

TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

WWW.GAZETATREND.PL

NUMER 8 (15) LISTOPAD 2009
PUBLIKACJA BEZPŁATNA

ŚWIAT:

SPÓŁKI ODPOWIEDZIALNE SPOŁECZNIE PILNIE POSZUKIWANE

str. 13



INWESTYCJE:

**CO MA FOREX DO
SUROWCÓW?**

str. 16

INWESTYCJE:

**PODPISY WARTO
FORTUNE**

str. 25



Pierwszy blog maklerski

Poblogujmy o inwestowaniu...

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

Wejdź na **blogi.bossa.pl**.

blogi.BOSSA.PL



DOM MAKLESKI
BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.

Centrala:

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

Oddziały:

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

DM BOŚ S.A. działa na podstawie zezwolenia KNF

ZMIANA NASTAWIENIA CZY DOSTRZEŻENIE?

Praktycznie każdy zna powiedzenie „No risk, no fun”. Jest ono używane (a może nawet nadużywane) we wszelkich możliwych sytuacjach i konfiguracjach przez bardzo wiele osób. Sam przyznaję się do tego, że często wypowiadałem to zdanie odruchowo, dużo częściej niż bym chciał. Ale czy rzeczywiście wszyscy tak uwielbiamy ryzyko?

Nawet jeśli odpowiadaliśmy sobie już kiedyś na to pytanie, to warto zastanowić się jak wygląda sytuacja w obecnych, wciąż jeszcze dość trudnych i niepewnych czasach. Jacek Wiśniewski, główny ekonomista Raiffeisen Bank porozmawiał z nami na ten temat – jego zdaniem im większą mamy wiedzę, tym chętniej świadomie podejmujemy ryzyko. I trudno nie zgodzić się z taką opinią. Po więcej interesujących wniosków zapraszam do wywiadu. Oby nie okazało się tylko, że chęć zmanifestowania wiedzy na temat rynku będzie teraz kolejnym powodem, aby powtarzać, że bez ryzyka nie ma zabawy...

Wracając jednak do poprzedniej myśli, dużo ostatnio mówiło się o tym, że w związku z kryzysem nastąpiła zmiana nastawienia do ryzyka. Inwestorzy zrezygnowali z bardziej ryzykownych instrumentów finansowych i zainwestowali swój kapitał w bezpieczniejsze aktywa. Zastanawiam się tylko, czy na mniej rozwiniętych rynkach (czytaj: w Polsce) sytuacja taka rzeczywiście miała miejsce. Coraz częściej zastanawiam się, czy nie było tak, że w wielu przypadkach nie mieliśmy jednak (niestety!) do czynienia ze zmianą skłonności do ryzyka, tylko z dostrzeżeniem, że takie ryzyko w ogóle istnieje.

Teraz przed inwestorami poważny test – czy podejmą wyzwanie i ponownie zaczną interesować się ryzykownymi aktywami, ale tym razem znacznie lepiej przygotowani merytorycznie, czy może niechęć do wszystkiego, co nie jest lokatą, zagości u nich na dłużej? Trudno będzie to przewidzieć. Pozostaje tylko mieć nadzieję, że nie wrócą na rynek bez nadrabiania zaległości - wówczas mogłoby okazać się, że bardziej popularny od powiedzenia o ryzyku stanie się cytat z utworu Jana Kochanowskiego: „(...) nową przypowieść Polak sobie kupi, że i przed szkodą, i po szkodzie głupi.

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
UL. PIĘKNA 68 II P. 00-672 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
KAMIL GEMRA
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

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

INWESTYCJE
DOROTA SIERAKOWSKA
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL

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

ZDJĘCIE NA OKŁADCE POCHODZI Z SERWISU ISTOCKPHOTO

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 Jesień należy do PGE** - Kamil Gemra
Asseco South Eastern Europe zadebiutowała na GPW - GPW, ASSECO
- 6 Mobilny atak Naszej Klasy już wkrótce** - Jakub Domagalski
Nowa obligacja strukturyzowana - GPW
Cytaty miesiąca - Mikołaj Atanasow
- 7 MAERSK połączył Gdańsk z sercem Azji** - Jakub Domagalski
Cytaty miesiąca - Mikołaj Atanasow

WYWIAD

- 8 Wywiad z Jackiem Wiśniewskim**
- głównym ekonomistą Raiffeisen Bank. - Dorota Sierakowska

POLSKA

- 11 TFI w dobie kryzysu - antidotum czy przekleństwo polskich inwestorów?**
- Paulina Kupis

ŚWIAT

- 13 Spółki odpowiedzialne społecznie pilnie poszukiwane** - Katarzyna Gruszka

INWESTYCJE

- 16 Co ma forex do surowców? Czyli słowo o Commodity Currencies**
- Dorota Sierakowska
- 18 CFD - waluty, towary, akcje, indeksy...**
- Artur Szczepkowski

- 23 Opcje egzotyczne – wprowadzenie**
- Kamil Gemra

- 25 Podpisy warte fortunę**
- Anna Zatorska

KOMENTARZE

- 27 Konfrontacja oczekiwań z realiami** - Piotr Kuczyński
- 28 Eurodolar i inni – komentarz walutowy** - Marek Wołos, Michał Fronc

EDUKACJA

- 29 Ryzyko walutowe i zabezpieczanie się przed nim** - Jerzy Nikorowski

- 31 Homo oeconomicus w świecie finansów behawioralnych**
- Małgorzata Kosiecka

- 34 Zawód – doradca inwestycyjny**
- Szczepan Kita

- 35 DCF - metoda, dzięki której możesz zarobić 62 miliardy dolarów**
- Bartosz Boniecki

WIELCY INWESTORZY

- 37 Sir Francis Baring - twórca Barings Banku**- Anna Grodecka

INWESTOR PO GODZINACH

- 38 Muzyczna uczta** - Piotr Niewiadomski
Wskaźniki finansowe - Piotr Niewiadomski
Słownik Inwestora - Maria Kuśka



CO MA FOREX DO SUROWCÓW?
CZYLI SŁOWO O COMMODITY CURRENCIES str. 16



OPCJE EGZOTYCZNE str. 23



PODPISY WARTÉ FORTUNE str. 25

JESIEŃ NALEŻY DO PGE

KAMIL GEMRA
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

Wydarzeniem jesieni na GPW jest z pewnością pierwsza oferta publiczna akcji Polskiej Grupy Energetycznej. Firma ta jest największą grupą energetyczną w naszym kraju. Będzie to spółka defensywna, która według zapowiedzi władz giełdy w bardzo krótkim czasie wejdzie w skład indeksu WIG20. W związku z tym analitycy spodziewali się dużego zainteresowania tym debiutem. Jednak popyt na akcje PGE zaskoczył wszystkich. Spółka sprzedała wszystkie oferowane akcje nowej emisji bez najmniejszych problemów. Popyt ze strony drobnych inwestorów był tak duży, że zarząd zdecydował się sprzedać im nie 10 proc. a 15 proc. akcji nowej emisji. Gigantyczna redukcja na poziomie 96,5 proc. sprawiła jednak, że drobi inwestorzy otrzymają niespełna 4 akcje na każde 100 zamówionych. Wsparci kilkunastomiliardowymi

kredytami wyłożyli na zakup akcji 25,6 miliardów złotych, a dostali akcje warte jedynie 900 mln.

Cena emisyjna zarówno dla drobnych graczy jak i instytucji finansowych została ustalona na poziomie 23 zł za akcje. Przy takim poziomie inwestorzy złożyli zamówienia na papiery warte ponad 45 mld. zł, co jest absolutnym rekordem w historii naszego parkietu. Przy tej cenie wartość emisji sięgnęła 6 mld zł co prawdopodobnie będzie największym IPO w Europie w tym roku. Wycena całej PGE wyniesie według ceny emisyjnej ponad 40 mld, co sprawi, iż spółka ta będzie jedną z największych firm na naszym parkiecie.

Obserwatorzy rodzimego parkietu zapewne zastanawiają się czy IPO PGE może być impulsem rozwojowym dla rynku kapitałowego. Zainteresowanie wśród drob-

nych graczy jest z pewnością dobrym sygnałem. Jak podają biura maklerskie wiele osób wcześniej nie miało kontaktu z giełdą. Wydaje się jednak, że oferta PGE nie przyczyni się do takiego wzrostu zainteresowania giełdą jak to miało miejsce przy ofercie PKO BP. Zapewne większość osób sprzeda posiadane akcje zaraz na debiucie. Pieniądże z kredytów wrócą do banków a nie popłyną na parkiet. W związku z tym trudno spodziewać się jakiegoś przełomu na rynku wtórnym. Zapewne jeśli inwestorzy zarobią na tym IPO to w przyszłości wezmą udział w innych zapowiadanych prywatyzacjach. Minister Skarbu planuje w przyszłym roku jeszcze większą ofertę spółki energetycznej – Tauron. Warto wspomnieć również o planowanych IPO takich firm jak chociażby PZU czy Polkomtel. Zapowiedzi te wskazują, iż ani tej jesieni ani w całym przyszłym roku emocji na rynku ofert publicznych nie powinno zabraknąć. ■

ASSECO SOUTH EASTERN EUROPE ZADEBIUTOWAŁA NA GPW

W dniu 28 października br., na Głównym Rynku GPW zadebiutowała spółka Asseco South Eastern Europe SA. Dzisiejszy debiutant jest 9. spółką, która dołączyła do grona emitentów akcji notowanych na głównym parkiecie w 2009 roku oraz 376. emitentem akcji na tym rynku.

Grupa Asseco SEE jest największym podmiotem w Europie Południowo-Wschodniej pod względem przychodów uzyskiwanych ze sprzedaży własnego oprogramowania i usług w segmencie rynku informatycznego. Zakres geograficzny działania Grupy to: kraje byłej Jugosławii (Bośnia i Hercegowina, Chorwacja, Czarnogóra, Macedonia, Serbia, Słowenia) oraz Rumunia a także Albania i Bułgaria. 28 października br., na sali Notowań GPW odbyła się uroczysta ceremonia debiutu spółki Asseco SEE prowadzona przez Ludwika Sobolewskiego, Prezesa Zarządu GPW. Spółkę reprezentował pan Piotr Jeleński – Prezes Zarządu Asseco SEE, Rafał Kozłowski – Wiceprezes Zarządu oraz pozostali Członkowie Zarządu: Calin Barseti, Drazen Pehar, Miodrag Mircetic, Miljan Malis. Prezes Sobolewski witając gości i przedstawicieli spółki powiedział, że debiut Asseco SEE to „przedsmak niezwykłego tygodnia, który nadchodzi na GPW”. Przekazując certyfikat i statuetkę byka, pogratulował wejścia na giełdę, gdyż jest to zawsze bardzo poważna decyzja - czy stać się spółką publiczną. Prezes Jeleński powiedział: „Zdajemy sobie sprawę z tego, że nasza spółka w ogóle nie będzie



źródło: GPW

płynną. Wynika to z małego rozproszenia akcjonariatu oraz tego, że mamy lock-up-y dla akcjonariuszy mniejszościowych- założycieli spółki. (...) Dzięki giełdzie mamy ponad 28 mln euro środków na rozwój i umocnienie naszej pozycji w regionie. Mamy plany na dalszy wzrost naszej pozycji, jako lidera rynku informatycznego.”

Asseco South Eastern Europe jest kolejną spółką z grupy Asseco notowaną na warszawskim parkiecie. Oprócz bałkańskiego filaru na Giełdzie Papierów Wartościowych są: Asseco Poland (ACP), Asseco Slovakia (ACS) oraz Asseco Business Solutions (ABS). ■

ŹRÓDŁO: GPW, ASSECO

MOBILNY ATAK NASZEJ KLASY JUŻ WKRÓTCE

JAKUB DOMAGALSKI
JAKUB.DOMAGALSKI@GAZETATREND.PL

Portal Nasza Klasa zamierza wprowadzić dostęp do serwisu przez urządzenia mobilne. Firma już podpisała stosowną umowę z firmą Mobile Experts specjalizującą się w produkcji aplikacji dla klientów biznesowych. Pierwsze aplikacje mobilne, będące owocem podjętej współpracy, powinniśmy udostępnić w ciągu najbliższych miesięcy, prawdopodobnie na przełomie roku. Do końca 2010 roku planujemy udostępnić w wersji mobilnej wszystkie produkty Naszej-Klasy: portal, Śledzika i

nasz nowy komunikator NKtalk – mówi Dominik Kaznowski, pełnomocnik zarządu spółki Nasza-Klasa. Ze względu na wciąż wysokie koszty połączeń w Polsce, jednym z kluczowych elementów projektu jest dbałość o optymalizację wykonania usług pod kątem ilości danych przesyłanych pomiędzy urządzeniami mobilnymi a siecią. Ma to szczególne znaczenie w sytuacji, w której już dzisiaj z dostępu mobilnego do NK korzysta prawie milion osób miesięcznie. ■

Źródło: Nasza Klasa, od lewej Prezes NK

– Arkadiusz Pernal, pomysłodawca i President of Products – Maciej Popowicz



NOWA OBLIGACJA STRUKTURYZOWANA

29 października 2009 r. na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie zadebiutowała nowa obligacja strukturyzowana, WIG20 Profit 2, wyemitowana przez SecurAsset S.A. Jest to siódmy produkt strukturyzowany tego emitenta notowany na GPW.

Główne cechy instrumentu:

- wartość nominalna - 100 PLN
- cena emisyjna - 100% Wartości Nominalnej
- termin wykupu – 21 października 2011
- gwarancja zwrotu 100% kapitału zainwestowanego w okresie subskrypcji, z zastrzeżeniem ryzyka inwestycyjnego i kredytowego
- notowanie na rynku równoległym w systemie kursu jednolitego (2 fixingi)
- notowanie w % wartości nominalnej.

Instrumentem bazowym jest indeks WIG20. Kwotę wykupu dla inwestora w dniu

rozliczenia stanowi zwrot 100% zainwestowanego kapitału wraz z kuponem w wysokości 21%, którego wypłata uzależniona jest od spełnienia jednego z dwóch warunków:

- jeśli indeks WIG20 wzrośnie na koniec pierwszego roku trwania inwestycji o przynajmniej 10% w stosunku do poziomu z początku inwestycji i wzrośnie przynajmniej o kolejne 10% na koniec drugiego roku inwestycji (w stosunku do poziomu z końca pierwszego roku) lub

- jeśli indeks WIG20 wzrośnie na koniec drugiego roku inwestycji o przynajmniej 50% w stosunku do poziomu z początku inwestycji.

Dodatkowe informacje nt. produktu oraz emitenta znajdują się na stronie internetowej <http://www.dmbzwbk.pl/79519>

Aktualnie na GPW notowanych jest 69 produktów strukturyzowanych, w tym 16 obligacji oraz 53 certyfikaty. Od początku roku paleta produktów strukturyzowanych notowanych na GPW poszerzyła się w sumie o 24 produkty (17 certyfikatów oraz 7 obligacji). ■

ŹRÓDŁO: GPW,



Źródło: Maersk Line

MAERSK POŁĄCZYŁ GDAŃSK Z SERCEM AZJI

JAKUB DOMAGALSKI
JAKUB.DOMAGALSKI@GAZETATREND.PL

Polska zyskała strategiczne morskie połączenie towarowe z Gdańską do Szanghaju, będące efektem realizacji wieloletniej inwestycji polegającej na przebudowie części Portu Północnego - terminala kontenerowego w Gdańsku. Dzięki znacznemu pogłębieniu dna, do portu będą mogły

wpływać jednostki o zanurzeniu sięgającym nawet do 20 m [duże statki zwane „master” (ładowność nawet do 10.000 kontenerów, dopływają tylko do dużych portów, gdzie kontenery przeładowane są do mniejszych statków zwanych „federami”]. Niemniej jednak, pierwszy statek na linii Gdańsk – Szanghaj popłynie dopiero w styczniu 2010 r. Do tego czasu rozładunki „statków gigantów” odbywać

się będą jeszcze w odległych portach w Bremerhaven czy Le Havre. Bezpośrednie połączenie duńskiego przewoźnika MAERSK LINE spowoduje, że importerzy i eksporterzy mogą znacznie obniżyć koszty frachtu. Gdański port może stać się dzięki temu jednym z głównych tzw. hubów, co podwyższy rangę miasta. ■

CYTATY MIESIĄCA

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

”

„W drugim półroczu (2010 r.) spodziewamy się, że inflacja osiągnie cel inflacyjny – 2,5 procent.”
- Witold Koziński, wiceprezes NBP

„Telefon komórkowy zastąpi kartę debetową, kredytową, wizyty w banku, przelewy i wnioski kredytowe. To nie będzie nowe oblicze bankowości. To będzie nowa bankowość.”

- Piotr Czarnecki, prezes Raiffeisen Bank Polska

„Polska prawdopodobnie ma już za sobą okres najbardziej bolesnego spowolnienia, a kolejne kwartały mogą przynieść oznaki niewielkiego ożywienia.”

- Piotr Kalisz, główny ekonomista Citi Handlowego

„Za czasów cesarza Dioklecjana polityka pieniężna wyglądała następująco: kiedy ktoś za bardzo podnosił ceny, ścinano mu głowę.”

- Ignacy Morawski, publicysta

„Zwolennikom zróżnicowanych stawek podatkowych warto przypomnieć, że stoją ramieniem z Karolem Marksem. Prekursor komunizmu w „Krytyce programu gotajskiego” zalecał klasie robotniczej bronienie progresji podatkowej, argumentując, że osłabia ona kapitalizm, dzięki czemu łatwiej go będzie obalić.”

- Robert Gwiazdowski, prezydent Centrum im. Adama Smitha

”



STOSUNEK DO RYZYKA ZALEŻY OD POZIOMU WIEDZY

Wywiad z Jackiem Wiśniewskim, głównym ekonomistą Raiffeisen Bank.

DOROTA SIERAKOWSKA
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL

Dorota Sierakowska: Czy polscy konsumenci są ryzykantami, jeśli chodzi o gospodarowanie własnym kapitałem?

