres nr 1. Krzywa Markowitza z podziałem na strefy zmienności.



W podobny sposób, inwestor, który uważa, że pewny poziom zmienności to nic strasznego, którego możemy więc zaliczyć do przedziału inwestorów o umiarkowanym profilu ryzyka, będzie próbował dobierać portfel w taki sposób, aby aktywa o większej stopie zwrotu miały coraz większy udział w portfelu, jednocześnie dbając o to, aby pozostać w granicach umiarkowanego ryzyka. Do tego obszaru należy spora większość inwestorów indywidualnych. Trzecia kategoria inwestorów to osoby, które posiadają wysoką tolerancję ryzyka lub wręcz czasem lubią ryzykować. Taki inwestor dokonuje alokacji kapitału dość agresywnie, co oznacza, że wysoki poziom ryzyka ma dla niego niewielkie znaczenie, natomiast liczą się odpowiednio wysokie stopy zwrotu. Portfele takich inwestorów często są mało zdywersyfikowane lub składają się z instrumentów o wysokich parametrach zmienności. W przełożeniu na skład portfela, inwestor konserwatywny będzie miał w swoim portfelu głównie takie instrumenty jak obligacje skarbowe i bony pieniężne, natomiast inwestor agresywny będzie koncentrował w swoim portfelu aktywa zmienne oraz o wysokim potencjale wzrostu ceny. Bez względu na profil inwestora, wszystkie decyzje, jakie będą dotyczyły składu portfela dla inwestorów racjonalnych, będą portfelami, które znajdują się na górnej części krzywej, zwaną granicą wydajności.

W rzeczywistości jednak nie w każdym przypadku przy inwestowaniu wysoka zmienność instrumentu jest proporcjonalna do wyższej stopy zwrotu. Są takie instrumenty finansowe, które w dłuższym okresie wykazują się niezwykle wysoką zmiennością, natomiast relatywnie niskimi stopami zwrotu (przykładem może być gaz ziemny, instrument należący do rynku surowcowego). Nie ma również takiej gwarancji, że instrumenty tradycyjnie uznawane za bezpieczne i posiadające relatywnie

niską zmienność w pewnym momencie nie zaczną zachowywać się odmiennie. Mogą to być instrumenty dłużne emitowane w oparciu o strumienie pieniężne, płynące z innych aktywów (doskonałym przykładem jest MBS - mortgage backed security).

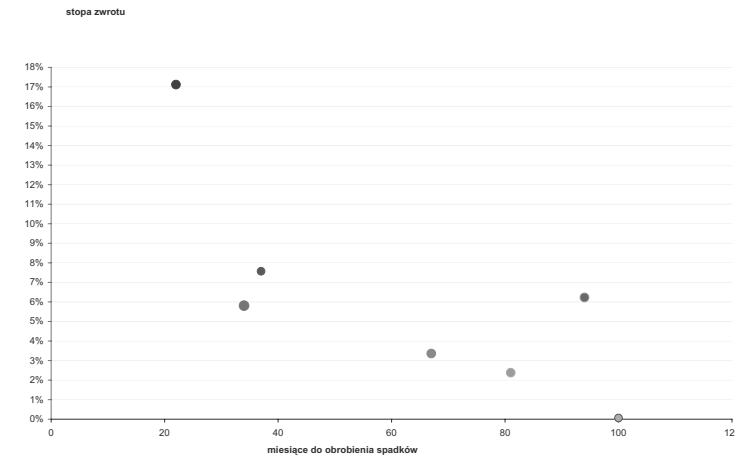
Optymalizacja portfela, który składa się z więcej niż dwóch instrumentów finansowych może być dość skomplikowaną czynnością matematyczną, polegającą na analizie macierzy wariancji-kowariancji. Z tego powodu bardzo często modelowanie portfeli jest wykonywane przez wysoce zautomatyzowane systemy komputerowe, które są w stanie w sposób bardzo dokładny zarządzać wagami poszczególnych składników w portfelu inwestycyjnym.

Pojęcie ryzyka jednak jest subiektywne

Następnym elementem, który jest dość ciekawy przy dyskusji na temat ryzyka finansowego, jest sposób definiowania pojęcia ryzyka. O ile w przypadku definicji zysku jest to rzecz relatywnie prosta - jest to procentowa różnica zmiany wartości aktywa w portfelu - to w przypadku ryzyka nie jest to jednoznaczne. Geniuszem Markowitza jest to, że zaproponował on parametr odpowiadający za pomiar ryzyka, pozwalający na jego ilościowe ujęcie. Niemniej jednak w celu poszerzenia sposobów postrzegania ryzyka można spróbować analizować ryzyko inwestora nie tylko jako zmienność osiągniętych stóp zwrotu w pewnym okresie. Alternatywnym wskaźnikiem może być czas, który upływa do momentu, w którym instrument finansowy odrobi spadki i posiada podobną wartość jak przed okresem spadków. Ten parametr może być mierzony w dnach, miesiącach lub latach, w zależności od horyzontu inwestycyjnego poszczególnych portfeli. Dostarcza to dość ciekawy obraz tego, co tak naprawdę interesuje inwestorów szukających odpowiedzi na pytanie - a co się stanie, jeśli zainwestuję na górze? Analizując poszczególne kategorie aktywów z tego punktu widzenia, potrafimy odseparować, te, które cechują się bardzo długim okresem. Jest to z reguły fakt dość łatwo zauważalny, kiedy spojrzymy na wykresy poszczególnych instrumentów w dłuższym czasie. Wystarczy zauważyć, że takie kategorie inwestycji jak akcje i waluty posiadają długi okres „rekonwalescencji”. Jednocześnie, jeśli zestawimy ten parametr na osi współrzędnych ze stopą zwrotu, widzimy, że długi czas odrabiania spadków nie zawsze idzie w parze z długoterminową stopą zwrotu. Przedstawia to wykres nr 2. Wykres ilustruje zestawienie siedmiu klas aktywów pod względem okresu odrobienia spadków oraz stóp zwrotu w przeciągu 13 lat.

Ciekawostką jest również to, że instrumenty, które posiadają wysoką zmienność stóp zwrotu i są „ryzykowne” w świetle rozumowania klasycznej teorii portfelowej, są w stanie dość szybko odrobić spadki - doskonałym przykładem może być klasa aktywów funduszy managed

WYKRES nr 2



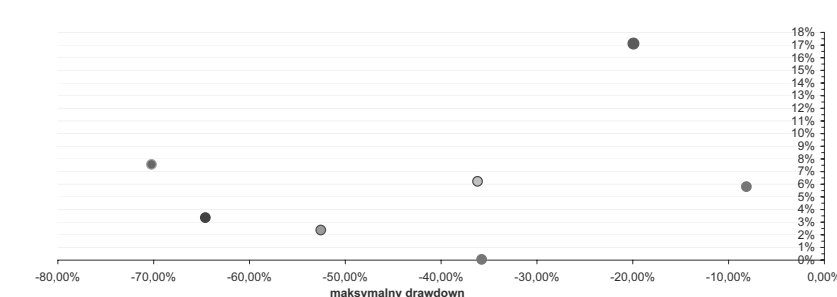
Źródło: Opracowanie własne. * Jako przykład funduszu Managed Futures posłużono się wynikami Superfund Quadriga Q-AG w latach 1996-2009.

futures. Wprowadzając element okresu odrabiania spadków do analizy składników portfela inwestycyjnego, jesteśmy w stanie ograniczyć czas odrabiania spadków na całości portfela. Jest to element, który pozostaje niezauważony w przypadku posługiwania się wyłącznie odchyleniem standardowym stóp zwrotu jako miarą ryzyka, ponieważ przykładowo akcje posiadają porównywalny profil zmienności do funduszy managed futures. Podobnie jak i w przypadku analizy zmienności stóp zwrotu, kluczowym elementem doboru aktywów do optymalnego portfela powinna być korelacja stóp zwrotu poszczególnych części składowych portfela między sobą.