Jacek Wiśniewski: Spojrzałym na to z perspektywy historycznej. Giełda w Polsce istnieje od zaledwie 18 lat. Wprawdzie oszczędności w systemie komunistycznym były (np. książeczki SKO, książeczki mieszkaniowe), ale w zasadzie nikt nie wiązał z tymi oszczędnościami wielkich nadziei – na mieszkanie często czekało się latami i nie było pewności, że się je dostanie. Nie istniało życie na kredyt – więc w zasadzie zarządzanie własnymi finansami za czasów komunizmu także nie istniało.

Począwszy od 1989 r., zmiany zaczęły zachodzić bardzo gwałtownie. Pierwszym szokiem dla konsumentów była hiperinflacja

w 1990 r. – kredytobiorcy odczuli to bardzo boleśnie. Jednak ta lekcja została przyćmiona przez resztę przemian, np. szybko rosnące bezrobocie. De facto bardziej stabilny rozwój konsumenta, wiążący się ze zrozumieniem rynku, nastąpił w 1993 roku wraz z prywatyzacją Banku Śląskiego. To był pierwszy moment, w którym ludzie nie interesujący się finansami mogli uczestniczyć w obrocie giełdowym. Następnie, w 1994 r. wielu Polaków „sparzyło się” na swoich inwestycjach. Później większe zainteresowanie inwestycjami, widoczne po przyroście aktywów funduszy inwestycyjnych, nastąpiło około 1998 r.

Można więc powiedzieć, że Polacy mają za sobą zaledwie 11 lat powszechnej edukacji związanej z zarządzaniem własnym kapitałem. Co więcej, początek popularności kredytów hipotecznych przypada dopiero na rok 2000 – wtedy to coraz więcej ludzi zaczęło zaciągać kredyty walutowe na zakup mieszkania. Powiedziałbym więc, że jesteśmy

dopiero na początku jakiegoś procesu i ciężko na tym etapie ocenić skłonności polskich konsumentów do ryzyka. Mamy dość krótki okres ewolucji.

DS: Więc ciężko nas porównywać do konsumentów z Europy Zachodniej?

JW: W ogóle nie można nas porównywać z zachodnimi konsumentami. Oni bowiem mieli możliwość np. odziedziczenia akcji po swoich rodzicach. Mogli oni widzieć, jak rodzice gospodarują własnym majątkiem, można było dziedziczyć preferencje do ryzyka – np. mieć konserwatywnego ojca, który kupował tylko obligacje, ponieważ z kolei jego dziadek stracił sporą część majątku na akcjach podczas Wielkiego Kryzysu. Wprawdzie w Polsce istniała przedwojenna giełda, ale po niej nie została żadna tradycja. Giełda ta była zresztą znacząca w Europie – mimo to kilkadziesiąt lat komunizmu zrobiło swoje.

Mysząc więc o polskim konsumencie, trzeba wziąć pod uwagę fakt, że miał on jedynie kilkanaście lat na wdrożenie się w system finansowy, edukację w zakresie instrumentów finansowych – nawet na przykładzie klientów banku widać zróżnicowanie skłonności do ryzyka w zakresie poszczególnych grup społecznych. Przeciętnemu dwudziestopięcioletniemu nie trzeba tłumaczyć, czym jest akcja czy też jednostka funduszu inwestycyjnego (z obligacjami jednak różnie bywa, bo jest to o wiele mniej popularny instrument). Coraz więcej Polacy wiedzą o instrumentach pochodnych i o foreksie. Co więcej, mają oni także świadomość ryzyka, jakie wiąże się z inwestowaniem w poszczególne instrumenty finansowe, świadomie rezygnując z – dla niektórych nudnych – lokat czy obligacji.

W ramach dygresji wspomnę, że rynek obligacji też niesie ze sobą dużo emocji, gdy obraca się dużymi kwotami (w przypadku banków czy funduszy). Niemniej jednak dla przeciętnego konsumenta jest to rynek dość odległy. Obroty na rynku obligacji są dużo większe niż na rynku giełdowym. Pierwszym najważniejszym rynkiem pod względem obrotów jest w Polsce rynek płynności krótkoterminowej banków. Ten rynek jest jednak dostępny zaledwie dla kilkudziesięciu osób. Tuż po nim są rynki: walutowy oraz obligacji.

DS: Czy przestrzeń pomiędzy obrotami na rynku obligacji a obrotami na giełdzie jest spora?

JW: To mało powiedziane – ta przestrzeń jest ogromna. Pod względem obrotów rynek giełdowy jest dużo mniejszy niż rynek obligacji. Na rynku obligacji jednorazowa transakcja może mieć wartość 1 miliarda złotych – to więcej, niż przeciętny obrót dzienny na giełdzie. To jest zupełnie inna skala.

wiedzy – jeśli ktoś rozumie ryzyko i umie je oszacować, to bardziej świadomie jest gotów się na nie wystawić.

DS: Czy w związku z kryzysem znacząco zmieniła się struktura inwestycji przeciętnego Polaka? Czy przeniósł się on na instrumenty bezpieczne?

JW: To widać, i to zdecydowanie. Cykl, który na rynkach zachodnich występuje od dawna, zaczął występować także w Polsce. Po spadkach ludzie poszukują bezpiecznych inwestycji. Najlepiej widać to po obrotach na giełdzie, które są w pewnym sensie proxy za interesowania ludzi instrumentami bardziej ryzykownymi. Widać to także po aktywach funduszy inwestycyjnych.

DS: Od początku kryzysu minął już jednak ponad rok. Czy da się zauważyć obecnie większy optymizm wśród inwestorów?

JW: To zależy, których inwestorów. Sam wzrost indeksu WIG nie oznacza, że wszystkie grupy inwestorów wróciły na rynek akcji. Wzrosty mogą występować nawet przy mizernych obrotach – wystarczy, że zabraknie sprzedających. Na rynku międzybankowym widać, że od kwietnia zaczęli wracać inwestorzy zagraniczni. Oni się pojawili i na rynku papierów skarbowych, i na rynku walutowym. Zresztą, w podobnym czasie nastąpił także dołek na giełdzie.

Jeśli chodzi o zwykłych Kowalskich – wrócili oni w umiarkowanym stopniu, co widać po zainteresowaniu jednostkami funduszy inwestycyjnych. Przestali oni wprawdzie uciekać z rynku, ale nie widać dużego napływu. Patrząc historycznie na kilka minionych bess, okres takiego marazmu bez napływu kapitału od przeciętnych inwestorów trwa co najmniej rok.

■ **Polacy przestali masowo brać kredyty - a jeśli już, to biorą je z przyczyn płynnościowych, a nie na spekulację**

DS: Jak rozkłada się skłonność do ryzyka wśród różnych grup konsumenci-

JW: Największą tolerancję ryzyka widać wśród osób młodych oraz pracujących w sektorze finansowym. Istnieją jednak także grupy społeczne, zachowujące się ostrożniej – one nie miały szansy nabyć wiedzy o rynkach finansowych ani w szkole, ani w pracy, stąd zarządzanie kapitałem sprowadza się u nich do operowania lokatami, kredytami i ewentualnie jednostkami funduszy inwestycyjnych. Warto zaznaczyć, że podejście do ryzyka jest w dużej mierze determinowane przez poziom

lokaty długoterminowe lub inne mało płynne aktywa, zamrażając w ten sposób pieniądze na dłuższy czas. Dlatego teraz spora część inwestorów w ogóle nie rozważa powrotu na giełdę – po prostu nie mają oni na razie wolnych środków.

DS: A jak kryzys odbił się na poziomie konsumpcji przeciętnego Kowalskiego? Zbliża się okres świąteczny i poziom konsumpcji Polaków może teraz zaważyć o istnieniu niektórych przedsiębiorstw.

JW: Konsumpcja jest uzależniona przede wszystkim od tego, jak oceniamy naszą własną przyszłość, a w szczególności stabilność naszego zatrudnienia. Rynek pracy w Polsce przeszedł dość gwałtownie z silnego rynku pracownika (kiedy to pracownik dyktował warunki, a firmy praktycznie były się o pracowników) do rynku pracodawcy. Stało się to bardzo szybko – w okresie między końcem lata 2008 r. a grudniem 2008 r. Nagle okazało się, że zakłady pracy przestają zatrudniać nowe osoby – i to był prawdziwy szok dla konsumentów. Na szczęście zwolnienia w Polsce nie były bardzo liczne – w rezultacie jeden z największych światowych kryzysów gospodarczych Polska przechodzi przy stosunkowo niskiej stopie bezrobocia (wartość w okolicach 11-12% jest niska, biorąc pod uwagę 20 lat funkcjonowania wolnego rynku).

Niemniej jednak, kryzys wywołał wzrost niepewności zatrudnienia, co z kolei spowodowało zmianę przyzwyczaję. Po pierwsze, przestaliśmy masowo brać kredyty – jeśli już, to bierzemy je z przyczyn płynnościowych, w żadnym wypadku na spekulację. Rzadko kto podejmuje się długoterminowych zobowiązań, np. w postaci kredytu mieszkaniowego. Natomiast sama konsumpcja się ustabilizowała. Konsumenci odwrócili się od dóbr droższych, luksusowych – odkładają ich zakup na później. Oczywiście osoby o gorszym statusie materialnym nabywają po prostu dobra gorszej jakości – widać przesunięcie w stronę sklepów dyskontowych.

DS: Czy niepewność zatrudnienia jest uzasadniona? Czy fala bankructw przedsiębiorstw jest jeszcze przed nami?

JW: W Polsce de facto nie zaobserwowano fali upadłości przedsiębiorstw. Oczywiście bankructw jest ostatnio więcej, jednak ten wzrost nie jest znaczący. Zresztą – kto miałby bankrutować? Eksporterzy, mimo spadku ilości zamówień, zachowali rentowność dzięki osłabieniu złotego. Oni muszą się restrukturyzować, trzymać koszty w ryzach, ale nie muszą upadać. Popyt wewnętrzny się nieco poprzesuwał, ale ogólnie w gospodarce nie odnotowujemy znacznego spadku konsumpcji. ➤

DS: Które branże ucierpiały najbardziej w czasie kryzysu?

JW: Najbardziej stracili ci importerzy, którzy odczuli wzrost własnych cen i jednocześnie spadek popytu na swoje produkty. Najlepszym przykładem jest branża odzieżowa, w której koszty wzrosły często o kilkadziesiąt procent – a taki skok jest dość ciężko przetrwać. Z jednej strony firmy odzieżowe miały wzrost czynszów w euro oraz wzrost kosztów sprowadzanych towarów, a z drugiej strony spadła ich sprzedaż. Jedynym pozytywnym aspektem kryzysu był fakt, iż łatwiej było zatrudnić mniej wymagających pracowników.

Dotknięci zostali także eksporterzy poprzez spadek obrotów – jednak sporej części z nich pomagał kurs złotych. Dzięki konkurencyjności swoich wyrobów, mogli oni poszukiwać nowych rynków zbytu poza granicami kraju.

Dla mnie hossa ma miejsce wtedy,

gdy wzrosty są uzasadnione fundamentalnie

- a w Polsce takiej hossy jeszcze nie ma”

DS: Na określenie obecnej sytuacji coraz częściej używa się słowa „hossa”. Czy nie sądzi Pan, że jest to jeszcze słowo na wyrost?

JW: Odpowiedź na to pytanie sprowadza się do określenia definicji hossy. Technicznie rzecz biorąc, możemy powiedzieć, że hossa już ma miejsce, ponieważ nastąpił co najmniej trzymiesięczny wzrost cen o kilkanaście procent. Dla mnie jednak hossa ma miejsce dopiero wtedy, gdy na rynek powraca nie tylko jedna grupa inwestorów, lecz gdy wzrosty są fundamentalnie uzasadnione – firmy polepszają swoje wyniki, itp. Takiej hossy na pewno jeszcze nie ma. Akcje nie są popularnym produktem i nie ma zwiększonego prawdopodobieństwa, że będą w najbliższym terminie stabilnie rosły. Dla mnie jest to póki co okres pospadekowego marazmu, w którym nastąpiło odbicie. Wynikało one po części z faktu, że w pierwszym kwartale dyskontowaliśmy dużo większe spadki niż te, które faktycznie nastąpiły. Jednak to jest dopiero odregulowanie możliwego czarnego scenariusza, a nie powrót do stabilnych wzrostów.

Być może hossa na rynkach surowców jako powrót bardziej fundamentalnego popytu będzie trwała dłużej, ze względu chociażby na popyt ze strony Chin. Jednak podobnej sytuacji na polskiej giełdzie jeszcze nie widać. Po kilku wzrostowych miesiącach może nadejść czas, w którym dynamika cen nie będzie dla posiadaczy akcji satysfakcjonująca.

DS: A propos czarnych scenariuszy: pojawiają się także głosy mówiące o tym,

że to jeszcze nie koniec spadków. Wszak amerykańska gospodarka jest napędzana publicznymi wydatkami, co może sprawiać, że jest to kolos na glinianych nogach.

JW: Ja optuję za scenariuszem, który mówi, że świat się nam po prostu zmienił. Zmienia się definicja wzrostu gospodarczego, rozumianego w kategoriach ostatnich dwudziestu lat. Wtedy bowiem panował model: Amerykanie zadłużają się, stanowią znaczącą siłę konsumpcyjną na świecie, a cały świat buduje swoją potęgę na eksporcie do USA. Według mnie dotarliśmy już do granicy możliwości zadłużania się Stanów Zjednoczonych – tam przeciętne gospodarstwo domowe jest zadłużone na ponad 100% rozporządzalnego dochodu, a w ostatniej fazie kredyty dostawały osoby, które nigdy nie powinny ich otrzymać (co pokazuje, że

funkcjonowania rynków i zmieniły się oczekiwane stopy zwrotu. Zaobserwujemy więc walkę, na celu której będzie redefinicja wielu rynków. Chinom łatwiej się redefiniować ze względu na duży popyt wewnętrzny i fakt funkcjonowania tego kraju jako taniej fabryki świata. Jednak w Polsce dużo trudniej o taką redefinicję, bo trudno oczekiwać, że np. przy słabym eksporcie do Niemiec nasz kraj zacznie eksportować do Chin – nie jesteśmy konkurencyjni.

DS: Niedawno świat obiegła informacja o podniesieniu stóp procentowych przez bank centralny Australii. Czy jest szansa, że inne kraje pójdą niedługo w ślady Australii?

JW: Ze względu na kryzys, a w zasadzie kilka kryzysów (na rynku nieruchomości, w sektorze bankowym, potem na rynkach finansowych i w końcu kryzys gospodarczy), banki zdecydowały się na znaczące obniżki stóp procentowych, w okolice zera. Dodatkowo zaczęto stosować tzw. quantitative easing (polegający na wpuszczaniu w gospodarkę dodatkowej gotówki poprzez wykup aktywów). W tę praktycznie ultrałagodną politykę pieniężną weszło kilka ważnych gospodarek świata: Stany Zjednoczone, Wielka Brytania, Euroland, Szwajcaria oraz oczywiście Japonia, która prowadzi taką politykę od dawna. Pozostałe kraje też postawiły na bardzo łagodną politykę pieniężną, obniżając stopy procentowe. W Polsce mamy najniższą stopę procentową w historii przy wcale nie najniższej inflacji w historii.

Ponieważ jednak skutki kryzysu nie rozkładają się we wszystkich gospodarkach jednakowo, to różne kraje w różnym momencie mogą zdecydować się na wyjście z tej polityki (dotychczas zrobiły to Australia

Model wzrostu państw europejskich

i sporej części świata ulegnie redefinicji

Jeśli chodzi o czarne scenariusze – ja mówiłbym tu bardziej o marazmie na giełdach, który przeciągnie się na co najmniej kilka miesięcy. W Polsce sytuacja jest dużo lepsza niż w Stanach Zjednoczonych, ponieważ możemy liczyć na wzrost gospodarczy, a firmy mają większe szanse polepszać swoje wyniki. Zresztą, w USA mamy kuriozalną sytuację – giełdy amerykańskie tak naprawdę nie odzwierciedlają stanu gospodarki amerykańskiej, lecz stan gospodarki światowej – wszak sporo amerykańskich firm ma znaczącą część swoich przychodów ze świata, a nie z USA. A świat ten, zwłaszcza Chiny, może sobie dużo lepiej radzić.

Podsumowując – nie wierzę w czarny scenariusz, jednak nie widzę powrotu do scenariusza, który był. Zmienił się model

i Izrael). O ile gwałtowność kryzysu sprawiła, że wszystkie banki centralne praktycznie naraz zaczęły stosować łagodną politykę pieniężną, to o wyjściu z niej będzie decydował stan poszczególnych gospodarek.

W Polsce sytuacja będzie ciekawa, ponieważ w przyszłym roku spadnie nam inflacja z powodu efektów bazowych. Realna stopa procentowa może się więc zwiększyć, ale nie z tytułu jej podwyżki, lecz właśnie z tytułu spadku inflacji. W dodatku złoty zacznie się umacniać, co jest adekwatne do podwyżek stóp procentowych. W rezultacie – mimo stałej stopy procentowej – będziemy mogli obserwować zacieszanie polityki pieniężnej. Oznacza to, że w Polsce podwyżki stóp mogą nastąpić stosunkowo późno. ■



TFI W DOBIE KRYZYSU ANTIDOTUM CZY PRZEKLEŃSTWO POLSKICH INWESTORÓW?

Od 2003 roku warunki dla rozwoju Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych były niezwykle sprzyjające. Nowe TFI wyrastały jak grzyby po deszczu (po kilkanaście w roku), bardzo wysoka była też dynamika wzrostu aktywów netto funduszy inwestycyjnych. Czy sytuacja zmieniła się w czasie kryzysu?

PAULINA KUPIS
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

Po nieznacznym zahamowaniu procesu transformacji oszczędności z sektora bankowego do funduszy inwestycyjnych, które nastąpiło w 2004 roku, korzystna koniunktura na rynku akcji rok później uatrakcyjniła inwestycje w fundusze. Wartość aktywów netto wzrosła w tym czasie blisko dwukrotnie (z 23,85 mld PLN do 61,28 mld PLN)

. Największą, choć słabnącą popularnością cieszyły się fundusze obligacji, ustępując nieśmiało miejsca bardziej agresywnym funduszom hybrydowym, które okazały się największym beneficjentem (ponad trzydziestoprocentowy wzrost udziału w rynku) analizowanego okresu. Rok 2005 przyniósł także 5 debiutów, dwa z nich (Opera TFI i Investors TFI) są pierwszymi funduszami, których uczestnikami stały się osoby fizyczne.

Rok następny nie przyniósł raptownych zmian. Wartość aktywów netto wzrosła do 98,8 mld PLN, dynamika wzrostu utrzymała się na podobnym, około sześćdziesięcioprocentowym poziomie. Królowały fundusze hybrydowe, natomiast inwestorzy wykazywali rosnącą skłonność do ryzyka, czego najlepszym dowodem był ponad dwukrotny wzrost udziału w rynku funduszy akcyjnych. Taką tendencję obserwowaliśmy jeszcze do połowy 2007 roku, kiedy to dynamika

wzrostu aktywów netto zdecydowanie wyhamowała, a pierwsze zawirowania na giełdzie zachęciły inwestorów do nieco bezpieczniejszych inwestycji. Ale pierwsze sygnały kryzysu płynące zza oceanu nie dotknęły wcale polskiego rynku TFI.

Wręcz przeciwnie. Rok 2007 był rekordowy pod względem wydanych przez Komisję Nadzoru Finansowego zezwoleń – działalność rozpoczęło siedem nowych TFI. Rok ten upłynął także pod znakiem funduszy parasolowych, które zyskały olbrzymią popularność.

Jednakże to, czego obawialiśmy się najbardziej, okazało się nieuniknione. Kryzys, który rozpoczął się w 2007 roku na rynku amerykańskich kredytów hipotecznych, po niespełna roku miał już wymiar globalny. Uciezka za granicę gorącego pieniądza, a także załamanie się trendu wzrostowego akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie silnie uderzyły w polski rynek kapitałowy, w tym także w rynek funduszy inwestycyjnych. Można pokusić się o stwierdzenie, że rok 2008 był w zasadzie przełomowy dla rynku TFI.

Przyniósł on ze sobą czas posuchy, który znalazł pełne odzwierciedlenie w liczbach. Inwestorów ogarnął strach, który przyćmił występującą zazwyczaj w duecie chciwość. Przełożyło się to na utrzymujące się od blisko półtora roku ujemnie saldo nabyć i odkupień

tytułów uczestnictwa. Dodatkowo salda w wybranych miesiącach są natomiast rezultatem jednorazowych operacji przeprowadzanych pomiędzy instytucjami finansowymi zarządzającymi aktywami finansowymi wewnątrz grupy kapitałowej i nie obrazują rzeczywistych nastrojów inwestorów. Polacy w dalszym ciągu więcej środków wypłacają niż wpłacają do funduszy, jednakże już zdecydowanie spokojniej.

Rynek TFI zмага się również z obniżoną w porównaniu z pierwszą połową dekady wartością aktywów netto (WAN). To właśnie na początku 2008 roku nastąpił pierwszy od dziewięciu lat spadek wartości aktywów netto. Blisko czterdziestoprocentowy spadek (z 133,8 mld PLN do 73,7mld PLN) był z pewnością najgwałtowniejszy w ciągu 16 lat funkcjonowania funduszy. Zniżki były silnie skorelowane z wyceną akcji na GPW. Największe spadki WAN odnotowano w styczniu i w październiku, a zatem wtedy, kiedy na warszawskim parkiecie miały miejsce największe przeceny. Natomiast w grudniu zanotowano pierwszy po dłuższej przerwie wzrost i ta tendencja utrzymuje się do chwili obecnej. Analitycy dość optymistycznie patrzą w przyszłość. Ich zdaniem najgorsze już za nami. Według przedstawicieli Izby Zarzą-

dzającej Funduszami i Aktywami (IZFiA), zakończymy rok z wartością aktywów netto funduszy na poziomie ok. 95-100 mld PLN.

Kryzys zdaje się natomiast wcale nie zniechęcać do działania na rynku TFI. W ubiegłym roku (a był on z pewnością najgorszy w ostatnich latach) zgodę Komisji Nadzoru Finansowego na zarządzanie funduszami inwestycyjnymi otrzymało aż sześć podmiotów. Jeden z nich - Quercus TFI – jest pierwszym towarzystwem, którego akcje znalazły się w obrocie giełdowym – od września walory notowane są na rynku NewConnect.

Można pokusić się o stwierdzenie, że fundusze całkiem dobrze radzą sobie w niesprzyjających warunkach. Wiele z nich osiąga pokaźne zyski. W pierwszym półroczu bieżącego roku największe stopy zwrotu osiągnęły polskie fundusze inwestujące w akcje zagranicznych firm. Czynnikiem sprzyjającym był korzystny kurs walutowy. W pierwszej dziesiątce znalazły się fundusze inwestujące w akcje firm z krajów wschodzących. W pierwszym półroczu 2009 roku liderem był Millenium SFIO Funduszy Zagranicznych Subfundusz BRIC ze stopą zwrotu 57,6%, niewiele tylko ustępując miejsca funduszowi Allianz Globalny SFIO Subfundusz Allianz BRIC (stopa zwrotu 56,2%)

Powody do zadowolenia powinni mieć także zarządzający funduszami akcji polskich małych i średnich spółek. W ubiegłym półroczu niekwestionowanym liderem był Allianz FIO Subfundusz Allianz Akcji Małych i Średnich Spółek (stopa zwrotu 41,8%). Należy pamiętać, że akcje małych i średnich spółek są bardzo podatne na wszelkie zmiany w gospodarce. Bardzo szybko reagują na jej hamowanie, ale najmniejszy nawet wzrost równie szybko znajduje tam swoje odzwierciedlenie. A zatem w najbliższym okresie należy oczekiwać jeszcze wyższych stóp zwrotu.

Warto też wspomnieć o nieco bezpieczniejszej formie inwestycji, jaką jest zakup jednostek uczestnictwa funduszy mieszanych. Fundusze te cechuje niższy udział akcji w portfelu, co ogranicza ryzyko inwestycji, ale także i potencjalną stopę zwrotu. Liderem jest tutaj fundusz parasolowy ING Parasol FIO Subfundusz Selektywny Plus ze stopą zwrotu 21,2%. W czołówce tej grupy funduszy znalazły się także aż dwa tzw. aktywnej alokacji, które cechuje relatywna elastyczność w doborze strategii inwestycyjnej. Do tej pory patrzono na nie nieprzychylnie, ale wyniki ostatnich miesięcy z pewnością to zmieniają.

Liczy odzwierciedlają nastroje panujące wśród inwestorów. Mimo iż w dalszym

ciągu chętniej niż fundusz wybierzemy lokatę bankową, to nasze nastawienie do ryzyka stopniowo się zmienia. Obniża się awersja do ryzyka. Wzrosty na giełdzie i towarzyszący im optymizm, że najgorsze jest już za nami, znajdują odzwierciedlenie w naszych preferencjach inwestycyjnych. Z badań przeprowadzonych w połowie bieżącego roku, wynika, że najchętniej inwestujemy w lokaty bankowe i fundusze rynku pieniężnego, w dalszej kolejności w akcje, fundusze akcji oraz instrumenty zabezpieczające przed spadkami, czyli np. produkty strukturyzowane. Obligacje, fundusze surowcowe czy fundusze nieruchomości cieszą się już zdecydowanie mniejszym zainteresowaniem. Rośnie zainteresowanie inwestycjami w akcje i fundusze surowcowe, a spada popyt na instrumenty zabezpieczające przed ryzykiem oraz lokaty bankowe. Wyraźnie wskazuje to na rosnącą skłonność do ryzyka, choć portfel przysłowiowego Kowalskiego nadal ma charakter umiarkowany.

A co, jeżeli chodzi o same fundusze inwestycyjne?

Otóż tendencja, jeśli chodzi o udział w rynku poszczególnych typów funduszy jest w zasadzie od wielu lat niezmienna. Prym wiodą fundusze mieszane, ustępując nieznacznie miejsca funduszom akcji. W dalszej kolejności plasują się fundusze obligacji oraz fundusze rynku pieniężnego. Proporcji tej nie zaburzyły nawet zawirowania giełdowe. O ile jednak jeszcze przed rokiem mogliśmy zaobserwować rosnący udział w rynku bezpiecznych funduszy obligacji skorelowany ze spadkiem funduszy akcji, tak teraz obserwujemy tendencję odwrotną. Fundusze obligacji były z pewnością największymi beneficjentami ubiegłego roku. Do wzrostu ich pozycji rynkowej oprócz awersji do ryzyka przyczynił się w dużej mierze fakt przeniesienia instrumentów dłużnych o znaczącej wartości ulokowanych w ubezpieczonych funduszach kapitałowych jednego z towarzystw ubezpieczeniowych do funduszy inwestycyjnych z tej samej grupy kapitałowej.

Dystrybutorzy funduszy starają się wykrzesać to drobne ożywienie. I tak od lipca pośrednicy, nie będący bankami ani domami maklerskimi, przed sprzedażą jednostek uczestnictwa badają poziom wiedzy klienta o inwestowaniu oraz poziom akceptowanego przez niego ryzyka. W przypadku odmowy lub niezgodności profilu inwestycyjnego z profilem funduszu, klient podpisuje oświadczenie, że składa zlecenie z własnej inicjatywy. Rozwiązanie to ma zwiększyć zaufanie potencjalnego inwestora do instytucji pośredniczącej, a pośrednio także i do inwestycji. ■



SPÓŁKI ODPOWIEDZIALNE SPOŁECZNIE PILNIE POSZUKIWANE

Już wkrótce do indeksów Giełdy Papierów Wartościowych dołączy indeks spółek odpowiedzialnych społecznie – RESPECT Index. Realizatorami, a jednocześnie pomysłodawcami projektu, są: Giełda Papierów Wartościowych, miesięcznik „Forbes”, firma konsultingowa Deloitte i spółka Kulczyk Investments. Celem wspólnego przedsięwzięcia jest promowanie najwyższych standardów odpowiedzialnego biznesu.

KATARZYNA GRUSZKA
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

CSR a SRI

Kryzys ujawnił wiele niedoskonałości polskich spółek, między innymi późne informowanie o potencjalnych zagrożeniach związanych z opcjami walutowymi, a w najgorszym przypadku ukrywanie strat z tych opcji przed inwestorami. A ci szczególnie nie lubią być okłamywani. Bardzo łatwo zrazić do siebie inwestorów, a na zdobycie ich zaufania trzeba pracować latami, niejednokrotnie udowadniając, że nie zysk, a dobre relacje inwestorskie, czystość środowiska czy dobro społeczne są ważniejsze. Maksyma business is business często jest usprawiedliwieniem dla menedżerów i ich postępowania, ale nie zawsze odpowiada to konsumentom czy inwestorom.

Robiąc codzienne zakupy, dokonujemy

wyboru, maksymalizując swoją użyteczność. Inwestowanie odpowiedzialne społecznie (SRI – Socially Responsible Investing) polega natomiast na tym, aby przy wyborze danej spółki oprócz oczekiwanych zysków wziąć pod uwagę także aspekty etyczne. Inwestorzy nie odrzucają zysku jako kryterium wyboru inwestycji, ale preferują firmy, których praktyki korporacyjne są przyjazne środowisku, które dbają o relacje z klientami, pracownikami i dostawcami oraz zapewniają jakość i bezpieczeństwo produktów i usług. Niektóre gałęzie przemysłu można wówczas całkowicie wykluczyć z koszyka inwestycyjnego - przemysł alkoholowy, tytoniowy, zbrojeniowy lub hazard, inne natomiast zależą od indywidualnej oceny inwestora.

Spółki powoli dostrzegają istotę odpowiedzialnego społecznie biznesu (CSR – Corporate Social Responsibility), który

dotychczas był jedynie działalnością promocyjną firmy, i wdrażają strategie, które maksymalizują zarówno zyski finansowe, jak i społeczne. Odpowiedzialność społeczna staje się filozofią prowadzenia i podnoszenia wartości organizacji w długim horyzoncie czasowym. Spółki o zrównoważonym rozwoju są doceniane przez wielu inwestorów, a tworzone indeksy, w skład których wchodzi przedsiębiorstwa ze strategią opartą na systemie wartości, ułatwiają im wybór. Najbardziej znane indeksy to Dow Jones Sustainability utworzony w 1999 roku, oraz działający od 2001 roku FTSE4-Good.

Metodologia indeksu

Inwestowanie w polskie spółki odpowiedzialne społecznie ułatwi RESPECT Index, który jest odpowiedzią na zapotrzebowanie ze strony inwestorów. Jednak nie tylko



oni skorzystają z nowego rankingu; przede wszystkim spółki, które wejdą w jego skład, zyskując na prestiżu i mając dodatkową reklamę. Poprzeczka dla tych spółek została postawiona dość wysoko, muszą bowiem spełnić kilka kryteriów oceny: ekonomiczne, społeczne i ekologiczne. Największą wagę w procesie wyboru spółek mają aspekty związane z zarządzaniem, czyli ład korporacyjny i relacje inwestorskie.

Pierwszym etapem selekcji jest ankieta skierowana do spółek, których akcje są notowane na głównym parkiecie Giełdy Papierów Wartościowych, z wyłączeniem spółek zagranicznych. Kilkadziesiąt pytań zostało przygotowanych w oparciu o międzynarodowy standard Global Reporting Initiative. Otrzymane odpowiedzi zostaną poddane weryfikacji przez audytora projektu, którym została firma Deloitte oraz przeanalizowane i przeliczone w wyniku czego powstanie RESPECT Ranking firm wraz z punktacją. To coroczne badanie wyłoni etyczne spółki, a najwyższe ocenione utworzą RESPECT Index. Lista uczestników indeksu i zapowiedzi zmian będą publikowane na stronie internetowej GPW. Polski indeks

spółek odpowiedzialnych społecznie będzie indeksem dochodowym, uwzględniającym dochody z dywidend i praw poboru, a jego wartość będzie przeliczana dwa razy dziennie.

Dane bazowe indeksu

Datą bazową obliczania indeksu jest 31 grudnia 2008 roku, natomiast wartość bazowa wynosi 1000 punktów. Kapitalizację bazową poznamy w dniu ogłoszenia pierwszego RESPECT Rating.

Formuła obliczania indeksu:

$$\text{RESPECT Index (t)} = \frac{M(t)}{M(0) * K(t)}$$

gdzie:

M(t) – kapitalizacja portfela indeksu na sesji „t”

M(0) – kapitalizacja portfela indeksu w dniu bazowym

K(t) – wartość współczynnika korygującego na sesji „t”

Obliczanie współczynnika korygującego K(t) ma na celu zachowanie ciągłości wartości indeksu RESPECT Index. Podczas re-

wizji rocznej lub korekty nadzwyczajnej jest obliczany na podstawie poniższego wzoru:

$$K(t+1) = \frac{M(t^*)}{M(t)} * K(t)$$

gdzie:

M(t*) – kapitalizacja portfela indeksu po rewizji lub korekcie nadzwyczajnej

M(0) – kapitalizacja portfela indeksu przed rewizją lub korektą nadzwyczajną

K(t) – wartość współczynnika korygującego na sesji „t”

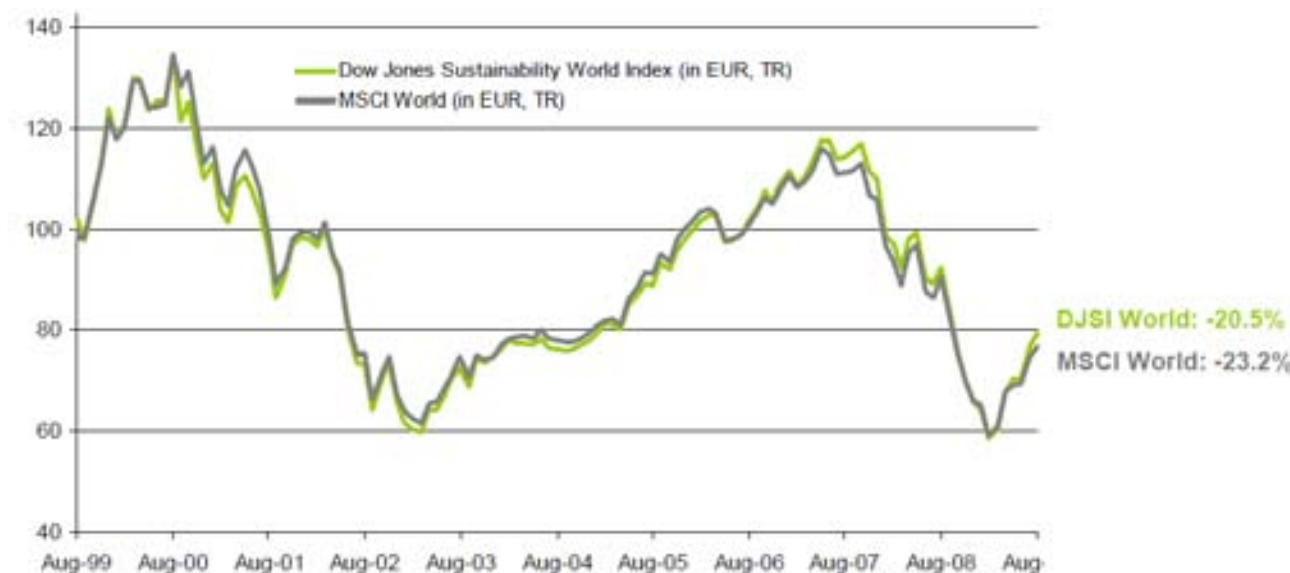
Udział akcji jednej spółki w portfelu indeksu nie może przekroczyć 10%, z wyjątkiem sytuacji, gdy liczba uczestników RESPECT Index będzie mniejsza niż 20. Wtedy udział akcji jednej spółki będzie ograniczony do 25%. Nie istnieją natomiast ograniczenia ze względu na sektor. Coroczna rewizja portfela indeksu przeprowadzana będzie w ostatni piątek listopada w celu zmiany listy uczestników indeksu. Przewidziano także korekty nadzwyczajne, polegające na usunięciu spółki z listy uczestników indeksu w przypadku, gdy jej akcje zostaną wykluczone z obrotu giełdowego.