Kolejnym, dość ciekawym parametrem, który może być brany pod uwagę przy zestawieniu ze stopą zwrotu poszczególnego aktywa, jest maksymalny jednorazowy spadek instrumentu, wyrażony w procentach wartości. W odróżnieniu od mierzenia okresu oczekiwania na odrobienie straty, w tym przypadku porównujemy to, ile z zainwestowanego kapitału inwestor jednorazowo stracił, inwestując na lokalnej górze. Ten parametr, nazywany po angielsku drawdownem, również przyczynia się do wysokości odchylenia standardowego stóp zwrotu, tymczasem reprezentuje ujęcie bardziej lokalne i wybiera na wykresie okres, który mógłby się okazać najgorszy dla inwestora. Przedstawia to wykres nr 3.

Z kolei w zestawieniu z długoterminowymi stopami zwrotu, taki element jak drawdown po-

WYKRES nr 3



Źródło: Opracowanie własne. * Jako przykład funduszu Managed Futures posłużono się wynikami Superfund Quadriga Q-AG w latach 1996-2009.

zwala na odrzucenie aktywów, które generując w dłuższym terminie niewielką stopę zwrotu, jednocześnie narażają nas na utratę znacznej części kapitału. Dobrym przykładem mogą być indeksy akcyjne lub inwestycje w ropę naftową. Jak widzimy na wykresie nr 4, przy inwestowaniu w okresie 13 lat w WIG20 średniorocznie osiągnęlibyśmy stopę zwrotu na poziomie około 4%. Z kolei inwestując na górze, mogliśmy stracić do 65% całości kapitału. W zestawieniu tego parametru ze stopą zwrotu niezwykle korzystnie prezentują się światowe obligacje skarbowe, fundusze managed futures oraz złoto.

Podsumowanie

Współczesna teoria finansów pozwala nam na dobór różnych ciekawych narzędzi przy konstrukcji portfeli optymalnych. Jednocześnie dobra znajomość tych narzędzi może pomóc w dopasowaniu naszych strategii na rynku kapitałowym do osobowości i potrzeb indywidualnych każdego inwestora. Warty podkreślenia pozostaje fakt, że poza stosowaniem klasycznych modeli i narzędzi w naszej analizie powinniśmy również brać pod uwagę pozostałe parametry poszczególnych instrumentów finansowych, na przykład te, które zostały zaprezentowane w poprzedniej części artykułu. Posługiwanie się większą ilością narzędzi pozwala na skumulowanie wystarczającej ilości wiedzy, pozwalającej świadomie podejmować nasze decyzje inwestycyjne. ■

DEFICYT I GIEŁDY POCIĄGNĄ ZŁOTEGO W DÓŁ

Wiele wskazuje na to, że stare giełdowe powiedzenie sugerujące sprzedaż akcji i innych ryzykownych aktywów właśnie w maju, ma szansę sprawdzić się także w tym roku. Za nami okres kilkutygodniowej konsolidacji na rynku akcji i złotego, w którym inwestorzy mieli sporo czasu, aby ocenić perspektywy koniunktury. I wygląda na to, że na jej horyzoncie widać więcej zagrożeń, niż szans. Polską gospodarkę dopiero czeka spowolnienie, recesja na świecie może się przerodzić w stagnację, a nie szybkie ożywienie. Zagraniczni inwestorzy mogą też omijać Polskę za sprawą niepewności co do sytuacji budżetowej. Słowem, ci, którzy zarobili w ostatnich tygodniach na polskich aktywach, mogą śmiało udać się na zasłużone wakacje.

MAREK ROGALSKI
ANALITYK DM BOŚ S.A.
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

Giełdowi inwestorzy nie zaliczą minionych 4 tygodni do udanych. Bo generalnie wiało nudą. Wprawdzie udało się utrzymać kwietniowe zdobycze, ale kluczowe opory w przypadku kontynuacji wzrostów nie zostały pokonane. Mowa tutaj o magicznej strefie 1900-1920 pkt. w przypadku indeksu WIG20, od której odbiliśmy się podczas majowych sesji kilka razy. Z podobną sytuacją mieliśmy do czynienia na rynku złotego – tutaj rolę bariery pełnił poziom 4,30 zł za euro, którego nie udało się przełamać. Z tego schematu wyłamał się tylko amerykański dolar, który stracił w ślad za wyprzedzającą tę walutę na rynkach światowych. Notowania EUR/USD naruszyły poziom 1,40 za sprawą obaw co do możliwej obniżki ratingu dla Stanów Zjednoczonych. Wprawdzie inwestorzy od dawna zdają sobie sprawę, iż USA są tak naprawdę „imperium długu”, a ostatnie działania prezydenta Baracka Obamy doprowadzą do jeszcze większego rozdęcia zadłużeniowej bańki, jednak do tej pory dolar pozostawał względnie stabilny. W zasadzie podczas obecnego kryzysu amerykańska waluta i obligacje rządowe pełniły rolę swoistej polisy (choć może lepszym określeniem byłoby „przechowalnia”) sporej części światowego pieniądza. Rysy na tym obrazie zaczęły pojawiać się w momencie, kiedy inwestorzy zaczęli dyskontować możliwe ożywienie w światowej gospodarce i zwrócili się w kierunku bardziej ryzykownych, ale i też dochodowych rynków. Prawdziwą „bombą” okazały się jednak informacje, jakie napłynęły z agencji ratingowej Standard&Poors w czwartek 21 maja. Jej analitycy zdecydowali się obniżyć perspektywę ratingu Wielkiej Brytanii do negatywnej, co jest naprawdę poważnym ostrzeżeniem przed utratą prestiżowej noty AAA. Decyzję tę motywowano perspektywą dalszego wzrostu długu publicznego, który w najbliższych latach może przekroczyć poziom 100 proc. PKB. Zwrócono także uwagę na niepewną sytuację gospodarczą, która może usankcjonować niekorzystne trendy na nieco dłużej. Jednak to nie brytyjski funt, a amerykański dolar stracił na tym najwięcej. Inwestorzy szybko zwrócili uwagę na podobieństwa obu gospodarek i spodziewane jeszcze większe zadłużenie USA. Oliwy do ognia dołożyła wypowiedź szefa największego funduszu

obligacji PIMCO, który przyznał, iż USA mogą stracić obecny rating w perspektywie kilku lat, ale inwestorzy na rynkach będą to dyskontować wcześniej, wyprzedzając amerykańskie aktywa. Niewątpliwie zmiana ratingu USA byłaby wydarzeniem bezprecedensowym w nowożytnej historii globalnych finansów, o ile nawet nie doprowadziłaby do swoistego rodzaju rewolucji dotychczasowej szkoły inwestycji. Można się spodziewać, iż o echa majowej decyzji S&P i związane z nią spekulacje będą jeszcze długo wpływać na dolara, prowadząc do jego dalszej dewaluacji. Amerykańska waluta utraciła status bezpiecznej przystani i ewentualne kolejne zawirowania na giełdach, będą tylko okazją do wyjścia z dolarowych inwestycji na rzecz euro. I to nawet w sytuacji, kiedy dynamika inflacji w strefie euro spadła do poziomu zera, a w Europejskim Banku Centralnym pojawiają się głosy, iż stopy procentowe mogłyby spaść poniżej 1 proc. Analiza techniczna pokazuje, iż celem dla notowań EUR/USD w czerwcu mogą stać się okolice 1,44 wyznaczone przez ponad dwumiesięczny kanał wzrostowy i grudniowe maksuma (w oparciu o wykres liniowy). Finałnie jednak możemy zakończyć miesiąc poniżej poziomu 1,40, jeżeli opinie o możliwym cięciu stóp w strefie euro mogłyby się zmaterializować na początku lipca, a na giełdach pojawiłyby się głębsza korekta.