Zarówno zmian okresowych na podstawie RESPECT Ratingu za ostatni rok, jak i zmian nadzwyczajnych dokonuje Komitet Indeksowy, który sprawuje nadzór nad bieżącą metodologią indeksu oraz proponuje kierunki jej rozwoju. Z kolei nad całością projektu czuwać będzie Komitet Sterujący, składający się z przedstawicieli organizatorów i Rady Naukowej. Skład Rady Naukowej stanowi niezależne grono autorytetów nauki i ekonomii, wśród których znaleźli się profesorowie Szkoły Głównej Handlowej: prof. dr hab. Aleksandra Dulinić i prof. dr hab. Piotr Płoszajski oraz przewodniczący Rady naukowej NBP prof. dr hab. Alojzy Z. Nowak.

SRI a tradycyjne formy inwestowania

Bazując na wynikach spółek odpowiedzialnych społecznie, wchodzących w skład zagranicznych indeksów FTSE4Good i DJSI, możemy porównać ich wyniki z głównymi indeksami. Należy tylko wziąć pod uwagę, że metodologia doboru spółek i ilość watorów wchodzących w skład każdego z indeksów są różne. Obecnie w skład FTSE4Good Global Index wchodzi ponad 700 spółek z całego świata, natomiast do uczestników Dow Jones Sustainability World Index należy tylko 317. Wśród DJSI World znajdują się organizacje spełniające kryteria ekonomiczne, społeczne i środowiskowe. Z kolei kryteria oceny spółek FTSE4Good obejmują szerszy zakres działalności organizacji – nie tylko ochronę środowiska, kwestie społeczne i relacje z interesariuszami, ale także przestrzeganie praw człowieka.

Wyniki DJSI World od czasu utworzenia w 1999 roku.



Źródło: Dow Jones Sustainability Indexes, www.sustainability-indexes.com



Źródło: FTSE, the index company, www.ftse.com

Wykresy pokazują, że strategia inwestowania w firmy osiągające etyczne zyski przynosi podobne lub nawet wyższe zwroty z inwestycji niż w przypadku tradycyjnego sposobu inwestowania. Coraz więcej inwestorów jest skłonnych zaufać firmom ze strategią opartą na określonym systemie wartości, która przedkłada zrównoważony rozwój nad krótkoterminowy ryzykowny zysk. Badania Eurosif wykazały, że wielkość tych inwestycji osiągnęła w 2008 roku 17,5% zarządzanych w Europie aktywów. Tworząc indeks odpowiedzialnych społecznie firm, Polska wychodzi naprzeciw zapotrzebowaniu

ze strony inwestorów, którzy nie muszą być stratni ze względu na wybór odpowiedzialnego inwestowania. Wiarygodność i prestiż indeksu zachęci też firmy, które obecnie nie mogą sprostać wymogom wejścia w skład indeksu, do ich spełnienia w przyszłości. Indeks, pierwszy tego typu w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, jest więc świetnym narzędziem promocji kwestii dotyczących środowiska, spraw społecznych i ładu korporacyjnego na polskim rynku.

Pierwsze notowania jeszcze tej jesieni

Termin nadsyłania ankiet przez spół-

ki, które zgłosiły się do projektu upłynął 12 sierpnia. Do kolejnego etapu, czyli weryfikacji przez audytora Deloitte przeszło 118 spółek, co stanowi ponad 1/3 wszystkich spółek krajowych notowanych na GPW. Odpowiedzialność społeczna biznesu nie jest więc obca dla polskich przedsiębiorstw, chociaż proces wdrażania strategii, które uwzględniają CSR są czasochłonne i wymagają wielu wyrzeczeń. Skład RESPECT Indeks zostanie ogłoszony jeszcze tej jesieni. Mijamy nadzieję, że inwestowanie w etyczne przedsięwzięcia nie będzie jedynie chwilową modą, lecz długotrwałą troską o dobro społeczne. ■



CO MA FOREX DO SUROWCÓW? CZYLI SŁOWO O COMMODITY CURRENCIES

We współczesnej gospodarce żaden rynek nie funkcjonuje w pełnym oderwaniu od innych rynków. Rynek surowcowy nie jest wyjątkiem – jego analiza byłaby niepełna bez przyjrzenia się kursom niektórych walut. Inwestorzy powinni zwrócić szczególną uwagę na tzw. commodity currencies, czyli waluty, które – jak sama nazwa wskazuje – są ściśle powiązane z rynkiem surowcowym.

DOROTA SIERAKOWSKA
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL

Commodity currencies – czyli co?

Do tzw. commodity currencies zalicza się waluty krajów, w których znaczną część wartości eksportu stanowią surowce. Do tego opisu pasuje wprawdzie bardzo wiele państw, jednak największą uwagę zwraca się na trzy waluty: kanadyjskiego, australijskiego i nowozelandzkiego dolara. Jako że w każdej z tych nazw pojawia się dolar, cała trójka bywa czasem określana skrótem „comdolls” (od commodity dollars).

Ze względu na to, że gospodarki Kana-

dy, Australii i Nowej Zelandii są w dużym stopniu uzależnione od sytuacji na rynkach surowcowych, zmiany cen poszczególnych towarów mogą wpływać na kursy lokalnych walut. Gdy rośnie cena kluczowego dla danej gospodarki surowca, zazwyczaj przekłada się to na aprecjację waluty danego kraju. To zaś prowadzi do spadku opłacalności eksportu i zarazem do większej konkurencyjności dóbr importowanych. W ten sposób ze wzrostu cen danego surowca mogą skorzystać nie tylko jego producenci, lecz także krajowi konsumenci. Taka sytuacja zmniejsza też cykliczność przychodów producentów (i często zarazem eksporterów) surowców, któ-

rym aprecjacja lokalnej waluty często nie jest na rękę.

Currency commodities, czyli akcja i reakcja

Opisany powyżej scenariusz dotyczy jedynie efektów, jakie wywiera na gospodarkę danego kraju. Związek pomiędzy wzrostem cen surowców a aprecjacją lokalnej waluty Jednak zależność ta ma szczególne znaczenie wtedy, gdy określony kraj jest na tyle znaczącym producentem danego surowca, że może wpływać na światowy poziom jego cen. W takim przypadku wzrost cen danego surowca, który prowadzi do aprecjacji waluty danego kraju, wpływa następnie na

ograniczenie eksportu tego surowca – to zaś wiąże się z ograniczeniem jego podaży i – co za tym idzie – wzrostem jego ceny. W ten sposób nakręca się spirala wzrostu cen danego surowca.

Dla podkreślenia wzajemnej symetrycznej zależności pomiędzy ceną danego surowca a kursem lokalnej waluty powstało określenie currency commodity. Odnosi się ono do surowców, których ceny są determinowane przez zmiany wartości lokalnych walut. W praktyce więc rynki surowcowe i walutowy są ze sobą ściśle powiązane i nie można analizować jednego z nich w oderwaniu od drugiego.

Ropa naftowa i dolar kanadyjski

O obecnym znaczeniu ropy naftowej w światowej gospodarce świadczyć może fakt, iż surowiec ten jest nazywany czarnym złotem oraz krwią współczesnego przemysłu. Surowiec ten jest niezwykle istotny dla gospodarki kanadyjskiej, ponieważ kraj ten posiada drugie pod względem wielkości zasoby ropy naftowej na świecie¹ – tuż po Arabii Saudyjskiej. Kanada plasuje się także na drugim miejscu pod względem zużycia tego surowca na jednego mieszkańca (znów za Arabią Saudyjską), ponadto kraj ten jest ważnym producentem (7. miejsce na świecie w 2007 r.), eksporterem oraz importerem ropy.

Szczególnie stosunki gospodarcze w tym zakresie wiążą Kanadę ze Stanami Zjednoczonymi. Kanada importuje bowiem znaczne ilości ropy od swojego południowego sąsiada i przetwarza je w swoich rafineriach. Następnie przetworzony już surowiec eksportuje się z powrotem do Stanów Zjednoczonych.

Fakt, że to głównie Kanada zaopatruje Stany Zjednoczone w ropę, wpływa na sprzeczność interesów obu państw, jeśli chodzi o ceny ropy naftowej na światowych rynkach. Wysokie ceny ropy są korzystne dla Kanady, lecz niekorzystne dla Stanów Zjednoczonych – i na odwrót. Odbija się to także na parze walutowej CAD/USD (dolar kanadyjski/dolar amerykański) – gdy ceny ropy są wysokie, kanadyjska waluta zazwyczaj ulega aprecjacji.

Złoto i dolar australijski

Jedną z ważniejszych par walutowych powiązanych z rynkami surowcowymi jest AUD/USD, czyli kurs australijskiego dolara. Waluta ta jest istotna ze względu na fakt, iż surowce kopalne stanowią znaczną część wartości australijskiego eksportu (w 2008 roku było to prawie 40%). Wśród eksportowanych towarów duży udział ma złoto,

1. Wprawdzie pod względem tradycyjnej produkcji ropy Kanada nie znajduje się w światowej czołówce, to jej zasoby są bardzo duże dzięki występowaniu na terenie kraju tzw. piasków roponośnych.

jako że Australia jest jednym z głównych producentów tego kruszcu na świecie. Kurs australijskiej waluty powinien być brany pod uwagę także przy analizowaniu rynku miedzi, niklu, węgla oraz wełny.

Zależność pomiędzy kursem dolara australijskiego a sytuacją na rynkach surowcowych sprawia, że australijska waluta jest szóstą (pod względem wielkości obrotów) najchętniej kupowaną i sprzedawaną walutą na świecie – mimo że PKB Australii stanowi mniej niż 2% światowego PKB. Według obliczeń Banku Rozrachunków Międzynarodowych (Bank for International Settlements, BIS) w 2007 r. od dolara australijskiego bardziej popularne wśród inwestorów były tylko: dolar amerykański, euro, jen, funt brytyjski oraz frank szwajcarski². Co więcej, kurs dolara australijskiego w niewielkim stopniu podlega interwencji ze strony tamtejszego rządu, co sprawia, że jest on wdzięcznym przedmiotem spekulacji.

Dolar nowozelandzki i... indeks CRB

Wartość nowozelandzkiego eksportu ma niebagatelny wpływ na przychody budżetowe Nowej Zelandii. Głównymi towarami eksportowymi tego kraju są produkty rolne i hodowlane – drewno i związane z nim produkty (np. papier), a także mięso, nabiał i ryby. W ostatnich latach coraz większy nacisk kładzie się na industrializację i – co się z tym wiąże – eksport maszyn.

Mimo że ropa naftowa stanowi niewielki ułamek nowozelandzkiego eksportu, to kurs waluty tego kraju wykazuje zadziwiający długoterminowy związek z wartością indeksu CRB (którego struktura opiera się w dużej mierze na surowcach energetycznych, nie zaś rolniczych). W latach 1990-2006 współczynnik korelacji liniowej³ pomiędzy kursem dolara nowozelandzkiego a wartością indeksu CRB wyniósł ponad 0,6 – co oznacza, że między tymi zmiennymi zachodzi dość duża dodatnia zależność.

...nie tylko dolary

Opisane powyżej comdollars stanowią jedynie wierzchołek góry lodowej. Do worka z napisem „commodity currencies” można

2. <http://www.bis.org/publ/rpfxf07t.htm>, 27.10.2009 r.

3. 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.

by wrzucić znacznie więcej walut, ponieważ wiele państw świata opiera swoją gospodarkę na produkcji lub eksporcie surowców. Kraje takie jak Tanzania, Burundi czy Papua Nowa Gwinea, nie należą jednak – delikatnie mówiąc – do potęg gospodarczych świata, a ich waluty nie są na tyle płynne, aby nadawały się do spekulacji.

Spśród mniej popularnych walut, na szczególną uwagę zasługuje waluta Republiki Południowej Afryki – rand – która bywa opisywana jako jedna z czterech głównych commodity currencies, obok wspomnianych trzech comdollars. Kurs południowoafrykańskiej waluty ma duże znaczenie przy analizowaniu rynku metali szlachetnych – RPA jest bowiem światowym liderem pod względem wydobycia platyny (kraj ten odpowiada za około 75% światowej podaży tego metalu). Kraj ten produkuje także spore ilości złota.

Stary pocziwy dolar

Analiza wyżej wymienionych walut może stanowić narzędzie pomocnicze dla inwestorów zainteresowanych rynkiem surowcowym. Nie należy jednak zapominać, że prym na tym rynku wiedzie niezmiennie dolar amerykański, ponieważ to właśnie w tej walucie wyrażane są ceny surowców na światowych rynkach. Oznacza to, że aprecjacja dolara prowadzi – ceteris paribus – do spadku wartości surowców, i na odwrót – osłabianie się amerykańskiej waluty powoduje wzrost ich cen. To sprzężenie zwrotne jest łatwo dostrzegalne – i przypomina inwestorom o tym, że na rynkach surowcowych liczą się nie tylko same surowce. ■



CFD - WALUTY, TOWARY, AKCJE, INDEKSY...

Polski rynek kapitałowy, mimo że okres raczkowania ma już dawno za sobą, nie dostarcza wielu możliwości wymagającym inwestorom. Mankamentów jest wiele, choćby mocno ograniczona liczba instrumentów czy niefunkcjonująca krótka sprzedaż. Z pomocą przychodzi inwestorom platformy transakcyjne oferujące dostęp do tzw. kontraktów różnic kursowych. Stosunkowo niskie wymagania kapitałowe, niewielkie opłaty i dostęp 24 godziny na dobę sprawiają, że instrumenty te są coraz bardziej popularne.

ARTUR SZCZEPKOWSKI
ARTUR.SZCZEPKOWSKI@GAZETATREND.PL

CFD (Contract For Difference) jest pozagiełdowym instrumentem pozwalającym zarabiać na zmianie cen akcji, towarów, kursów walutowych i poziomów indeksów giełdowych. Instrument ten cechuje się wysoką dźwignią finansową, dzięki czemu przy niewielkim depozycie pozwala na osiąganie wysokich stóp zwrotu. Dla instrumentów bazujących na surowcach depozyt zabezpieczający wynosi zazwyczaj 3%, dla kontraktów walutowych jest to nawet 1%, zaś dla instrumentów opartych na akcjach jest to średnio 7-15%. Oznacza to, że aby kupić 1 mln euro inwestor może posiadać jedynie ok. 42 000 zł tytułem zabezpieczenia. Każda zaś zmiana, choćby najmniejsza, notowań instrumentu bazowego przekłada się na mocno zwielokrotnione zyski lub straty. Dla inwestora świadomego ryzyka jest to bardzo komfortowe i sprawia, że zarówno transakcje hedgingowe, jak i spekulacyjne, są stosunkowo tanie i efektywne.

Jedną z głównych zalet kontraktów różnic kursowych jest możliwość stosowania krótkiej sprzedaży, czyli sprzedaży instrumentów, których się w rzeczywistości nie posiada, z przyrzeczeniem ich odkupienia w przyszłości. Dzięki temu istnieje możliwość zarabiania także w okresie spadków cen instrumentów bazowych. Inwestorzy mają tym samym większe możliwości zabezpieczania posiadanych aktywów (np. na rynku kapitałowym), spekulacji, a nawet arbitrażu. Nie bez znaczenia jest także fakt, że rynek CFD jest bardzo płynny, co pozwala na stosowanie wielu skomplikowanych strategii inwestycyjnych.

Warto także zwrócić uwagę na fakt, że przy krótkiej sprzedaży inwestor otrzymuje dodatkowe odsetki za każdy dzień utrzymywania pozycji - pożycza on bowiem kapitał innemu inwestorowi. Odsetki te są zatem dodatkowym źródłem zysku. Odwrotna sytuacja ma miejsce w przypadku zakupu CFD - zajęcia długiej pozycji. Inwestor wtedy płaci odsetki za pożyczanie kapitału, którego nie posiada. Dodatkowe zyski (straty) nie dotyczą inwestorów otwierających i zamykających pozycje w tym samym dniu. Trzeba także pamiętać, że rynek nie działa w weekendy, stąd pozostając z otwartą pozycją,



trzeba liczyć się z koniecznością opłacenia odsetek za kilka dni. W tym samym okresie zyskają osoby posiadające krótkie pozycje.

Mimo istniejących podobieństw i powiązań cen instrumentów bazowych z cenami kontraktów CFD, nie istnieją bezpośrednie wzajemne przepływy pieniężne pomiędzy oboma rynkami. Stąd też zakup kontraktów na akcje spółki nie musi oznaczać zwiększenia popytu na akcje tej samej firmy na giełdzie. Inwestor może zatem wygodnie dokonywać transakcji bez obaw o negatywny wpływ dużych zleceń na kształtowanie się cen instrumentów bazowych. Jedynym ograniczeniem będą zasady obowiązujące na danej platformie, np. co do zaangażowania w konkretny walor. Zasady te określone są przez poszczególne podmioty oferujące dostęp do kontraktów różnic kursowych i określone są zazwyczaj w specyfikacji tych instrumentów.

Oprócz niewątpliwych zalet, CFD posiadają także wady. Są to instrumenty odwzorowujące zmiany cen innych instrumentów. Inwestor zajmujący pozycję na kontrakcie akcyjnym nie staje się właścicielem spółki. Nie posiada zatem praw przysługujących akcjonariuszom, np. prawa głosu na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. Może to rodzić wiele pytań i wątpliwości, przykładowo, co się

dzieje z dywidendami wypłacanymi właścicielom spółek. Otóż są one wypłacane akcjonariuszom, posiadaczom kontraktów CFD nie mają do nich prawa. Zastosowano jednak rozwiązanie, dzięki któremu posiadacz długich pozycji nie są stratni (przynajmniej dywidenda obniża bowiem cenę akcji, dzięki czemu posiadacz krótkich pozycji zyskuje). Otrzymują oni równowartość dywidendy wypłacanej przez spółkę od posiadaczy pozycji krótkich. Tym samym zyski wypłacane akcjonariuszom nie mają większego wpływu na funkcjonowanie rynku CFD.