Na rynku złotego doszło w końcu maja do naruszenia trzymiesięcznej linii spadkowej trendu na EUR/PLN, która znajduje się obecnie w okolicach 4,45. W analizie technicznej przyjmuje się to za sygnał początku nowej tendencji – w tym przypadku nieco większej korekty obserwowanego w ostatnich miesiącach umocnienia złotego. Dlaczego złoty może być słabszy? Przede wszystkim kluczowe będą tutaj globalne nastroje – spodziewana w czerwcu korekta na głównych giełdowych parkietach, której motorem będzie rozczarowanie inwestorów publikowanymi kolejnymi danymi makro – oczekiwania inwestorów tak ochoczo kupujących w ostatnich tygodniach akcje rozminą się z faktycznymi danymi. Gdy lepsze odczyty wskaźników nastrojów konsumentów nie koniecznie znajdą swoje przełożenie we wzroście wydatków, będących głównym motorem gospodarki. Wydaje się, iż aby móc mówić o zbliżającym się ożywieniu, należy podać twarde dane sugerujące trwalszą stabilizację w kluczowych gałęziach gospodarki.



A w kraju? Opublikowane w końcu maja dane o wzroście PKB w I kwartale, wprawdzie wyróżniają się na tle regionu (0,8 proc. r/r), ale też nie stanowią podstaw do prognozowania poprawy w kolejnych okresach (popyt krajowy jest ujemny, dynamika inwestycji minimalna, w efekcie PKB jest ciągnięty przez eksport, który wzrósł za sprawą słabego złotego). Rada Polityki Pieniężnej nie wyklucza dalszych obniżek stóp procentowych (w maju utrzymano je bez zmian na poziomie 3,75 proc.), chociaż nie wydaje się, aby mogły być one znaczące w najbliższych miesiącach. RPP będzie raczej szukać alternatywnych możliwości, jak majowa decyzja o obniżce stopy rezerw obowiązkowych o 50 p.b. do 3 proc., która powinna uwolnić ponad 3 mld zł gotówki przetrzymywanej do tej pory przez banki komercyjne w NBP. To może poprawić akcję kredytową, o ile sytuacja na rynkach zagranicznych będzie się nadal stabilizować, co zachęci banki do podejmowania ryzyka. Warto jednak zaznaczyć, że ten rok będzie dla sektora jednym z najgorszych za sprawą rosnącego problemu złych kredytów.

Co dalej? Na początku dużo miejsca poświęciłem dolarowi. To dlatego, iż będzie on miał wpływ także na złotego. Wprawdzie czerwiec nie zapowiada się najlepiej za sprawą zawirowań wokół budżetu i możliwej zwiększonej podaży na rynkach akcji, ale w kolejnych miesiącach (zwłaszcza po wakacjach) złoty może wyraźnie zyskać na dalszej słabości dolara. O ile potwierdzimy, że jesteśmy jedną z najbardziej odpornych na globalny kryzys europejskich gospodarek. W efekcie okolice 4,70 zł za euro, które zobaczymy w najbliższych tygodniach, mogą okazać się świetną okazją do sprzedaży walut nawet na długie lata. ■



CO SŁYCHAĆ NA WALL STREET? ZA WYSOKO, ZA SZYBKO...

PIOTR KUCZYŃSKI
XELION. DORADCY FINANSOWI
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

Pierwsza dekada maja była na Wall Street nadal korzystna dla byków. Skoro niedźwiedzom 1 maja nie pomogło odłożenie czasu publikacji wyników „stress testów”, to każdy inwestor musiał to odebrać jako pokaz olbrzymiej siły byków. Klasyczne było zachowanie rynku w środę 6 maja. Media informowały wtedy, że Bank of America nie przeszedł pomyślnie „stress testu” i będzie potrzebował 34 mld USD nowego kapitału. Przed sesją akcje banku traciły kilkanaście procent. W czasie regularnej sesji stał się cud. Kierunek się zmienił i akcje drożały o kilkanaście procent. Jak to się robi w Ameryce? Nic prostszego. Pojawiły się nowe pogłoski, zgodnie z którymi część uprzywilejowanych akcji, które posiada rząd (45 mld USD) zostanie zamieniona na akcje zwykłe, co podniesie kapitał banku do wymaganego poziomu (takie są przepisy w USA).

Media konkurowały też nadal w przedstawianiu zdobytych przecieków z raportu o „stress testach”. Wyglądało mi to na przecieki kontrolowane. Opublikowany raport

potwierdził prawie wszystkie informacje, jakie od wielu dni za pomocą sterowanych przecieków docierały na rynek. Straty sektora w latach 2009 – 2010 szacowane są na 600 mld USD, a z tego wynika konieczność podniesienia kapitałów o blisko 75 mld USD w ciągu 7 miesięcy. Banki będą mogły podnieść kapitał, zamieniając akcje uprzywilejowane będące w posiadaniu rządu na akcje zwykłe. Jednak na przykład prezes Bank of America zapowiedział, że z takiej furtki nie skorzysta i będzie chciał szybko spłacić rząd. Jednym słowem: cudownie. I to jest właśnie niepokojące i niewiarogodne. Wielu znanych ekonomistów twierdzi, że założenie do tych testów były przygotowywane tak, żeby nikomu nie zaszkodzić, a prawda jest zupełnie inna. Zobaczymy to jednak zapewne dopiero w przyszłym roku.

Publikowane w maju dane makro były niejednoznaczne. Ekscytowano się danymi z rynku pracy. Uznano je za dobre, bo ubyło „tylko” 539 tysięcy miejsc pracy, a oczekiwano, że będzie to około 100 tysięcy więcej. Jednak stopa bezrobocia (w USA mniej miarodajny miernik) wzrósł mocniej niż oczekiwano (z 8,5 do 8,9 proc. – największe bezrobocie od 26 lat). Poza tym dane o

sprzedaży detalicznej okazały się być bardzo słabe. Spadła ona w kwietniu w stosunku do marca o 0,4 procent, a jeśli nie bierze się pod uwagę samochodów - o 0,5 procent. W stosunku do zeszłego roku sprzedaż spadła o 10,1 proc., a bez samochodów - o 7,7 proc. Jak widać potwierdza się to, że indeksy nastroju nie mówią prawdy o postawach konsumentów, bo oni bardzo często co innego mówią (indeksy) i co innego robią (sprzedaż).

Indeksy giełdowe i ceny surowców w ciągu ostatnich trzech miesięcy rosły błyskawicznie, ale jak widać nie było w tych wzrostach niczego fundamentalnego. Na przykład Międzynarodowa Agencja Energii (IEA) poinformowała, że globalne zapasy ropy są największe od 1993 roku, a spadek popytu będzie w tym roku największy od 1981 roku. Ropa mimo to drożała i to całkiem szybko - w majowym szczycie była droższa o 80 procent od minimum z lutego. Jeśli ktoś chciał dowodu na to, że w zachowaniu rynków nie ma ani grama podstaw fundamentalnych, to go dostał. Na giełdach akcji jest dokładnie taka sama sytuacja. Wszystko bazuje na nastrojach, więc nic też dziwnego, że w drugiej dekadzie maja rozpoczęła się korekta.

Bardzo ciekawe rzeczy działy się na rynku walutowym, a przede wszystkim na rynku obligacji. Niemylim zaskoczeniem była aukcja obligacji 30-letnich. Żeby je sprzedać, rząd został zmuszony od zapłacenia więcej niż oczekiwano. Po tej aukcji gwałtownie skoczyła do góry również rentowność obligacji 10-letnich na rynku wtórnym. Pod koniec maja sięgnęła poziomu sprzed siedmiu miesięcy, a pamiętać trzeba, że to ona jest odnośnikiem, na którym opiera się wycena kredytów hipotecznych. Nic dobrego to gospodarce USA nie wróży. Nie wróży to też nic dobrego dolarowi, bo co prawda wyższe rentowności mogą przyciągać długoterminowy kapitał, ale spadek cen obligacji (im wyższa rentowność, tym niższa cena) doprowadza do ucieczki kapitałów z tego olbrzymiego rynku. Widać już, że wybiecie kursu EUR/USD z flagi stało się faktem, a opór na wysokości 1,47 USD może być testowany już w przyszłym miesiącu.

Jak widać, recesja być może niedługo (dzięki pomocy rządu) zacznie się cofać, ale zagrożeń jest bardzo dużo. Czy to znaczy, że indeksy będą teraz spadać? Korekta może się przeciągnąć, ale nadzieje są tak duże, że po niej (latem?) ceny akcji znowu ruszą na północ. Prawdziwy test rynek przejdzie dopiero jesienią. Wtedy zobaczymy, czy sensowne ożywienie w gospodarce może się zmaterializować. ■

WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

W dotychczas opublikowanych częściach cyklu opisałem najważniejsze wskaźniki gospodarcze. Rozpocząłem od strefy makroekonomicznej, następnie przedstawione zostały indeksy rozwoju gospodarczego, rynku pracy, a w ostatniej części skupiłem się na nastrojach biznesu i konsumentów. W każdej z tych grup wprowadziłem gradację na wskaźniki najważniejsze, istotne lub takie, których moment „sławy” już przeminął, ale wciąż wiele mówią o stanie gospodarki.

Nie oznacza to jednak, że opisałem wszystkie publikowane wskaźniki. Oprócz już zaprezentowanych i omówionych występują dodatkowe „barometry” gospodarcze, które wpływają na zachowania indeksów giełdowych. W tej części przedstawię cztery takie wskaźniki, które trudno jednoznacznie zaliczyć do którejsz z wcześniej wymienionych grup, ale każdy z nich ma (bądź miał) istotne znaczenie z punktu widzenia uczestników rynku.

PAWEŁ CYMCYK
MAKLER/ANALITYK, A-Z FINANCE
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

Rynek nieruchomości

Przyjmując kryterium istotności wskaźników, najważniejszym z prezentowanej grupy są dane o rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych. Sektor mieszkaniowy żadnego innego kraju nie dorobił się równie istotnego ujęcia. Niestety, nie jest publikowany żaden jednolity raport, ponieważ poszczególne dane o stanie sektora nieruchomości są ogłaszane w różnych dniach, ale obejmując je kompleksowo w ujęciu całego miesiąca, można uzyskać jednoznaczny obraz sytuacji. Występują tu cztery wskaźniki: liczba rozpoczętych budów domów, sprzedaż domów na rynku wtórnym i pierwotnym oraz indeks S&P Case-Shiller obrazujący zmiany cen nieruchomości w największych dwudziestu aglomeracjach w USA.

Pierwszy wskaźnik – liczby rozpoczętych budów domów – jest informacją o liczbie rozpoczętych budów oraz wydanych pozwoleń na budowę. Zwłaszcza druga część jest interesu-

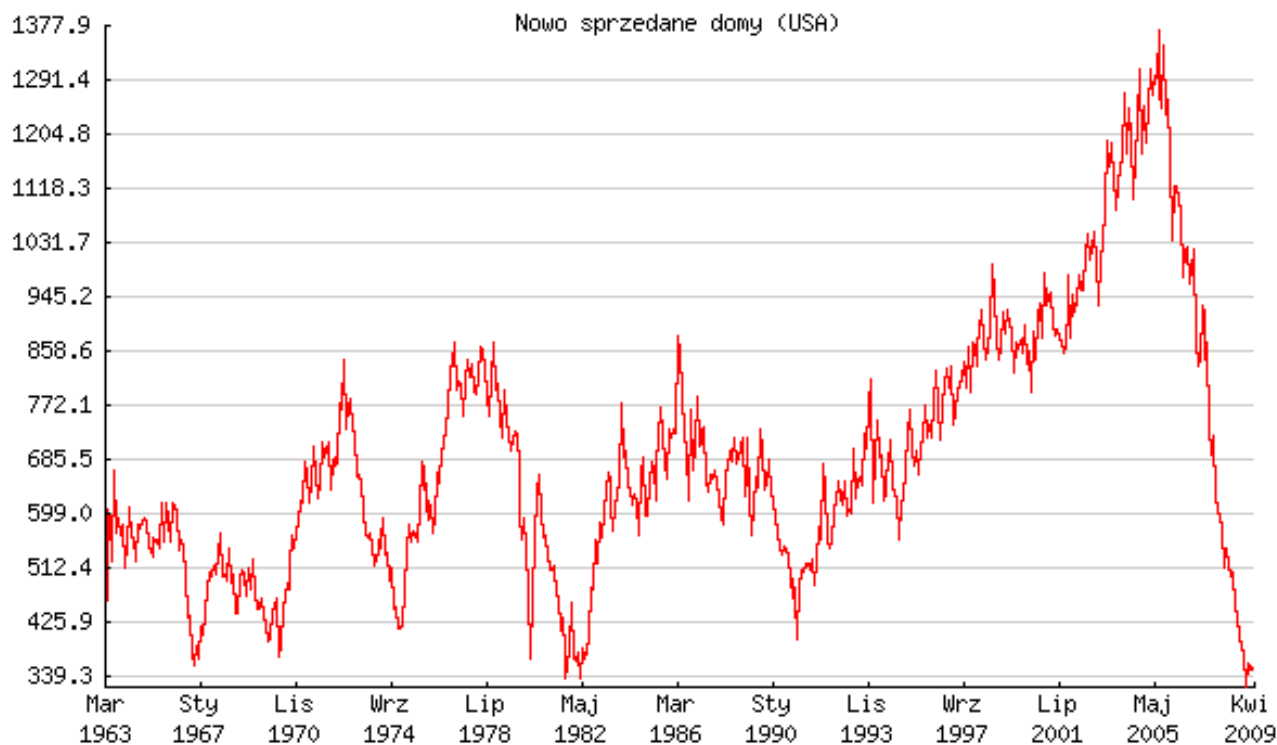
jąca, bo pozwala prognozować przyszłe zmiany w indeksie sprzedaży nowych domów. Nie mogłyby przecież one powstać bez wydanych wcześniej pozwoleń. Z kolei sprzedaż domów na rynku pierwotnym nie jest tylko prostą informacją, ale całym raportem uwzględniającym geograficzne zróżnicowanie sprzedaży, średni okres sprzedaży oraz jej najważniejszy element – cenę. Mimo swojej dokładności raport ten uwzględnia jednak tylko 20 proc. rynku nieruchomości, ponieważ pozostała jej część to rynek wtórny. O kondycji rynku wtórnego dowiadujemy się natomiast z danych publikowanych 25 każdego miesiąca, kiedy podawana jest wielkość sprzedaży. Jego stan ma znacznie większe znaczenie dla inwestorów niż informacja o nowych domach z powodu obejmowania 80 proc. rynku oraz faktu, że jest publikowany parę dni przed danymi o nowych domach.