Kontrakty różnic kursowych oferują dostęp do wielu rynków dotąd niedostępnych dla polskich inwestorów. Nie dziwi zatem szybki wzrost zainteresowania platformami, które je oferują. Najbardziej popularnymi podmiotami na polskim rynku CFD są TMS Brokers oraz X-Trade Brokers. Ostatnio także Saxobank zdobywa spore uznanie wśród inwestorów. Oferowane platformy umożliwiają dostęp do kilku-kilkunastu tysięcy instrumentów i jest to wielokrotnie więcej od oferty warszawskiej giełdy. Na rynku pojawiają się także nowe firmy, z równie ciekawą ofertą. Wzrost konkurencji jest zaś dla inwestorów bardzo pozytywnym sygnałem. Można bowiem oczekiwać, że warunki handlu oraz niezawodność platform będą się poprawiać. ■



ZDOBYWAJ KWALIFIKACJE RAZEM Z NAMI

Szkolimy z zakresu:

zagadnień podatkowych, rachunkowych, finansowych, rachunkowości zarządczej i controllingu oraz zarządzania ryzykiem.

Oferujemy Ci:

kursy zawodowe, studia podyplomowe, szkolenia otwarte i zamknięte, w formie praktycznych warsztatów, ćwiczeń i przykładów (case study).

Zajęcia prowadzone są przez praktyków - ekspertów BDO - wybitnych specjalistów posiadających duże doświadczenie zawodowe, autorów wielu książek, publikacji i opracowań.

www.bdo.pl

Informacje o szkoleniach BDO: tel. +48 22 543 16 00 e-mail szkolenia@bdo.pl

TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

DOŁĄCZ DO REDAKCJI TRENDU

Poszukujemy do współpracy studentów:

- pełnych pozytywnej energii i ciekawych pomysłów
- interesujących się ekonomią
- chcących pracować w studenckim zespole a przede wszystkim...
- zainteresowanych tworzeniem miesięcznika Trend!

Zapraszamy chętnych do pracy w zakresie:

- PR i marketingu
- Grafiki i składu czasopisma
- Zarządzania dystrybucją pisma
- Redagowania artykułów

Dlaczego warto?

W redakcji Trendu możesz:

- zdobyć ciekawe doświadczenia, które zaprocentują w Twojej przyszłej karierze
- zrealizować swoje pomysły i rozwinąć swoje umiejętności
- poznać ciekawych ludzi
- nawiązać interesujące znajomości współpracując z instytucjami finansowymi i medialnymi

Nie musisz studiować w Warszawie - poszukujemy też chętnych z innych miast akademickich

Czekamy głównie na studentów I - III roku kierunków ekonomicznych, ale jeśli studiujesz inny kierunek, to nic straconego - napisz do nas dlaczego to właśnie Ciebie potrzebujemy w naszym zespole!

DOŁĄCZ DO NAS!!

Zgłoszenia przyjmują:
Piotr Niewiadomski - piotr.niewiadomski@gazetatrend.pl
Dorota Sierakowska - dorota.sierakowska@gazetatrend.pl

Wyślij swoje zgłoszenie do 24 listopada!

Napisz w mailu dlaczego chcesz z nami współpracować i krótko się przedstawić (uczelnia, kierunek, rok studiów, ewentualnie doświadczenie).

VI edycja konkursu

EY Financial Challenger

Bądź liderem. Wytycz własną drogę i zacznij poziom wyżej.

Nagroda główna dla zespołu:

24.000 PLN, płatne praktyki w dziale Doradztwa Transakcyjnego oraz szkolenie „Komunikacja w Zarządzaniu”.

Zbierz 3- lub 4-osobowy zespół i zarejestruj go do 27 listopada 2009 r. na www.ey.com.pl/Challenger



ERNST & YOUNG
Quality In Everything We Do

TREND

PIERWSZY W POLSCE BEZPŁATNY
MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

INWESTYCJE



OPCJE EGZOTYCZNE – WPROWADZENIE

Opcje egzotyczne są dosyć rzadko spotykane na rynku instrumentów pochodnych w Polsce. Jednak nie jest to powodem takiego ich nazewnictwa, ponieważ egzotyczność nie polega na mniejszej popularności. Wynika przede wszystkim ze specyficznej budowy tych opcji.

KAMIL GEMRA
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

Termin opcje egzotyczne został po raz pierwszy użyty przez Marka Rubinsteina dopiero w 1990 roku w monografii zatytułowanej „exotic options”. Wcześniej funkcjonowały wprowadzić instrumenty przypominające opcje egzotyczne, jednak z pewnością są one stosunkowo młode. W literaturze opcje egzotyczne określane są na wiele sposobów. Można stwierdzić, iż tak naprawdę nie istnieje jednoznaczna definicja. Wynika to z specyfiki opcji

egzotycznych, które mają indywidualny charakter. To sprawia, że mogą być one dopasowywane do różnych strategii inwestycyjnych poprzez dodawanie różnego rodzaju warunków. Opcje egzotyczne różnią się zatem między sobą wieloma cechami. Opcje tego typu stanowią pewną modyfikację opcji standardowych. Łamana jest tutaj przynajmniej jedna z podstawowych zasad dotycząca daty wygaśnięcia, ceny opcji oraz rodzaju instrumentu bazowego, obowiązującego w tradycyjnych kontraktach opcyjnych. Dlatego przyjmuje się, że opcjami egzotycznymi są wszystkie opcje

nie będące uznawanymi za opcje standardowe. Należy jednak pamiętać, że jest to bardzo ogólne stwierdzenie.

Indywidualny charakter sprawia, iż instrumenty pochodne tego typu praktycznie nie są przedmiotem obrotu na tradycyjnych rynkach giełdowych, lecz handel nimi odbywa się z reguły na rynkach pozagiełdowych. Opcje egzotyczne oferowane są przez duże instytucje finansowe, które są w stanie zawrzeć kontrakt opcyjny na specjalnie wynegocjowanych warunkach z poszczególnymi klientami. ➔

CHCESZ MIEĆ TREND NA SWOJEJ UCZELNI?
NAPISZ MAILA NA REDAKCJA@GAZETATREND.PL

Jednak kontrakty te nie odbiegają w jakiś znaczący sposób od przyjętych ogólnych standardów dotyczących budowy tego typu opcji. Opcje egzotyczne kierowane są przede wszystkim do klientów banków, którzy chcą zapewnić sobie optymalizację strategii inwestycyjnej. W związku z tym nie można mówić o międzybankowym rynku opcji egzotycznych. Pierwsze banki na rynku w Polsce, które zaoferowały opcje egzotyczne swoim klientom to: Citibank Handlowy, BRE Bank oraz BPH. Wynikało to z tego, iż banki te nastawione są na obsługę przede wszystkim klientów korporacyjnych, którzy potrzebują zaawansowanych instrumentów pochodnych.

Opcje egzotyczne można podzielić na wiele rodzajów i typów, co wynika z ich indywidualnego charakteru. M. Ong w swojej pracy „Exotic options” proponuje następujący podział opcji egzotycznych:

- opcje pojedyncze, które posiadają nieciągłą funkcję dochodu;
- opcje elastyczne, dające możliwość wyboru czasu realizacji lub dokładniejszego określenia niektórych parametrów;
- opcje złożone, dla których instrumentem bazowym jest inna opcja;
- opcje nieliniowe - są to opcje, w których czas nie jest zależny liniowo od ceny instrumentu bazowego;
- opcje korelacyjne, w których występuje więcej niż jeden instrument bazowy;
- opcje uwarunkowane, których wartość zależy od kształtowania się cen instrumentu bazowego przez cały czas życia opcji.

Zaprezentowany podział jest uważany za jeden z podstawowych. Posiada on jednak dość istotną wadę. Wiele opcji

egzotycznych nie można przypisać tylko do jednej kategorii.

Inwestorzy, którzy do tej pory nie mieli do czynienia z opcjami egzotycznymi zapewne zastanawiają się, jakie zalety mają te stosunkowo skomplikowane instrumenty pochodne. Główną zaletą opcji egzotycznych jest ich cena. Są one tańsze niż opcje standardowe, a w wielu wypadkach umożliwiają uzyskanie podobnego efektu jak w przypadku zastosowania strategii zbudowanych z połączenia kilku opcji standardowych. Kolejną zaletą jest z pewnością elastyczność tych instrumentów, dzięki czemu lepiej dopasowują się do indywidualnej strategii inwestora. Warto również pamiętać, iż jeżeli inwestor trafnie przewidzi rozwój sytuacji rynkowej, to opcje egzotyczne umożliwią osiągnięcie wyższej stopy zwrotu niż w przypadku standardowych opcji.

Inwestorzy indywidualni często nawet nie zdają sobie sprawy, że pośrednio inwestują w opcje egzotyczne. Instrumenty tego typu są głównie wykorzystywane w konstrukcjach coraz bardziej popularnych produktów strukturyzowanych. Jak wiadomo, „struktury” zbudowane są zazwyczaj z obligacji zerokuponowej oraz odpowiedniej opcji. Dzięki temu, iż opcje egzotyczne są tańsze od opcji waniliowych, możliwe jest konstruowanie produktów dających szansę na większe stopy zwrotu. Nie bez znaczenia jest również obniżenie czasu trwania produktu strukturyzowanego, dzięki temu, iż nabywając tańszą opcję egzotycz-

ną, można równocześnie nabyć obligację o krótszym terminie do wykupu. Indywidualny charakter opcji egzotycznych umożliwia budowanie „struktur” o profilach wypłaty zależących od wielu różnych czynników, co z pewnością podnosi atrakcyjność tego typu inwestycji.

Możliwości zastosowania opcji egzotycznych są bardzo szerokie i nie ograniczają się tylko do wspomnianych produktów strukturyzowanych. Niestety, obecnie oferta opcji egzotycznych dla inwestorów indywidualnych jest stosunkowo uboga. Jedno z biur maklerskich oferuje opcje binarne, których instrumentem bazowym jest kontrakt na WIG20 oraz różne pary walutowe. Warto zdawać sobie sprawę, iż wiele opcji egzotycznych jest tworzonych pod indywidualne zamówienie konkretnych instytucji finansowych. W związku z tym niektóre rodzaje opcji egzotycznych nie są i zapewne w najbliższym czasie nie będą dostępne dla inwestorów indywidualnych. Nie zmienia to jednak faktu, iż warto poznać specyfikę poszczególnych opcji egzotycznych. Nawet jeśli nie mamy zamiaru bezpośrednio inwestować w tego typu instrumenty, to zasady ich budowy pozwolą lepiej zrozumieć specyfikę konstrukcji produktów strukturyzowanych oraz na dokładniejsze przeanalizowanie wad i zalet tego typu inwestycji. W związku z tym mamy możliwość efektywniejszego inwestowania kapitału. ■

PODPISY WARTO FORTUNE

Jednym z najciekawszych aktywów alternatywnych są autografy. W ich przypadku emocje odgrywają ogromną rolę. Pasja zbierania autografów rozpoczęła się już w XIX wieku!

ANNA ZATORSKA
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

Inwestycje alternatywne w czasie kryzysu

Kryzys 2008 roku wstrząsnął światem finansów. Wielu inwestorów odnotowało straty. Skurczyły się majątki najbogatszych tego świata (dla przykładu, w Wielkiej Brytanii liczba milionerów spadła o połowę). Zawiodła dywersyfikacja portfela akcji, nie pomogło wzbogacanie portfolio inwestycyjnego o nieruchomości, których rynek gwałtownie się załamał. W obliczu zaistniałej sytuacji wzrosło zainteresowanie inwestorów aktywami typu alfa, czyli aktywami niepowiązanymi z giełdą (w odróżnieniu od aktywów typu beta). Przykładem takich aktywów są aktywa alternatywne.

Aktywa alternatywne od innych aktywów różnią się przede wszystkim strategią inwestycyjną. Ich zadaniem jest gromadzenie wartości dodanej. Są to aktywa stosowane w celach taktycznych i mają za zadanie osiągnąć lepsze wyniki niż benchmark. Inwestycja w aktywa alternatywne wiąże się ze zdobyciem wiedzy na temat

rynku, na jakim występują¹. Według Martina L. Leibowitza, wszystko zależy od decyzji inwestora: „może on wybrać pasywne podejście, oprzeć swoje portfolio na aktywach typu beta i pozwolić mu dryfować na kształt zmian indeksu giełdowego, można też stać się aktywnym poszukiwaczem inwestycji alfa i nieefektywnych rynków²”. Wiele w tym momencie zależy od umiejętności i wiedzy inwestującego.

Autografy – przykład inwestycji typu alfa

Jednym z najciekawszych aktywów alternatywnych są autografy. W przypadku tej formy inwestycji emocje odgrywają ogromną rolę. Pasja związana ze zbieraniem autografów pojawiła się już pod koniec XVI w. we Francji i Anglii. Pierwszą licytacja dotycząca podpisu kardynała Richelieu miała miejsce w Paryżu w 1801 roku³. Dla kolekcjonerów autografy to nie tylko kartka i atrament. To w pewnym sen-

sie zatrzymany czas – pamiątka okresu, w którym idol składał swój podpis. To nie tylko hobby, ale i inwestycja, która przynosi stabilne zyski.

Niewątpliwą zaletą inwestycji w autografy jest ich brak korelacji z giełdą. Autografy są zatem instrumentami typu alfa. Indeks Fraser's 100 oparty jest na 100 najpopularniejszych i najbardziej poszukiwanych autografach. Należą do nich min. Autografy członków Abby, Ala Pacino, Neila Armstronga, Marlona Brando, Alfreda Hitchcocka, Adolfa Hitlera, Napoleona czy Oscara Wilde'a. W latach 1997-2008 wartość indeksu zwiększyła się o 279,7%. Należy zauważyć, że w 2008 roku, kiedy wybuchł wielki kryzys finansowy, indeks autografów nie załamał się.

Autografy – aktywa emocjonalne

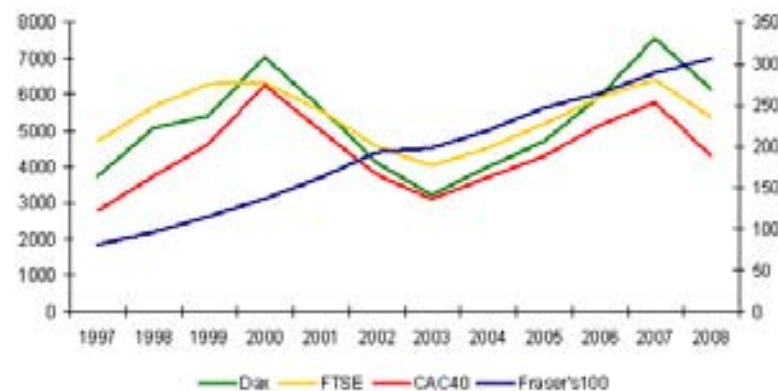
Autografy osób o największym procentowym wzroście wartości zostały przedstawione w tabeli poniżej. Analizując strukturę najszybciej zyskujących na wartości autografów można dojść do wniosku, iż popularność jest dość przypadkowa. Nie odnosi się to do wzrostu wartości

1. P.L. Bernstein, Capital ideas evolving, John Wiley and Sons, New Jersey 2007, s. 176

2. www.cfainstitute.org/abouts/press/release/05releases/20051011_01.html

3. Wielka Encyklopedia Powszechna PWN

Zmiany indeksu autografów (Fraser's 100) na tle zmian notowań indeksów giełdowych



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych zamieszczonych na portalach: <http://finance.yahoo.com> oraz <http://www.stanleygibbons.com/investments/invest-in-autographs>, stan na dzień 30 maj 2009

autografu Neila Armstronga o 1058 %. Jest on bowiem spowodowany rzadkością tego aktywa, jako że do dziś kosmonauta ten odmawia powielenia podpisu. Zastanawiać może fakt, iż wzrost popularności Fidela Castro (skok o ponad 1000%) jest przeszło dwa razy większy niż Napoleona (500%) i przeszło trzy razy większy niż Martina Luthera Kinga Jr. (366%). Ten przykład pokazuje wagę inwestycji w autografy, których wartość zależy w dużej mierze od mody i upodobań kolekcjonerów. Dokonywane wybory są bardzo emocjonalne, co sprawia, że przewidzenie tendencji rynkowych jest stosunkowo trudne. Przykładowo, obecnie niewiele osób wie, kim był Arnold Bennett choć swego czasu był on bardzo popularnym pisarzem.

Jak inwestować w autografy?

Oczywiście istnieją pewne zasady, które ułatwiają działanie na rynku. O pierwszej z nich, ograniczonej podaży aktywów, wspomniano już na przykładzie Neila Armstronga. Generalnie większość inwestorów stara się realizować własne pasje i

Najsilniejsze wzrosty wartości autografów stanowiących komponent indeksu Fraser's 100, w latach 1997-2008

	1997	2008	% zmiana wartości
Warhol Andy	175	1950	1014,30%
Mc Cartney Paul	125	1500	1100%
Harrison George	175	2250	1185,70%
Disney Walt	395	3950	900%
Castro Fidel	300	3500	1066%
Armstrong Neil	475	5500	1058%

Źródło: [://www.stanleygibbons.com/investments/invest-in-autographs](http://www.stanleygibbons.com/investments/invest-in-autographs), stan na dzień 30 maj 2009

zainteresowania. Niemniej jednak, każda inwestycja w autografy powinna zostać poprzedzona wnikliwą analizą profilu cenowego konkretnej osoby. Od lat najwyżej wyceniane są autografy znanych postaci historycznych. Należą do nich m.in. Fidel Castro i Winston Churchill. Odrębne listy Kennedy'ego wyceniane są na 2 000- 3 500 GBP. Warto jest inwestować w autografy postaci nieżyjących ze względu na ograniczoną i nierosnącą ilość aktywów na rynku. Z całą pewnością bardziej dochodowe jest zbieranie całych kompletów. Zestaw podpisów amerykańskich prezydentów wart jest ok 200 000 GBP, zaś z zdjęcie z podpisami grupy The Beatles wyceniane jest na 20 000 GBP. Kolejnym aspektem decydującym o cenie autografu jest dokument, na jakim podpis został złożony. Im wyższa historyczna wartość dokumentu, tym więcej skłonni są zapłacić kolekcjonerzy. Przełomowymi momentami, które mogą wpłynąć na cenę aktywa, jest premiera nowego filmu (w przypadku aktorów) lub śmierć wystawcy podpisu (tak było w przypadku autografów książecznej

Diany czy Michaela Jacksona).

Problemem związanym z inwestycją w autografy, poza dość nieprzewidywalnymi zmianami cen w przyszłości, jest ich autentyczność. Sprzedający podpisy powinni dostarczać certyfikaty zaświadczone o oryginalności. Ważne jest jednak, by były one podpisane nie przez samego sprzedawcę, ale przez osobę trzecią, cieszącą się zaufaniem. O skali fałszerstw, na jakie są narażeni inwestorzy, świadczą badania FBI, wedle których 80-90% będących w obrocie autografów zostało podrobionych.