Rynek nieruchomości jest najważniejszym ogniwem obecnego kryzysu, ponieważ to jego problemy przelały się najpierw na gospodarkę amerykańską, a następnie europejską. Spadające ceny nieruchomości w połączeniu z rosnącymi ratami kredytów hipotecznych

spowodowały, że zabezpieczenia kredytów mieszkaniowych stawały się coraz mniejsze, a ich spłacalność niebezpiecznie szybko zaczęła spadać. Ten mechanizm uruchomił lawinę, bo okazało się że na tych niespłaconych kredytach są oparte instrumenty finansowe o wartościach setek miliardów dolarów, których nikt nie zamierza spłacić. Firmy które ubezpieczały takie transakcje (np. AIG) znalazły się w fatalnej sytuacji finansowej i zbankrutowały lub stały się własnością amerykańskiego rządu. Tak w skrócie wygląda geneza obecnego kryzysu.

Wskaźnik, który przewidział 9 z 6 recesji

Kolejnym ciekawym wskaźnikiem jest publikowany przez instytucję Conference Board indeks LEI (ang. Leading Economic Indicators). Jak można wnioskować po nazwie, jest to indeks wskaźników wyprzedzających koniunkturę. Składa się on z 10 różnych wskaźników, które są dobierane na podstawie kryterium, którym jest potencjał przewidywania aktywności gospodarczej (PKB). W zasadzie indeks z uwagi na jawne składniki (ale nie ich wagi w obliczeniach) jest dość prosty do oszaco-



INFOGRAFIKA 1 - NOWO SPRZEDANE DOMY W USA
źródło: bankier.pl



INFOGRAFIKA 1 - NOWO SPRZEDANE DOMY W USA
źródło: bankier.pl

wania na podstawie bazowych danych, więc jego odczyty nie są zaskakujące. Powszechnie krytykuje się LEI jako wskaźnik, który „przewidział 9 z ostatnich 6 recesji”. Najbardziej spektakularne pomyłki indeks zaliczył w 1989 i 1995 roku, kiedy jego odczyt zszedł wyraźnie poniżej 0 (wartość graniczna) i zapowiedział recesję, a tymczasem taka wcale nie miała miejsca. Mimo swoich ułomności indeks wciąż znajduje się wśród jednych z najistotniejszych publikacji makro, zwłaszcza, że rynki wyczekują, kiedy uda mu się wyjść nad poziom „0”. W teorii oznaczałoby to, że gospodarka najgorsze ma już za sobą i w ciągu 6 miesięcy powinno pojawić się wyraźne ożywienie.

Gospodarcza „książka”

Wszystkie podawane dotychczas informacje i raporty były prezentowane w krótkiej liczbowej formie. Ewentualne opisy towarzyszą tylko uzasadnieniom do decyzji zmian stóp procentowych przez Banki Centralne. Nie oznacza to jednak, że rynkiem finansowym nieznane są słowne opisy sytuacji. Raz w miesiącu publikowany jest prawdziwy bestseller ekonomiczny w USA. Jest nim Beżowa Księga (ang. Beige Book) publikowana w USA przez oddziały FED. Nazwa pochodzi od koloru okładki tego opracowania. Beżowa Księga jest raportem zawierającym informacje zbierane od kluczowych biznesmenów, ekonomistów i ekspertów rynku, który ma jak najdokładniej oddawać stan obecnej i przyszłej gospodarczej koniunktury w Stanach. Dużym plusem tego raportu w spokojnych czasach jest jego pomoc przy prognozowaniu przyszłej polityki monetarnej FED. Obecnie jednak raport ten jest zupełnie nieprzydatny do tego celu. Stopy procentowe

w USA są na historycznie niskich poziomach, wynoszą zero i nie mogą być niższe. Ewentualne podwyżki wchodzi w grę dopiero w 2010 roku, zatem gracze informacji książkowych używają raczej jako wskazówek, gdzie można bezpiecznie lokować kapitał. Przykładem może być ostatnia publikacja. Pokazała ona, że jedynymi sektorami gospodarki, które w trakcie obecnego załamania gospodarczego się nie kurczą, są farmaceutyki i żywność.

Słowo o surowcach

Ostatnim wspomnianym przez nas raportem będą zapasy. We współczesnej gospodarce poziom zapasów jest niezwykle istotny z uwagi na konieczność ciągłego zaopatrywania konsumentów. Aby móc sobie na to pozwolić, firmy muszą dysponować odpowiednimi nadwyżkami, które pozwolą zwiększyć podaż w chwilach największego zapotrzebowania i ograniczyć ją, kiedy popyt spada. Zarządzanie płynnością zapasów jest wielką sztuką, zwłaszcza jeżeli dotyczy surowców energetycznych, a więc strategicznych. Co czwartek publikowany jest raport o zapasach ropy naftowej, benzyny i destylatów

w Stanach Zjednoczonych. Raport jest istotny tylko i wyłącznie dla rynku ropy, ale ponieważ jej cena bezpośrednio przekłada się na rentowność spółek, pośrednio wpływa na sytuację giełdową. Najczęściej stosowana interpretacja uzasadnia wzrosty ceny surowca zmniejszającymi się zapasami (a więc i większymi potrzebami kupna w przyszłości). Jeżeli z kolei zapasy się zwiększają na skutek zmniejszonego popytu, to jest to bodziec do spadku ceny.

Podsumowanie

Wszystkie wskaźniki i indeksy są uproszczeniem rzeczywistości. Mają za zadanie pomagać w analizie przeszłości i wyciąganiu wniosków na przyszłość, ale nie zawsze spełniają swoją rolę tak dobrze, jakby wszyscy chcieli. Wyliczenia i konstrukcje indeksów są obciążone nieuchronnym statystycznym błędem, który czasem może być podstawą błędnych wniosków. Patrząc na wartości wskaźników i ich interpretację trzeba zawsze pamiętać o uniwersalnej prawdzie, którą zauważył już premier Wielkiej Brytanii, Benjamin Disraeli mówiąc: „Znam trzy rodzaje kłamstwa: małe, duże i statystyka.” ■

Wskaźnik makroekonomiczny	Definicja
Liczba rozpoczętych budów domów	(ang. Housing Starts) raport o liczbie sprzedanych nowych domów jednorodzinnych
Sprzedaż domów na rynku wtórnym	(ang. Existing Home Sales) miara poziomu sprzedaży domów z rynku wtórnego
S&P Case-Shiller	Indeks cen nieruchomości w 20 metropoliach w USA
Indeks LEI	(ang. Leading Economic Indicators) indeks wskaźników wyprzedzających koniunkturę
Beżowa Księga	(ang. Beige Book) raport zawierający informacje na temat gospodarki USA z podziałem na poszczególne regiony
Zapasy paliw	Publikowane co czwartek wielkości zapasów ropy, benzyny i destylatów w USA

„ŚLEPY TRAF. ROLA PRZYPADKU W SUKCESIE FINANSOWYM” ROLA PRZYPADKU W SUKCESIE FINANSOWYM

ANNA GRODECKA
ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL

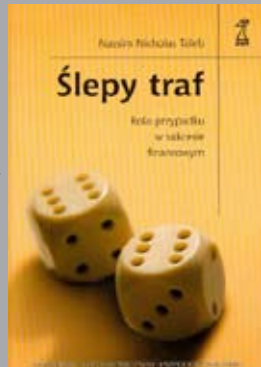
Nassim Nicholas Taleb to doświadczony inwestor giełdowy ora wykładowca akademicki. Zna więc rynek zarówno z teoretycznego, jak i praktycznego punktu widzenia. Prezentowana książka zajmuje się przede wszystkim wpływem losowości i prawdopodobieństwa na nasze życie i sukces na rynkach finansowych. Zdaniem autora, większość fortun zdobytych na giełdzie to wynik nie niezwykłych umiejętności inwestorów, ale szczęścia, statystycznego prawdopodobieństwa. Dlatego też nie warto czytać poradników typu „Jak zostać miliarderem” – opisane w nich cechy charakteru są warunkiem koniecznym, by nim zostać, ale niewystarczającym. Tymczasem nasz mózg ludzki ma skłonność do uznawania zdarzeń przeszłych za pewne, upraszczając tym samym rzeczywistość i prowadząc do błędnych wniosków.

Nassim N. Taleb opiera swoje wywody o przykłady z codziennego życia, obrazowo przekazując myśl przewodnią książki. Poprzez odwołania do filozofii, historii, a nawet teorii ewolucyjnej kolejne rozdziały bardziej przypominają intelektualne eseje pełne dygresji autora niż suchy tekst na konkretny temat. Dzięki temu książkę czyta się bardzo przyjemnie. Przykłady z życia wzięte rzeczywiście przybliżają główną myśl autora i nie przytłoczą czytelnika niezwiązanego z finansami, jak zapewne byłoby, gdyby ta sama teoria wyjaśniana była za pomocą skomplikowanych

wykresów i wzorów matematycznych.

To, co jest wadą książki, jest postawa autora, który w wielu miejscach krytykuje ludzi o odmiennych od niego poglądach i interesach. W szczególności jest to widoczne w stosunku do dziennikarzy oraz prezenterów telewizyjnych, którzy chyba bardzo podpadli pisarzowi, bo poświęcony został im nie jeden akapit książki. Po przeczytaniu książki odnosi się nieco wrażenie, że autor uważa się za lepszego od swoich kolegów z pracy, bo odkrył niezwykłą prawdę o losowości. Pod koniec pisze: „Czytelnik już wie, co myślę o nieproszonych radach i kazaniach dotyczących mojego życia. Przypominam, że kiedy w grę wchodzi emocje, idee spływają po nas jak woda po głęsi”. Tymczasem jeszcze w tym samym akapicie daje rady czytelnikom, narzucając swój punkt widzenia, co uderza szczególnie w zderzeniu z zacytowanym zdaniem.

„Ślepy traf” to jak najbardziej pozycja godna polecenia. Jednak czytając ją, należy wziąć poprawkę na osobowość autora i jego skłonność do narcyzmu, która irytuje w niektórych fragmentach książki. ■



METODY WYCENY SPÓŁKI. PERSPEKTYWA KLIENTA I INWESTORA – MAREK PANFIL, ANDRZEJ SZABLEWSKI (RED.) BIBLIA METOD WYCENY

PIOTR NIEWIADOMSKI
PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL

Niektórzy są zdania, że jeżeli coś jest do wszystkiego, to znaczy, że tak naprawdę jest do niczego. W książce „Metody wyceny spółki” z najważniejszych podejść i metod opisane są prawie wszystkie. Czy to oznacza, że jest ona prawie do niczego? Na szczęście nie – można się z niej naprawdę wiele nauczyć.

Autorzy opisują w niej różne podejścia do wyceny spółek kapitałowych – z perspektywy klienta, inwestora oraz rynku kapitałowego. W poszczególnych rozdziałach przedstawiają wszystkie ważniejsze aspekty, zajmują się wyceną kosztu kapitału, szacowaniem przepływów pieniężnych, ale również wartością marki, opcjami rzeczowymi, metodami opartymi na ratingach, a nawet fraktalami!

Celem autorów było zatem prawdopodobnie stworzenie swoistej „biblii” metod wyceny spółek. W pewnym stopniu im się to udało ze względu na obszerność zaprezentowanego materiału, ale można dyskutować, czy przyjęte przez nich podejście jest idealne. Po pierwsze, odnosząc się do popularnego powiedzenia wspomnianego na początku recenzji, trudno oprzeć się wrażeniu, że ze względu na szeroki zakres tematyczny książki niektóre zagadnienia zostały przedstawione dość pobieżnie. Wątpliwości może budzić również zasadność podziału książki na części. Zarówno klient jak i inwestor czy też rynek kapitałowy jako całość oceniają



przecież tę samą spółkę. Idealna metoda wyceny będzie zatem powinna brać pod uwagę możliwie najszersze spektrum zagadnień niezależnie od celu jej sporządzania. Tworzenie dodatkowych podziałów może więc wydawać się sztuczne.

Jednakże, mimo pewnych wątpliwości mogę z całą pewnością polecić „Metody wyceny spółki” jako wartościowe źródło wiedzy. Dyskusje nad strukturą i układem książki nie mogą bowiem przesłonić jej przydatności i wartości merytorycznej. ■

SŁOWNIK INWESTORA

MARIA KUŚKA
MARIA.KUSKA@GAZETATREND.PL

Dźwignia operacyjna – miara ryzyka operacyjnego, zależna od struktury kosztów przedsiębiorstwa. Działanie dźwigni polega na tym, że wrażliwość wyniku finansowego na zmiany wielkości przychodów ze sprzedaży jest determinowana przez wysokość kosztów stałych. Wraz ze wzrostem wielkości produkcji wartość kosztów stałych rozkłada się na większą ilość jednostek produktu, co zmniejsza jego koszt jednostkowy. Wysokie koszty stałe wymuszają większą produkcję i sprzedaż dla osiągnięcia progu rentowności. Zatem im większy udział kosztów stałych w ogólnej strukturze kosztów, tym silniejsze działanie dźwigni. Można ją mierzyć za pomocą wskaźnika DOL (degree of operating leverage - stopień dźwigni operacyjnej), który określa stosunek między procentową zmianą zysku operacyjnego przed odliczeniem odsetek i opodatkowaniem a procentową zmianą przychodów ze sprzedaży.