Trudności może też nastroczać znalezienie poszukiwanego aktywa. Bardzo często autografy znanych osobistości wykupywane są przez muzea. Co więcej, autografy powinny być przechowywane w odpowiednich warunkach, jako że wszelkie skazy obniżają znacznie ich wartość. Kolekcjoner musi zatem zadbać o odpowiednią wilgotność, oświetlenie itp.

Zaletą inwestycji w autografy jest relatywnie wysoka płynność rynku tego aktywa. Szacuje się, że działa na nim 30 milionów kolekcjonerów. Aktywa mogą być sprzedane za pośrednictwem dealerów, aukcji internetowych i aukcji organizowanych przez domy aukcyjne (np. Sotheby's).

Stabilność tej formy inwestycji oraz jej odporność na załamania giełdowe przyciągają nowych kolekcjonerów. Należy jednak pamiętać, że autografy powinny być postrzegane przede wszystkim jako sposób dodatkowej dywersyfikacji portfela inwestycyjnego, nie zaś jako jego trzon. Jest wiele czynników, które wpływają na nieefektywność portfela zbudowanego w oparciu tylko i wyłącznie o ten aktyw. Zaliczy do nich można: deregulację rynku prowadzącą do nadużyć, brak jednoznacznych przesłanek decydujących o wzroście wartości, relatywnie wysokie koszty ekspertyzy, czy koszty przechowywania. ■

CO SŁYCHAĆ NA WALL STREET?
KONFRONTACJA OCZEKIWAŃ
Z REALIAMI

PIOTR KUCZYŃSKI
XELION. DORADCY FINANSOWI

Od początku roku, sporo wcześniej niż rozpoczęły się trwające ponad pół roku zwiski, twierdziłem, że pakiety pomocowe rządów i działania banków muszą doprowadzić do przekroczenia masy krytycznej, co doprowadzi do eksplozji popytu, który będzie do jesieni podnosił indeksy i ceny surowców. Twierdziłem też, że jesienią oczekiwania zdeprz się z realiami i to może być moment przełomowy. Dalej taką opinię podtrzymuję. Nie ulega bowiem wątpliwości, że przez ponad pół roku indeksy i ceny surowców rosły nie dlatego, że w gospodarce światowej (również w Polsce) widać było ożywienie, a tylko i wyłącznie dlatego, że inwestorzy mieli nadzieję na takie ożywienie. Mieli też (co chyba jest bardziej istotne) dostęp do bardzo taniego pieniądza. Był to znowu taki sam okres jak w latach 2003 – 2007, kiedy wystarczyło tanio pożyczyć kapitał, zainwestować go na rynku surowcowym, czy na emerging markets i zbierać kolosalne zyski. Można powiedzieć, że zarabianie stało się znowu banalnie łatwe.

Niedawno niedźwiedziom przysłużyła się wypowiedź Alana Greenspana, byłego szefa Fed. Powiedział on, że co prawda gospodarka USA będzie w najbliższych 6 miesiącach rosła (nawet po trzy procent kwartalnie), ale potem znowu rozpocznie się spowolnienie, a rok 2010 nie będzie dobry dla rynku akcji. Co prawda gwiazda Alana Greenspana już zgasła, również dlatego, że i on należy do tego grona, któremu zawdzięczamy kryzys, ale tym razem może mieć rację. Pomoc

rządowa w USA bardzo powoli dociera do gospodarki. W końcu września tylko kilka-naście procent pakietu Obamy zostało wykorzystane. Teraz zbliża się okres, kiedy ten pakiet będzie bardziej odczuwalny. Co się jednak stanie, kiedy skończy się pomoc rządu? Na przykład właśnie za pół roku? Bardzo wątpię, żeby „zastartowana” gospodarka dała sobie radę.

Tym jednak będziemy się przejmowali w przyszłym roku. Wróćmy teraz do chwili obecnej. Pierwsze zderzenie nadziei z realiami było dosyć bolesne. We wrześniu spadający indeks zaufania w USA, spadek indeksu Chicago PMI poniżej 50 pkt. i zamówień na dobra trwałego użytku (w obu przypadkach zaskoczył koniec programu wymiany samochodów – „kasa za grata”), czy osunięcie się indeksu ISM dla przemysłu amerykańskiego oraz słabe dane z rynku pracy ostrzegały, że nadchodzące ożywienie może być bardzo słabe. Również spadki Baltic Dry Index (indeks kosztu frachtu surowców drogą morską) ostrzegały, że realna gospodarka to nie zabawy funduszy na rynkach finansowych.

Niedawno profesor Nouriel Roubini, który dzięki przewidzeniu tego ostatniego kryzysu zyskał autorytet, który stracił Alan Greenspan, powiedział, że ta właśnie seria słabych raportów jest bardzo niepokojącym sygnałem. Roubini uważa, że na podstawie tych danych można prognozować bardzo słabe ożywienie i wyjście z recesji literą U, jednak z zagrożeniem powstania W. Powiedział też, że rynek akcji zabrnął za wysoko. Oczywiście, ma rację, że zabrnął za wysoko,

ale profesor zapomina, że przewartościowanie rynku nie oznacza, że skazany jest on na spadki cen aktywów. Poza tym, od końca września BDI całkiem dynamicznie rośnie, a dane niedługo będą lepsze (a jeśli nawet nie będą, to gracze oczekują, że będą).

Podstawowe pytanie brzmi: czy czeka nas już teraz przecena? Po sezonie raportów znowu będziemy się wpatrywali w dane makro, które będą się poprawiać. Wystarczy seria lepszych raportów makroekonomicznych i byki powrócą. Nastroje mogą się poprawić szczególnie w końcówce roku, bo przecież dostęp do taniego pieniądza nie zniknie, a poza tym trzeba będzie zapracować na premie... Z tego wniossek, że tylko seria naprawdę zaskakująco słabych danych może doprowadzić do rozpoczęcia korekty całego tegorocznego wzrostu (ale nie do bessy).

Analiza techniczna sygnalizuje, że do poważnej korekty jest już blisko. Indeksy w Brazylii, Argentynie, Turcji, Indiach rysują typowe dla hossy formacje, ale są już w fali piątej, czyli przed korektą. Indeksy w USA mogą jeszcze rosnąć, nawet jeśli jest to tylko korekta ABC (S&P 500 może zakończyć ruch w okolicach 1150 – 1170 pkt.), ale potem też powinna pojawić się większa korekta. Jak widać, prawdopodobieństwo negatywnego rozwoju sytuacji jest bardzo duże, ryzyko inwestycyjne największe od lutego, ale nagroda za odwagę może być całkiem spora. Reasumując: nie oczekuję załamania, chociaż nie wykluczam korekty w czasie/po sezonie raportów kwartalnych spółek w USA. Uważam, że szczyt powinien być wyżej. ■

EURODOLAR I INNI KOMENTARZ WALUTOWY

MAREK WOŁOS, MICHAŁ FRONC
TMS BROKERS

W ostatnich tygodniach października kurs EUR/USD przekroczył psychologiczną granicę 1,5000. To najwyższe notowania wspólnej waluty od sierpnia 2008 roku. Tak wysoka cena euro to wg propagowanej ostatnio teorii efekt pozytywnych nastrojów, utrzymujących się na rynkach finansowych, a obrazowanych w szczególności wzrostem giełdowych indeksów. Rosnący apetyt na ryzyko przesłucha szalę inwestycji w kierunku euro kosztem dolara. Zwyżka notowań EUR/USD to dodatkowo rezultat czynników technicznych i powiązań międzyrynkowych. Wybiecie z letniego trendu bocznego (kanał 1,3770 – 1,4450) przyspieszyło dynamikę wzrostów euro. Do zakupów EUR/USD zdominowały inwestorów rosnące notowania AUD, CAD i innych głównych walut będących w opozycji do amerykańskiego dolara. Podwyżka stóp procentowych w Australii i wzrost cen złota wzmocnił presję na osłabienie amerykańskiego dolara. I chociaż przełamanie poziomu 1,5000 USD za EUR okazało się trudnym wyzwaniem (kurs EUR/USD przez 5 sesji testował strefę tego oporu), to w końcu, 21 października bariera ta została pokonana na trwałe. Przebiecie poziomu 1,5000 otwiera drogę do dalszych wzrostów. Obecna fala wzrostowa może pchnąć kurs EUR/USD do poziomu 1,52 – 1,53 w bardzo szybkim tempie. Jeśli dotychczasowe związki pomiędzy spadkiem wartości dolara a wzrostem notowań giełdowych indeksów nie ulegną zachwianiu, to zwyżka EUR/USD będzie oznaczała kontynuację giełdowej hossy.

Bezpośrednia przyczyna ostatniej wyprzedzającej dolara tkwi w dywersyfikacji rezerw banków narodowych. Opublikowane ostatnio dane z MFW wskazują na spadek rezerw dolarowych będących w posiadaniu banków centralnych. Interweniujące na swoich lokalnych rynkach banki państw azjatyckich i Rosji skupują dolary, po czym zamieniają je na euro, złoto i inne waluty międzynarodowe. Pogłoski o odejściu od dolara jako waluty służącej kwotowaniu cen ropy oznaczają konieczność zamiany rezerw walutowych państw arabskich. Wysoki deficyt budżetowy USA, który w tym roku może sięgnąć poziomu 13 proc. PKB, zwiększa zagrożenie deprecjacji USD. I skoro nawet oficjalni przedstawiciele USA przychylają się do opinii, że dobrym sposobem wyjścia amerykańskiej gospodarki z recesji będzie rozwój eksportu, mamy jasny kierunek dla trendu notowań dolara. Jeśli doszłoby do obniżenia ratingu długu USA, deprecjacja dolara przybierze niewyobrażalną skalę. To skrajny scenariusz, ale przy obecnym stanie amerykańskich finansów nie można go wykluczyć. Jego



realizacja będzie następowała w dłuższym horyzoncie czasowym.

Pomijając skrajne scenariusze i koncentrując się na bieżącej analizie sytuacji fundamentalnej i technicznej, mamy prawo spodziewać się pewnego odreagowania lub wyhamowania tempa ostatnich wzrostów eurodolara. Dlatego w tej fazie ruchu wzrostowego strefa oporu 1,52 – 1,53 może powstrzymać zwyżkę i spowodować inwestorów do większej realizacji zysków z długich pozycji w euro. Niezadowalające dane makroekonomiczne z europejskich gospodarek oraz sytuacja techniczna – silne wyprzedanie USD wobec wszystkich głównych par walutowych – przemawiają za korekcyjnym spadkiem EUR/USD. W ostatnim czasie ze światowych gospodarek nie napłynęły istotne dane, które mogłyby świadczyć o znacznie szybszym tempie wychodzenia z kryzysu. Publikowane wyniki finansowe z amerykańskich spółek za trzeci kwartał także nie zachwycają inwestorów. Wprawdzie większości firm udało się odnotować zysk netto, jednak również w większości nie wykazują one poprawy w sferze przychodów, a ta informacja jest w tym sezonie zdecydowanie bardziej ceniona przez uczestników rynku. Spadki giełdowych indeksów zapoczątkują fazę korekty EUR/USD. Z technicznego punktu widzenia pomiędzy dziennym wykresem eurodolara, a wskaźnikiem RSI wystąpiła dywergencja, czyli podczas gdy kurs EUR/USD ustalał nowe tegoroczne maksima wspomniany, oscylator pozostał poniżej poprzedniego szczytu, co świadczy o pewnej słabości rynku. Dywergencje międzyrynkowe – wzrost kursu EUR/USD niepoparty nowymi, rekordowymi cenami złota – są również wskazówką do korekcyjnego odreagowania wzrostów.

Złoty nie wykorzystuje pozytywnych sygnałów płynących z innych rynków. Niezwykle sprzyjająca sytuacja na globalnych rynkach finansowych, tj. rosnący kurs eurodolara, a także zwyżki na krajowym i na zagranicznych rynkach kapitałowych, nie dają naszej walucie wystarczająco silnego wsparcia. Z technicznego punktu

widzenia kurs EUR/PLN znajduje się ciągle w okolicy zapoczątkowanej w lutym linii trendu spadkowego i znacznie powyżej tegorocznych minimów zlokalizowanych na poziomie 4,0600. Teoretycznie złotemu sprzyjać powinna prowadzona obecnie emisja nowych akcji przez PKO BP oraz oferta publiczna PGE. Spółki te stanowią bardzo „łakomy kąsek” dla zagranicznych inwestorów instytucjonalnych. W szczególności walory Polskiej Grupy Energetycznej, ze względu na swój defensywny charakter oraz większą odporność na wahania koniunkturalne powinny znaleźć się w portfelu funduszy inwestycyjnych. Z tego względu oczekiwać można było zwiększonego popytu na krajową walutę. Jednakże i ten czynnik nie ujawnił się w wystarczającym stopniu. Do 26 października kurs złotego nie pokonał tegorocznych maksimów na poziomie EUR/PLN 4,06, co jest tak naprawdę dowodem na słabość naszej waluty. W tym czasie bowiem silnie skorelowany dodatnio ze złotówką węgierski forint bił rekordy, osiągając wartości najwyższe od 10 miesięcy.

Na krajową walutę negatywnie oddziaływało napięcie polityczne i nieudana sprzedaż – prywatyzacja spółki energetycznej Enea. Po tym, jak najważniejszy inwestor odstąpił od procesu zakupu akcji, stało się pewne, że zapowiadane w tym roku wpływy z prywatyzacji nie zostaną zrealizowane. To stwarza zagrożenie wzrostu deficytu budżetowego, co jest czynnikiem ryzyka dla złotego.

W połączeniu z zapowiadaną od dawna korektą giełdowych indeksów i możliwym odreagowaniem wzrostów EUR/USD, rośnie ryzyko osłabienia złotego, co wynika z typowej zależności, czyli ucieczki inwestorów w bezpieczniejsze aktywa w sytuacji ostudzenia nastrojów rynkowych. Jednak mowa jest tu ciągle jedynie o korekcie, a nie odwróceniu trendu, dlatego też złoty w średnioterminowej perspektywie ma nadal znaczący potencjał do umocnienia i odrobienia m.in. ostatnich zaległości. ■

RYZYO WALUTOWE I ZABEZPIECZANIE SIĘ PRZED NIM

JERZY NIKOROWSKI
SUPERFUND TFI

Rynek walutowy

Rynek walutowy, w porównaniu z innymi segmentami rynku finansowego (towary, akcje i dług), jest rynkiem najbardziej płynnym, a jako segment rynku finansowego często jest uważany za wielce zmienny i najmniej przewidywalny. Cena waluty, lub inaczej jej kurs w stosunku do innych walut, jest funkcją wielu niewiadomych. W dłuższym okresie kurs waluty (mówiąc o walutach w systemie free floatowym) odzwierciedla makroekonomiczne zdrowie gospodarki pojedynczego kraju, jednak w krótszym i średnim terminie zmiany mogą być spowodowane czynnikami oderwanymi od fundamentów. Jest tak również dlatego, że na znaczną część obrotów na rynku FX składają się transakcje na instrumentach pochodnych. Wysoki poziom zastosowania lewaru przyciąga olbrzymie ilości kapitału spekulacyjnego, co z kolei destabilizuje kursy walut w krótkim terminie. Szacuje się, iż co najmniej 20 proc. wszystkich transakcji walutowych na świecie są wyłącznie pozycjami spekulacyjnymi, zajmowanymi przez różne fundusze inwestycyjne, lub osoby prywatne. Nie bez znaczenia jest również skala ingerencji banków centralnych na świecie w zachowywanie się kursów walut. Z tych właśnie powodów inwestorzy, którzy mieli styczność z transakcjami na instrumentach opartych na rynku FOREX, wiedzą, jak ciężko jest odgadnąć przyszłe zmiany w kursach walut.

Rynek walutowy dostarcza także wiele ciekawych okazji do obserwacji procesów, zachodzących w gospodarce światowej oraz jest świetnym polem badawczym w sferze finansów behawioralnych. Wysoki stopień płynności na tym rynku oraz fakt, iż informacje, które poruszają tym rynkiem są ogólnie dostępne, sprawiają, iż rynek ten można nazwać jednym z najbardziej efektywnych segmentów rynku finansowego. Zmiany zachodzące w polityce monetarnej kraju oraz dane podawane przez urzędy statystyczne są natychmiast dyskontowane przez uczestników rynku, co ma bezpośrednie przełożenie na zmiany kursów walut. Niezmiennie istotnym jest też fakt, iż rynek FX jest czynny 24 godziny na dobę, od 23.00 w niedzielę do 22.00 w piątek (wg czasu środkowoeuropejskiego).

Pojęcie ryzyka walutowego

Ryzyko jest nieodłącznym elementem prowadzenia każdej działalności gospodarczej. Jednym ze sposobów jego określenia jest prawdopodobieństwo nieosiągnięcia pewnej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. Podstawowym powodem nieosiągnięcia stopy zwrotu jest

ryzyko zmiany ceny. Bardzo zbliżony sposób pojmowania ryzyka można by było zastosować w przypadku transakcji denominowanych w walutach obcych. Nie przez przypadek od momentu opublikowania Nowoczesnej Teorii Portfelowej przez H. Markowitza, pojęcie ryzyka w finansach jest utożsamiane ze zmiennością stopy zwrotu. Zmiany kursów walut oraz temat ryzyka walutowego zawsze stają się bardziej popularne w przypadku, kiedy w nieznacznym okresie wzrasta zmienność na rynku FX. Mielimy okazję o tym się przekonać, kiedy polskie firmy masowo traciły na opcjach walutowych, zawartych z bankami.

Stopień podatności inwestycji na zmienność na rynku FX jest współmierny z posiadanymi aktywami, które są narażone na ten rodzaj ryzyka. W takich przypadkach używa się określenia „ekspozycja na ryzyko FX”. Poprawne określenie wysokości ekspozycji na ryzyko walutowe jest niezwykle istotne, gdyż pozwala uniknąć sytuacji, kiedy zawierane transakcje zamieniają się z umów zabezpieczających w umowy o charakterze czysto spekulacyjnym. Mielimy okazję poznać skutek wpływu takich umów na wynik przedsiębiorstwa przy temacie opcji walutowych w Polsce. Nagminne stosowanie overhedgingu, czyli absolutne rozerwanie pomiędzy ekspozycją na ryzyko walutowe oraz nominalnym zawieranych transakcji, często skutkuje bolesną utratą kapitału lub nawet bankructwem przedsiębiorstwa.