Dźwignia finansowa – miernik ryzyka finansowego przedsiębiorstwa, wyznaczany przez strukturę kapitału. Dźwignia ta określa wrażliwość rentowności kapitału własnego firmy na zmianę wartości zysku operacyjnego. Wykorzystanie kapitału obcego umożliwia osiągnięcie większych zysków, ale jego koszt jest niezależny od wahań poziomu zysku czy sprzedaży, więc podnosi ponoszone ryzyko. Zatem im większy udział kapitałów obcych w ogólnej strukturze kapitału, tym silniejsze działanie dźwigni finansowej. Dźwignię finansową można mierzyć za pomocą wskaźnika DFL (degree of financial leverage – stopień dźwigni finansowej), który określa stosunek pomiędzy procentową zmianą zysku netto a procentową zmianą zysku operacyjnego przed spłatą odsetek i opodatkowaniem. Efekt dźwigni finansowej można osiągnąć poprzez zaciągnięcie kredytu bankowego, emisję papierów dłużnych czy zastosowanie instrumentów pochodnych. ■

JOHN DAVISON ROCKEFELLER NAJBOGATSZY CZŁOWIEK W HISTORII

John D. Rockefeller przeszedł do historii jako bezkompromisowy przedsiębiorca i twórca potęgi Standard Oil. Na swojej monopolistycznej działalności dorobił się fortuny, która nawet wedle dzisiejszych szacunków czyni z niego najbogatszego człowieka w historii. To przysporzyło mu wielu wrogów. Jednocześnie był bardzo religijnym człowiekiem, a zdobyte pieniądze zaczął po latach dzielić z innymi, podążając ścieżką filantropii, podobnie jak wielu innych sławnych inwestorów, którzy dorobili się fortuny.

ANNA GRODECKA
ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL

Dzieciństwo i rodzinne sekrety

John Davison Rockefeller przyszedł na świat 8 lipca 1839 roku w Richford, jako drugie z sześciorga dzieci Rockefellerów. Jego ojciec, William Avery Rockefeller był handlarzem, a wedle niektórych źródeł i hochsztaplerem, wędrującym po okolicy i sprzedającym eliksir mający rzekomo leczyć nowotwór. Matka przyszłego przedsiębiorcy, Eliza Davison, była oddaną baptystką poświęconą budowaniu ogniska rodzinnego.

Rodzice Johna nauczyli go gospodarności i szacunku do pieniędzy. Swoją pierwszy interes zrobił w wieku 7 lub 8 lat, kiedy odsprzedał z zyskiem powierzone mu przez matkę indyki, które otrzymał od niej jako pisklęta. Po paru latach zarobione na handlu pieniądze pożyczył sąsiadowi i kiedy po roku otrzymał zwrot razem z siedmioprocentową premią, zrobiło to na nim ogromne wrażenie. Postanowił, że zajmie się w życiu pomnażaniem pieniędzy. Drugim jego celem było dożycie stu lat.

Za radą ojca, chłopiec zaczął notować wszystkie swoje przychody i wydatki. Od najmłodszych lat pasjonował się księgowością i skrupulatnie notował wszystkie transakcje, jakich dokonywał. W jego księgach znaleźć można nawet zapisy jednocentowych datków na kościół, czy wydatki na kwiaty dla jego przyszłej żony.

Kiedy John miał dziesięć lat, rodzina Rockefellerów przeprowadziła się do Owego. Było to wymuszone sytuacją, ponieważ jego ojciec został oskarżony o gwałt. Po dwóch latach rodzina znowu się przeprowadziła, tym razem do Cleveland, które miało się stać jednym z centrów przemysłu Stanów Zjednoczonych. W 1955 roku William Avery Rockefeller opuścił rodzinę i rozpoczął życie bigamisty, posługując młodszą od siebie o 25 lat Margaret Allen, pod nazwiskiem William Levingston. Mimo to do śmierci swojej pierwszej żony był z nią związany małżeńskim. Życie osobiste ojca Rockefellera było skandalem w prasie amerykańskiej. Brat Johna, Frank, opublikował oświadczenie dementujące te plotki. Sam twórca Standard Oil nigdy nie odniósł się do tej kwestii.

Początki przedsiębiorcy i budowa potęgi Standard Oil

Podążając za radą ojca, John Rockefeller nie zamierzał studiować. Uczęszczał do szkoły

zawodowej, w której przyswoił sobie podstawy rachunkowości, prawa oraz bankowości. Przydało mu się to w jego pierwszej pracy, którą podjął w wieku 16 lat. Przez sześć tygodni starał się o zatrudnienie, co nie było wówczas łatwe. 26 września 1855 roku dostał wymarzoną posadę – został przyjęty do firmy Hewitt & Tuttle jako asystent księgowego. Ta data przeszła do jego osobistej historii i stała się punktem zwrotnym w życiu. Już jako milioner, John D. Rockefeller, świętował ją na równi ze swoimi urodzinami.

Kiedy w pracy odmówiono mu żądanej podwyżki (proponowana była dla niego za mała), odszedł z firmy i postanowił założyć własną działalność. Kapitał uzyskał z własnych oszczędności, część pożyczył także od swojego ojca (na 10%!). Założył spółkę handlującą zbożem razem ze swoim partnerem Mauricem Clarkiem. Dopiero potem zainteresował się przemysłem naftowym.

W 1962 roku po przeanalizowaniu szans i zagrożeń, partnerzy zdecydowali się zainwestować w rafinerię planowaną przez chemika Samuela Andrews. W tamtych czasach przemysł naftowy dopiero się rozwijał i był obciążony dużym ryzykiem. Również spółka Rockefellera została tym dotknięta – partnerstwo musiało zostać rozwiązane, a fabryka sprzedana. Niezrażony niepowodzeniem John Rockefeller odkupił udziały od braci Clark i stworzył przedsiębiorstwo z Andrewsem. Później spółka przejęła rafinerię stworzoną przez brata Johna, Williama.

Rozwój firmy doprowadził w 1970 roku do założenia Standard Oil Company. Nowe przedsiębiorstwo kontrolowało wówczas 10% produkcji ropy naftowej w Stanach Zjednoczonych. Dzięki korzystnym umowom z dostawcami, zaczęło się dynamicznie rozwijać. Szczególnie owocny dla firmy był początek lat 70-tych. Mimo skandalu związanego z wyjściem na jaw umów pomiędzy głównymi rafineriami i producentami kolei, w który była zamieszana, udało się jej wyjść na prostą. Poprzez zastraszanie konkurentów i wykorzystanie ich finansowej słabości po krachu giełdowym w 1973 roku, Rockefellerowi udało się w tym czasie przejąć 22 z 26 konkurentów. Całe wydarzenie przeszło to do historii pod określeniem „Cleveland Massacre”.

W wieku 42 lat John Rockefeller założył Standard Oil Trust. Było to praktyczne ze względu na to, że firma po wielu przejęciach rozrosła się na tyle, że ciężko było nią zarzą-

dzać na szczeblu centralnym ze względu na różne prawo w poszczególnych stanach USA. Aby oszczędzić pieniądze, spółka nie zajmowała się jedynie przetwórstwem ropy naftowej, ale również produkcją innych związanych z tym towarów – m.in. własnych baryłek. Standard Oil budował również własne rurociągi. Na swoim szczycie firma kontrolowała 95% przemysłu rafineryjnego w Stanach Zjednoczonych. Nic więc dziwnego, że szybko pojawiły się zarzuty o zawieranie tajnych umów oraz szpiegostwo przemysłowe.