Sposoby zabezpieczania się

Jest wiele metod pozwalających na zabezpieczenie się przed ryzykiem zmiany kursu walutowego. Najczęściej stosowanymi rozwiązaniami są instrumenty

pochodne. Są to opcje walutowe, forwardy walutowe, kontrakty terminowe na kursy walut oraz swapy walutowe. Istnieje również możliwość ograniczenia ryzyka walutowego bez stosowania instrumentów pochodnych, która polega na dopasowaniu terminów powstania strumieni pieniężnych w walucie obcej (strategia ta zakłada możliwość zapożyczania się w walucie obcej). Chciałbym jednak bardziej skupić się na wykorzystaniu instrumentów pochodnych w procesie hedgingu walutowego.

Forward – jest to umowa pomiędzy dwoma stronami transakcji, która zakłada, iż jedna ze stron zobowiązuje się w określonym terminie kupić (sprzedać) pewną kwotę waluty obcej po znanym kursie. Za to, z kolei, druga strona zobowiązuje się dokonać transakcji odwrotnej. Najczęściej podmiotem, który umożliwia zawarcie takiej transakcji klientowi jest bank lub biuro maklerskie. Kurs waluty w transakcji terminowej jest wyznaczany poprzez uwzględnienie różnicy w oprocentowaniu waluty, będącej przedmiotem transakcji. Różnica ta przekłada się na wyznaczenie tzw. punktów forwardowych, dodawanych następnie do bieżącego kursu rynkowego waluty. W momencie wygaśnięcia forwardu, strony transakcji rozliczają różnice w kursie rynkowym a tym wyznaczonym w momencie zawarcia transakcji. Umowy forwardowe są najczęściej wykorzystywanym instrumentem zabezpieczania się przez instytucje finansowe. Umowa taka ma wiele zalet. Po pierwsze, jest to umowa niewystandaryzowana, co oznacza, że strony transakcji mogą uzgodnić datę i nominalną transakcji w sposób dowolny, co pozwala na dogodne zaplanowanie terminów przyszłych strumieni płatności. Po drugie, istnieje możliwość przedterminowego rozliczenia transakcji, kiedy zostaje zawarta transakcja przeciwna do transakcji oryginalnej. ➤



Po trzecie, przy tym typie transakcji klient nie płaci dodatkowych prowizji, pobieranych w przypadku innych instrumentów finansowych. Jedynym ponoszonym kosztem dla klienta jest różnica w kwotowaniach waluty bid/ask oraz koszt alternatywny depozytu zabezpieczającego (o ile taki jest pobierany). Wadą forwardu jest to, iż nie będąc instrumentem zabezpieczającym, może wygenerować stratę proporcjonalną do nominalu transakcji i zmiany kursu waluty. Całość tej straty będzie pokryta przez jedną ze stron transakcji.

Kontrakty terminowe na waluty (futures) – jest to instrument wystandaryzowany, będący w obrocie na rynku regulowanym. Oznacza to, iż ten instrument finansowy jest notowany na giełdzie, która wyznacza warunki ekonomiczne kontraktu (mnożnik, wymagany depozyt minimalny, terminy zapadalności, prowizję od zawartych transakcji oraz maksymalna ilość nabytych kontraktów przy jednej transakcji). Rozliczenie się w przypadku takiej transakcji, podobnie jak w przypadku każdej innej transakcji na rynku publicznym regulowanym, odbywa się za pośrednictwem izby clearingowej (w Polsce tę rolę pełni KDPW). Fakt, iż ten instrument jest notowany na giełdzie, oznacza, iż może on być nabyty wyłącznie poprzez instytucję będącą uprawnioną do świadczenia usług maklerskich. Jako instrument notowany, kontrakt terminowy jest narażony na ryzyko płynności, co oznacza, że w sytuacji, gdy inwestor jest zmuszony zawrzeć transakcję, może nie znaleźć drugiej strony chętnej na domknięcie transakcji. Dodatkowo od każdego kontraktu jest naliczana prowizja, na którą się składają opłaty nałożone przez giełdę oraz marża maklera. Poza tymi czynnikami kontrakt terminowy jest dosyć zbliżony do forwardu walutowego i generuje podobny stopień ryzyka dla posiadacza pozycji w tym instrumencie finansowym. W przypadku forwardów zabezpieczanych depozytem oraz kontraktów terminowych, przy wielkości straty przekraczającej pewny maksymalny poziom (z góry wyznaczony przy zawarciu umowy), bank lub biuro maklerskie są uprawnione do wezwania inwestora do uzupełnienia depozytu (ang. margin call). W przypadku jeżeli inwestor spóźnia się z podstawieniem wymaganych środków, druga strona transakcji jest uprawniona do przymusowego zamknięcia pozycji oraz rozliczenia straty na poczet istniejącego depozytu. Nakłada to na inwestora obowiązek ciągłego monitorowania sytuacji rynkowej oraz wartości bieżącego rachunku inwestycyjnego, gdyż tylko w taki sposób można uniknąć nieprzyjemnej niespodzianki w postaci margin callu.

Opcje walutowe – jest to instrument najczęściej stosowany przez podmioty niebędące instytucjami finansowymi. Istotą opcji jest to, iż daje ona nabywcy możliwość, a nie obowiązek skorzystania z rozliczenia transakcji po pewnym kursie. Za tę „usługę” wystawcy płaci się

Tabela 1. Wynik na 6 miesięcznej transakcji forwardowej NOK/PLN. Nominał transakcji wynosi 100 000 NOK.

	kurs rynkowy w momencie rozwiązania forward'u	Poziom hedge ratio	P&L na transakcji forwardowej	Poziom hedge ratio	P&L na transakcji forwardowej
wariant 1	0.5588 NOK/PLN	100%	- 5,360.00 zł	70%	- 3,752.00 zł
wariant 2	0.4507 NOK/PLN	100%	5,450.00 zł	70%	3,815.00 zł
wariant 3	0.5008 NOK/PLN	100%	440.00 zł	70%	308.00 zł

premię, która jest indywidualnie wyceniana w przypadku każdej transakcji. Z kolei wystawca opcji zawsze ma obowiązek dotrzymania umowy, o ile strona kupująca takie życzenie wyrazi. Opcje są bardzo ciekawym instrumentem finansowym, ponieważ zazwyczaj występują w połączeniu z innymi opcjami lub instrumentami, tworząc tzw. strategie opcyjnie. Wadą dla kupującego opcję jest jednak jej koszt, który jest bezzwrotny, zaś zastosowanie strategii opcyjnej z reguły nie pozwala na całkowite pokrycie tych kosztów (przy założeniu zastosowania strategii zabezpieczającej, nie spekulacyjnej).

Przykład

Rozważmy następujący przykład ograniczenia ryzyka walutowego z zastosowaniem forwardu walutowego. Inwestor, dla którego walutą bazową jest PLN nabył zerokuponowe papiery skarbowe z rynku norweskiego o wartości 100 000 NOK. Ponieważ inwestycja ta została dokonana wyłącznie w celu osiągnięcia zysku w wyniku odkupienia papierów po wartości nominalnej, inwestor zamierza wyeliminować wpływ ryzyka walutowego. W tym celu będzie chciał sprzedać walutę w terminie, ograniczając potencjalny wpływ deprecjacji korony norweskiej względem złotego. Sprzedaż waluty w terminie zakłada, iż zabezpieczamy się przed umocnieniem się naszej waluty bazowej; kupno zaś wskazywałoby, iż obawiamy się osłabienia się waluty bazowej. W naszym przykładzie założmy, że kurs bieżący po stronie kupna NOK/PLN wynosi 0,5008 złotych za jedną koronę norweską. Horyzont czasowy, w jakim inwestor spodziewa się wykupu papierów skarbowych, jest półroczny. W przypadku zastosowania forwardu walutowego, inwestor wykonuje następujące czynności: na podstawie znanego oprocentowania dla PLN i NOK na 6 miesięcy (odpowiednio 4,20 proc oraz 2,05 proc), wyliczamy punkty forwardowe dla strony bid na poziomie 44 punktów bazowych. Następnie dodajemy punkty forwardowe do kursu bieżącego, otrzymując kurs rozliczeniowy transakcji forward na poziomie 0,5052 NOK/PLN (0,5008 NOK/PLN + 0,0044). Oznacza to, że jeśli zawrzemy dzisiaj taką transakcję z bankiem, za 6 miesięcy rozliczymy różnicę pomiędzy kursem 0,5052 NOK/PLN a rynkowym kursem za 6 miesięcy.

Przy wyżej wspomnianych parametrach ekonomicznych transakcji, można przeprowa-

dzić symulację trzech możliwych scenariuszy rozwoju rynku: 1) korona norweska aprecjonuje w stosunku do złotego o 10 proc; 2) korona norweska deprecjonuje o 10 proc oraz, wariant trzeci, kurs NOK/PLN w analizowanym terminie pozostaje bez zmian. Dla uproszczenia przykładu zakładamy, że cena posiadanych papierów skarbowych w NOK pozostaje bez zmian, a inwestor nie musiał wpłacać depozytu kaucyjnego pod tę transakcję.

Powyższy przykład pozwala na zestawienie P&L podczas zastosowania różnych poziomów hedge ratio. Jest to wskaźnik porównujący wartość zawartej transakcji pochodnej do ogólnej ekspozycji walutowej podmiotu. W sytuacji, kiedy inwestor unika spekulacji na walucie, powinien powstrzymać się od zawierania transakcji pochodnych, które dają w efekcie hedge ratio na poziomie przekraczającym 100%. Przekroczenie tego poziomu jest przyjemnym zbiegiem okoliczności, kiedy wycena instrumentu pochodnego jest dodatnia. Przekłada się to również na dodatkowe wyrównanie straty, jaką się poniesie na zabezpieczanych aktywach. Z kolei przy negatywnej wycenie instrumentu pochodnego, strata na tym zabezpieczeniu może przekroczyć zysk na aktywach zabezpieczanych i wysokość tej straty może być nieproporcjonalna do wysokości posiadanej ekspozycji walutowej. Jest to bardzo ryzykowne podejście do inwestowania, dlatego większość instytucji finansowych kieruje się zasadą, że lepiej jest zarobić mniej z powodu zmienności rynkowej, aniżeli stracić z powodu podjęcia gry hazardowej.

Podsumowanie

Percepcja ryzyka walutowego różni się, oczywiście, w zależności od podmiotu, który jest na nie narażony. Inaczej bowiem postrzeżga je producent mebli, prowadzący wymianę zagraniczną. Inaczej też fundusz inwestycyjny, aktywny w segmencie instrumentów finansowych, powiązanych z rynkiem walutowym. Różna jest także wiedza obu podmiotów co do ryzyk i reguł rządzących tym rynkiem. Tymczasem, dzięki zastosowaniu podstawowych zasad logiki finansowej oraz unikaniu ryzykownych przedsięwzięć, każdy inwestor jest w stanie zredukować negatywny wpływ ryzyka, jakie jest zawsze obecne na rynku walutowym. ■



HOMO OECONOMICUS W ŚWIECIE FINANSÓW BEHAWIORALNYCH

Finanse behawioralne zajmują się analizą zachowań inwestorów, które związane są z koniecznością podejmowania decyzji inwestycyjnych oraz wpływem tych zachowań na rynek. Dziedzina ta zajmuje się kontrowersyjnymi tematami, należy jednak pamiętać, że nie poddaje ona w wątpliwość osiągnięć tradycyjnej ekonomii, jest natomiast jej uzupełnieniem.

MAŁGORZATA KOSIECKA
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

Klasyczna teoria ekonomii zakłada racjonalność jednostki i to, że w czasie dążenia do realizacji swoich celów podejmuje ona konsekwentne i przemyślane działania. Przyjmuje się, że inwestorzy, analizując dostępne informacje, wyciągają z nich wnioski i na tej podstawie podejmują decyzje inwestycyjne.

W praktyce jednak sytuacja wygląda zupełnie inaczej. Inwestorzy nie zawsze postępują racjonalnie, popełniają natomiast szereg błędów wynikających z ograniczeń własnego umysłu i emocjonalnego

podejścia do sprawy¹. Należy więc spojrzeć na świat finansów w kontekście człowieka rzeczywistego, a nie ekonomicznego.

Zniekształcenia heurystyczne

1. W latach 50 XX wieku odkryto, że wydajność naszych umysłów jest zbyt mała w stosunku do napotykanego problemów, aby można je było rozwiązywać w sposób racjonalny i obiektywny, co określono jako ograniczoną racjonalność. W latach 70 XX wieku Kahneman i Tversky sformułowali teorię perspektywy, która stała się później sednem finansów behawioralnych. Badacze opisali rzeczywiste zachowanie się ludzi w momencie podejmowania decyzji oraz zauważyli, że kierują się oni wtedy głównie emocjami i brakiem konsekwencji, natomiast ich wybory często są dziełem przypadku.

W trakcie podejmowania decyzji i rozwiązywania problemów nasz mózg wykorzystuje szereg skrótów myślowych. Czasem jednak skróty te stosowane są zbyt szybko i mogą wpływać na jakość podejmowanych przez nas decyzji. Błędy te określamy mianem zniekształceń heurystycznych. Sprawiają one, że inwestorzy nieświadomie i systematycznie popełniają błędy myślowe, co skutkuje niepoprawnym przetwarzaniem dostępnych informacji. Przed przystąpieniem do procesu decyzyjnego inwestorzy wierzą, że są w stanie poprawnie ocenić zdarzenia i informacje, jednak już po dokonaniu transakcji dochodzą do wniosku, że decyzja o

jej wykonaniu nie była poprawna. Rzadko jednak uświadamiają sobie, gdzie popełnili błąd i dlaczego pewnego rodzaju pomyłki zdarzają im się z dużą systematycznością.

Najczęstsze błędy popełniane przez inwestorów

W kontekście podejmowania decyzji większość inwestorów cechuje się nadmierną pewnością siebie, są przekonani o własnej wiedzy i umiejętnościach, a co za tym idzie także o nieomyślności w ocenie zjawisk i sytuacji. Pewność co do własnych decyzji jest cechą pozytywną, może jednak prowadzić również do przekonania, że jesteśmy w stanie przewidzieć nadchodzące zmiany na rynku, co niestety może skutkować błędnymi i zbyt pochopnie podjętymi decyzjami.

Nadmierna pewność siebie może również skłaniać inwestorów do bardziej agresywnego inwestowania i częstszych zmian portfela. Należy jednak pamiętać, że każda zmiana wiąże się z koniecznością poniesienia opłat, a na realizację transakcji należy niekiedy poczekać. Wszystko to naraża inwestora na dodatkowe koszty.

Ze zjawiskiem zbytnej pewności siebie łączy się przesadny optymizm. Oczywiście ważne jest optymistyczne podejście do życia, jednak w świecie finansów należy realnie oceniać swoje umiejętności, talenty i zdolność do przewidywania sytuacji, a także możliwość poniesienia porażki. Nawet najlepsza wiedza i intuicja nie są w stanie zagwarantować nam, że zdołamy przewidzieć przyszłe zdarzenia losowe, gdyż nie jest to umiejętność, którą ktokolwiek jest w stanie w pełni nabyć. Na tak nieprzewidywalnym rynku jak giełda nawet profesjonalistom towarzyszy pewna doza niepewności.

Często zdarza się, że w obliczu porażki inwestorzy wypierają ją z własnej świadomości i starają się nie dostrzegać własnej winy. Objawia się to próbą przekonania siebie, że odpowiedzialność ponoszą inni, np. analitycy, których błędna rekomendacja zaważyła na decyzji, bądź też, że sytuacja po prostu nie dała się przewidzieć. Zamiast przeanalizować jeszcze raz błędną decyzję i wyciągnąć z niej wnioski, wielu graczy ponownie szuka jej potwierdzenia, aby udowodnić sobie, że nie popełnili błędu. Gorzej, jeśli nie dostrzegają, że pominęli część istotnych informacji lub źle je zinterpretowali.

Zbytnią pewność siebie w połączeniu z nadmiernym optymizmem może być w szczególności zwodnicza dla mniej doświadczonych inwestorów. Osoba, która nie jest w stanie w prawidłowo ocenić sytuacji, może z łatwością popełnić błąd, który silnie wpłynie na jej psychikę i podda w wątpliwość umiejętności, co zniechęci ją

do dalszego inwestowania. Jednocześnie przypadkowy sukces odniesiony w początkowych etapach inwestowania może przyczynić się do przeceniania własnych umiejętności i wiedzy, co z kolei doprowadzi do późniejszego znacznego rozczarowania w sytuacji porażki.

Liczyby powinny być dla nas nie zawierającym emocji miernikiem wartości. Zazwyczaj jednak wywołują one i ich zmiany mniej lub bardziej świadome reakcje. Znaczenie ma kierunek, szybkość oraz wartość tych zmian. Istotne jest również zbliżanie się wartości do pewnych wielkości granicznych, które inwestorzy odbierają w szczególny sposób.

Gracze przywiązują się do minimalnych i maksymalnych poziomów cen akcji z danych okresów i traktują je jako punkty odniesienia podczas podejmowania decyzji inwestycyjnych. Chociaż w rzeczywistości dane te nie powinny mieć żadnego wpływu na bieżące wydarzenia, to jednak gdy notowania zbliżają się do ekstremów, obserwuje się znaczny wzrost wolumenu obrotu. Wzrost zainteresowania w mediach danym instrumentem tylko podkreśla sytuację, a inwestorzy zaczynają uważać inwestycję w ten instrument za okazję. Przebiecie maksimum traktowane jest jako pozytywny znak świadczący o tym, że w spółce nastąpiły oczekiwane zmiany i będzie się ona rozwijać, natomiast przebiecie minimum w oczach inwestorów oznacza okazję do taniego zakupu.