W latach 80-tych XIX wieku Standard Oil wkroczył na rynki Zachodniej Europy i Azji, sprzedając za granicą więcej ropy naftowej niż w USA. Jednak założyciel wielkiego imperium przypłacił to zdrowiem. Cierpiał na załamanie nerwowe i w wieku 40 lat zaczął tracić włosy na całym ciele, co było związane z nadmiernym stresem. Od tego czasu powoli przygotowywał się do przejścia na emeryturę, co uczynił oficjalnie w 1910 roku, w wieku 71 lat. Rok później, na mocy wyroku sądu i oskarżeń o monopol, Standard Oil musiał zostać podzielony na 34 mniejsze spółki.

Życie po pracy

Od czasu przejścia na emeryturę, John Rockefeller całkowicie poświęcił się filantropii. Już we wcześniejszych latach zaczął przeznaczać swoją fortunę na cele społeczne. W 1901 roku założył Rockefeller Institute for Medical Research w Nowym Jorku, który w 1965 zmienił nazwę na Rockefeller University. Założył również fundację swojego imienia, a już od najmłodszych lat wspierał różne instytucje religijne.

Ze swoją żoną (Laurą Celestia („Cettie”) Spelman), którą poznał jeszcze w szkole i poślubił po ośmiu latach w wieku 25 lat, miał pięcioro dzieci, w tym jednego syna, Johna Rockefellera Jr. Syn sławnego miliardera początkowo również zaangażowany był w działalność Standard Oil, później kontynuował filantropijne dzieło ojca.

John D. Rockefeller cenił sobie zdrowy tryb życia. Nie palił papierosów i nie pił alkoholu. Codziennie po południu odbywał godzinny drzemkę. Z upodobaniem czytał aktualne gazety, jego częstą lekturą była również Biblia. Właściwie do końca swoich dni z zapalem oddawał się grze w golf. Zamiast publicznych wyjść i przyjęć wolał pójść do kościoła i udzielać się charytatywnie. Niestety, nawet zdrowy tryb życia nie pozwolił mu dożyć upragnionych stu lat – zmarł 23 maja 1937 roku, w wieku 97 lat. ■

Książki można nabyć w księgarni internetowej Maklerska.pl

NOWY WYNAŁAZEK OSTATECZNIE ZASTĄPI KOŁO

Postanowiliśmy złamać reguły. Nie reklamuje się w swojej gazecie innych czasopism. Tym bardziej, nie reklamuje się ich za darmo. A już na pewno nie reklamuje się ich w osobnym, specjalnym artykule gorąco zachęcając do czytania. My jednak przełamujemy te schematy.

PIOTR NIEWIADOMSKI
PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL

Ogień przyczyną pożaru

W tym miesiącu królami działu „Inwestor po godzinach” zostają członkowie redakcji czasopisma „Nowy Pompon”. Redagowany przez nich serwis informacyjny jest doskonałym źródłem informacji, których nie znajdziemy w innych portalach. Nie wiadomo, czy za tym wszystkim stoi cenzura, układ czy jakaś inna Grupa Trzymająca Władzę. Wzorem „Nowego Pompona”, podam, że pan Stefan Wątroba z miejscowości Troki Wielkie nie wyklucza, że wykluczanie wiadomości publikowanych w portalu NowyPompon.pl przez inne media może być albo nie być związane z zakończoną niedawno kampanią wyborczą...

Gangster zostaje szefem mafii

Na stronie NowyPompon.pl opisywane są ciekawe wydarzenia z różnych dziedzin – dotyczą one między innymi polityki, gospodarki i życia codziennego.

„Kilka dni temu zgłosił się do nas mężczyzna z informacją, że widział kogoś na ulicy” – poinformował sekretarz redakcji dziennika „Dziennik”. „Początkowo nie wiedział, kto to jest, ale po chwili rozpoznał, że jest to nieznajoma osoba.

Źródło: Nowy Pompon

Cztery podstawowe wskaźniki giełdowe nadal nic nie wskazują

Dla Czytelników „Trendu” najbardziej interesujące będą zapewne wydarzenia gospodarcze publikowane w Nowym Pomponie. Nie brakuje tutaj informacji o zachowaniu wskaźników giełdowych, bieżących trendach na rynku walutowym i pieniężnym. W portalu znajdziecie wypowiedzi szanowanych polityków, autorytetów ekonomicznych, a nawet Prezesa NBP.

Mimo, iż sytuacja na rynku jest niewyraźna, wskaźniki WIG, WIG20, MIDWIG, TECHWIG i GDZIE SIĘ PODZIAŁY TAMTE PRYWATKI nadal nic nie wskazują. Pierwsze anomalie pojawiły się już w połowie roku i wyrażały się stopniowym blaknięciem wykresów, co spowodowało silny spadek akcji Polfarbu.

Źródło: Nowy Pompon



Wzrost kursu złotego po wypowiedzi Barbary Misiutko kwestią przypadku

Podczas konferencji prasowej zwołanej przez prezesa Narodowego Banku Polskiego padło stanowcze zapewnienie, że ostatnie wahnięcia kursu złotego nie ma nic wspólnego z wypowiedzią pani Barbary Misiutko, członkini Koła Gospodyń Wiejskich ze wsi Giełda Mała.

Źródło: Nowy Pompon

Warszawa – Według przeprowadzonych badań większość Polaków zdecydowanie chce wejść do strefy franka szwajcarskiego.

Źródło: Nowy Pompon

Ranking najbiedniejszych

Absolutnym hitem są również rankingi – w portalu informacyjnym znajdziecie między innymi informacje o najbiedniejszych Polakach i Europejczykach. Już niedługo na tę pierwszą może wejść nawet kilkanaście milionów naszych rodaków...

Ale nie ma co czytać przedruków – zapraszam na NowyPompon.pl, żeby zapoznać się z najświeższymi informacjami w oryginale!

*wszystkie śródtytuły oraz cytowane informacje pochodzą z portalu informacyjnego NowyPompon.pl. Redakcja nie bierze za nie odpowiedzialności. Pani Leokadia z osiedlowego sklepu mięsnego również. ■

Szukasz pr@cy?

H R K .PL

PORTAL RYNKU PRACY

ZAJRZYJ NA www.HRK.pl

ZNAJDZIESZ U NAS:

- ✓ CODZIENNIE WIELE AKTUALNYCH OFERT
- ✓ WZORY PRZYDATNYCH DOKUMENTÓW
- ✓ PORADY, KTÓRYCH POTRZEBUJESZ
- ✓ INFORMACJE Z RYNKU PRACY
- ✓ WYSZUKIWARKA STAŻY I PRAKTYK
- ✓ SŁOWNIKI (HR, MARKETINGU, FINANSOWY, STANOWISK, E-LEARNING)
- ✓ LEKCJE BUSINESS ENGLISH ZA DARMO (DO ŚCIAgniĘCIA LEKCJE W MP3!)

ZARZĄDZAJ AKTYWNIEM SWOJĄ KARIERĄ

inwestycje.pl

Codzienna dawka informacji



GIEŁDY
AKCJE
WALUTY
FUNDUSZE
BIZNES
NIERUCHOMOŚCI
SUROWCE
KREDYTY
PRZETARGI
GOSPODARKA
TECHNOLOGIE

Cenisz swój czas i pieniądze?

Dołącz do grona 600.000 czytelników
portalu **Inwestycje.pl**

Inwestycje.pl to jeden z największych portali finansowych w Polsce.

Zajmujemy 5. miejsce w ogólnopolskim rankingu popularności portali wg badania Megapanel PBI/Gemius - węzeł "Biznes/Finanse/Prawo".

Więcej informacji na: www.inwestycje.pl/reklama lub reklama@inwestycje.pl