Innym ciekawym zjawiskiem jest **znaczenie okrągłych liczb**. Przykładem może być początek roku 2008, kiedy to cena ropy naftowej zbliżała się do poziomu \$100 za baryłkę, by w końcu go przekroczyć. Był to czas ogromnej niepewności na rynku, który zrodził wiele spekulacji, a inwestorzy oczekiwali na wszelkie informacje, jakby miały być one zwiastunem nowej ery.

W rzeczywistości znaczenie okrągłych liczb dla wartości fundamentalnej nie istnieje, a ich specjalne interpretowanie nie ma uzasadnienia w klasycznej, racjonalnej teorii ekonomii. Pomimo to wielu inwestorów traktuje je jako niezwykle istotne, wynika to jednak z ich znaczenia psychologicznego – okrągłe wartości łatwiej wpływają na wyobraźnię inwestorów.

Dla wielu graczy problemem może okazać się również **łatwość w dostępie do informacji**. Wszechobecna mnogość wiadomości i danych sprawia, że niemożliwe staje się ich poprawne i płynne przetwarzanie, interpretowanie, a następnie wykorzystywanie w procesie decyzyjnym. Jeszcze trudniejszym staje się to w warunkach silnego napięcia emocjonalnego, jakie zazwyczaj towarzyszą inwestorom. Sprawia to, że wielu z nich popełni błędy w procesie wnioskowania.

Sprawy nie ułatwia również sposób przedstawiania niektórych informacji przez media. Zdarza się, że informacje o niskiej lub średniej istotności są niepotrzebnie nagłaśniane lub nagłaśnia się fakty już wcześniej znane, co jednak wywołuje nieuzasadnione reakcje na rynkach. Przykładem może być okres hossy spółek nowych technologii, kiedy to inwestorzy przywiązali większą uwagę do plotek krążących po Internecie aniżeli do sprawdzonych informacji.

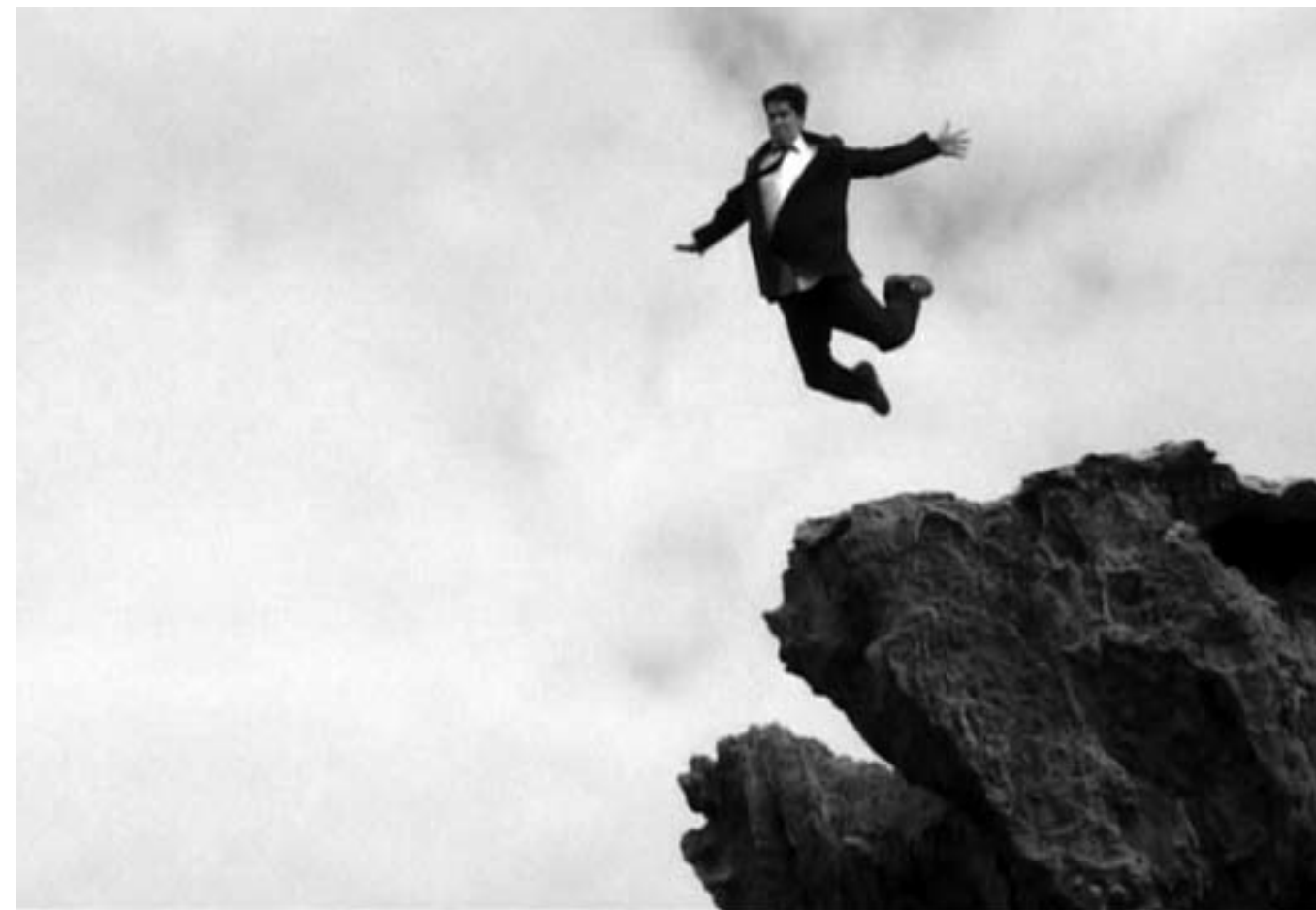
Sama forma publikacji informacji może wzbudzić podobne reakcje. Większość inwestorów nieświadomie przywiązuje większą uwagę do informacji opisowych i komentarzy niż do suchych informacji liczbowych. Jednocześnie najczęściej zakładamy, że im bardziej rozpowszechnione są informacje, tym bardziej są wiarygodne. Warto również pamiętać, że informacje pojawiające się w mediach są dostępne dla szerokiego grona odbiorców. Pojawiający się w prasie „news” jest więc znany nie tylko nam, ale wszystkim odbiorcom.

Kolejną pułapką czyhająca na inwestorów jest tzw. **iluzja kontroli**. Pojawia się ona wraz z uczuciem możliwości wpływu na przyszłe zdarzenia, w tym na zdarzenia losowe. Przejawia się to najczęściej w chęci uczestniczenia przez daną osobę w wydarzeniach, które są dla niej ważne. Obrazuje to przykład gry w kości – często wydaje nam się, że jeżeli sami wykonamy rzut, to wynik będzie dla nas korzystny, chociaż tak naprawdę nasz udział w wydarzeniu nie wpływa na jego wynik.

Podobne zachowania mają miejsce na rynku kapitałowym. Nawet niedoświadczony inwestor woli sam skonstruować swój portfel i wybrać moment zakupu akcji. Daje mu to złudne poczucie, że samodzielnie podejmowane decyzje gwarantują sukces podczas, gdy w rzeczywistości pomoc osoby posiadającej większe doświadczenie pomogłaby mu uniknąć pomyłek.

Kolejnym błędem popełnianym przez osoby podejmujące decyzje jest **błąd reprezentatywności**. Często, nie zdając sobie z tego sprawy, podejmujemy decyzje na podstawie stereotypów lub uwzględniamy podczas oceny szablony, które w rzeczywistości nie mają zastosowania. Zdarza się także, że nazbyt pochopnie przypisujemy rzeczom i zjawiskom cechy, które ich nie dotyczą albo też wyciągamy wnioski na podstawie zbyt małej, niereprezentatywnej próby.

Błąd reprezentatywności wiąże się również z popełnianiem **błędu ekstrapolacji**. Polega on na przywiązaniu nadmiernej wagi do zjawisk zaobserwowanych w przeszłości, szczególnie w krótkim okresie czasu, i na nieprawidłowym rozciąganiu ich na kolejne okresy w przyszłości. Błąd



ten popełniają nie tylko niedoświadczeni inwestorzy, ale również doświadczeni analitycy w swoich prognozach. Przykładem tego błędu może być zakładanie w długoterminowych prognozach finansowych takiej samej dynamiki sprzedaży jaka zaobserwowana została w ciągu kilku poprzednich okresów sprawozdawczych. Nie uwzględnia się tu często wydarzeń o charakterze nadzwyczajnym, które mogły tylko przejściowo wpłynąć na badaną wartość. Skutki tego typu błędów są oczywiste i mogą spowodować zamazanie prognoz finansowych, i przez to nieadekwatną wycenę spółki i jej akcji.

Oprócz zniekształceń reprezentatywności, które mogą prowadzić do niedoceny zjawisk rynkowych, istnieje również zjawisko, które może łączyć się ze zbytym przywiązaniem do lub przewartościowywaniem stanu obecnego. **Zjawisko konserwatyzmu i nadmiernego przywiązania** sprawia, że ludzie oceniają bieżące zdarzenia na podstawie zdarzeń przeszłych. Dzieje się tak, ponieważ zazwyczaj potrzebujemy czasu, aby przystosować się do nowej rzeczywistości i zmieniających się warunków.

Można to zaprezentować za pomocą następującego przykładu: w czasie wzrostów na giełdzie panuje ożywienie – inwestorzy kupują akcje, ponieważ liczą na dalsze wzrosty. Gdy jednak koniunktura nagle

odwróci się, większość graczy nie skoryguje swoich pozycji z myślą, że nastąpiła jedynie chwilowa korekta. Co więcej, część z nich będzie dalej skupować akcje w przekonaniu, że niższa cena jest okazją. Dopiero po pewnym czasie większość zdecyduje się na działania mające na celu ratowanie portfeli i ograniczenie strat.

Kolejnym efektem wynikającym ze specyfiki naszego umysłu jest tzw. **mentalne księgowanie**. Większość inwestorów nieświadomie rozpatruje transakcje o różnym poziomie zyskowności oddzielnie, nie zaś jako portfel stanowiący całość. Podobnie niejednakowo traktowane są pieniądze pochodzące z różnych źródeł. Wydatków z zarobionych przez nas pieniędzy dokonujemy bardziej rozważnie niż przykładowo tych z pieniędzy wygranych na loterii, choć w rzeczywistości mają one tę samą wartość.

Mentalne księgowanie może spotęgować kolejny efekt – **efekt dyspozycji**. Inwestorzy przejawiają większą skłonność do przetrzymywania w portfelu inwestycyjnym walorów, które straciły na wartości od czasu zakupu niż tych, w przypadku których mogą zrealizować zysk. Mentalne księgowanie sprawia, że gdy jedno z kupionych przez nas akcji traci, traktujemy je jako oddzielną pozycję. Gdy pojawia się możliwość sprzedania ich i ulokowania środków w inwestycję bardziej rentowną,

będziemy wstrzymywać się z decyzją, ponieważ liczymy na to, że tendencja się odwróci. Problem pojawia się, gdy odczuwając niechęć do sprzedaży stratnej pozycji, nie zauważymy, że wpływa ona na wartość całego naszego portfela i czyni go nierenownym.

Szkodliwa dla naszego portfela może okazać się także **krótkowzroczność w alokacji środków**. Inwestycja w akcje powinna mieć charakter długookresowy, wielu inwestorów dokonuje jednak oceny wyników swojego portfela za krótki okres czasu. Potencjalne starty są wtedy dotkliwiej odbierane (nawet jeśli mają charakter tymczasowy). Rozpatrywanie wyników w krótkim okresie jest jednak niezależne od nas - wynika z obowiązującego systemu raportowania i rozliczania się przedsiębiorstw.

Działanie wyżej przedstawionych heurystyk wiąże się z podjęciem niemal każdej decyzji inwestycyjnej. Nie jest możliwe wyzbycie się ich i całkowita ucieczka od błędów. Warto jednak w trakcie podejmowania decyzji pamiętać, że oprócz popełnienia czysto matematycznych pomyłek możemy też zostać sprowadzeni na manowce przez nasze przekonania i umysł. Czasami warto więc dokładniej przyjrzeć się niektórym decyzjom i przeanalizować je ponownie. ■

ZAWÓD – DORADCA INWESTYCYJNY

Jedną z najciekawszych ścieżek kariery dla osoby zainteresowanej rynkiem kapitałowym jest zawód doradcy inwestycyjnego. Doradca inwestycyjny należy do grupy zawodów, których wykonywanie wymaga specjalnej licencji.

SZCZEPAN KITA
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

Elitarna profesja

Od 17 grudnia 1993 (data wydania licencji numer 1) do chwili obecnej prawo do wykonywania zawodu uzyskało zaledwie 288 osób, w tym 19 w 2009 roku. Dla porównania, obecnie 2066 osób posiada licencję maklera papierów wartościowych. Do niedawna tylko doradcy inwestycyjni byli uprawnieni do wykonywania czynności doradztwa inwestycyjnego. Obecnie mogą czynić to także maklerzy papierów wartościowych pod warunkiem zdania egzaminu uzupełniającego. Jednakże od 2006 roku zaledwie 357 z 2066 polskich maklerów dopełniło tego wymogu.

Niewielka liczba doradców inwestycyjnych w połączeniu z ustawowymi wymogami ich zatrudniania przez TFI, TFE i zakłady ubezpieczeniowe oferujące ubezpieczenia na życie związane z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym oraz wysokim poziomem trudności egzaminu na doradcę inwestycyjnego czyni tę profesję elitarną, prestiżową i, co pewnie dla wielu najważniejsze, bardzo dobrze płatną. TFI są obowiązane zatrudnić co najmniej dwóch doradców inwestycyjnych do zarządzania aktywami funduszy inwestycyjnych oraz przynajmniej jednego do wykonywania czynności doradztwa inwestycyjnego. Z kolei TFE muszą zatrudnić co najmniej jednego doradcę do zarządzania aktywami OFE. Na wspomniane zakłady ubezpieczeń nałożony jest obowiązek zatrudnienia co najmniej jednego doradcy do zarządzania funduszem kapitałowym. Warto przy tym zwrócić uwagę na relatywnie dużą w stosunku do liczby doradców liczbę TFI (43) oraz TFE (14) działających aktualnie na rynku.

Jak zostać doradcą inwestycyjnym?

Uzyskanie licencji wymaga spełnienia kilku warunków. W przypadku obywateli polskich należy posiadać pełną zdolność do czynności prawnych, korzystać z pełni praw publicznych (pozbawienie praw publicznych jest jednym z tzw. środków karnych określonych w kodeksie karnym i jest czasowe) oraz nie być uznanym prawomocnym orzeczeniem za winnego jednego z przestępstw określonych w ustawie obrotu instrumentami finansowymi w art. 127 ustęp 1 (chodzi m.in. o przestępstwa skarbowe, przestępstwa przeciw wiarygodności dokumentów, mieniu i obrotowi gospodarczemu). Łatwe, prawda? Nie do końca.

Konieczne jest także zdanie trzyetapowego egzaminu organizowanego przez Komisję Nadzoru Finansowego, obejmującego zagadnienia



prawne (w tym 49 ustaw, 56 rozporządzeń, nie licząc rozporządzeń Komisji Europejskiej, zarządzeń, regulaminów itp.) rynki i instrumenty, statystykę i wartość pieniądza w czasie, ekonomię, finanse przedsiębiorstw, rachunkowość finansową (w tym wszystkie MSR i MSSF), analizę sprawozdań finansowych, analizę i wycenę instrumentów dłużnych, udziałowych oraz pochodnych i alternatywnych, zarządzanie portfelem, etykę i przeciwdziałanie przestępstwom na rynku kapitałowym. Literatura podstawowa sugerowana przez KNF obejmuje 21, zaś uzupełniająca 24 pozycje książkowe.

Wiedza na kilogramy?

Po początkowym przytłoczeniu ilością materiału okazuje się jednak, że multum informacji powtarza się w różnych książkach. Niemal każdy autor czuje się zobowiązany do wyjaśnienia czytelnikowi podstaw kontraktów terminowych i opcji, wartości pieniądza w czasie czy podstaw akcji i obligacji. Ponadto dedykowane fora internetowe aż roją się od porad, które książki należy przeczytać, a które można sobie z czystym sumieniem darować. Przykładowo, nauka ponad stu aktów normatywnych zajmuje więcej niż przyswojenie wszystkich pozostałych zagadnień łącznie. Ze względu na niewielką liczbę pytań z zagadnień prawnych, nauka prawa nie powinna być priorytetem zdającego (z wyjątkiem szeroko pojętej rachunkowości oraz trzeciego etapu egzaminu). Z kolei trudno sobie wyobrazić zaliczenie drugiego etapu bez gruntownego zapoznania się z książkami: „Kontrakty terminowe i opcje – wprowadzenie” Hulla oraz „Rynki obligacji. Analiza i strategię” Fabozziego.

Krok za krokiem

Tryb i forma przeprowadzenia egzaminu zostały uregulowane w stosownym rozporządzeniu

Ministra Finansów oraz licznych komunikatach KNF. Opłata za przystąpienie do każdego etapu egzaminu wynosi 500 złotych. Po zdaniu pierwszego etapu, zdającemu przysługuje prawo do przystąpienia do trzech kolejnych edycji drugiego etapu egzaminu. Odpowiednio, po zdaniu drugiego etapu kandydat na doradcę może trzykrotnie przystąpić do trzeciego etapu.

W przypadku niepowodzenia, zdający musi ponownie przystąpić do pierwszego etapu, który jest pięciogodzinnym testem jednokrotnego wyboru, obejmującym 110 pytań z całości materiału egzaminacyjnego. Za poprawną odpowiedź można otrzymać 2 punkty, za błędną zdający traci 1 punkt. Próg wynoszący 135 punktów w ostatniej edycji tego etapu udało się osiągnąć mniej niż jednej czwartej zdających. Orientacyjna liczba pytań z poszczególnych zagadnień przedstawia się następująco:

1. Zagadnienia prawne	15
2. Etyka, przeciwdziałanie przestępstwom, rynki i instrumenty	5
3. Statystyka i wartość pieniądza w czasie	10
4. Ekonomia	10
5. Finanse przedsiębiorstw	10
6. Rachunkowość, analiza sprawozdań, obowiązki informacyjne emitentów	10
7. Analiza i wycena instrumentów dłużnych	12
8. Analiza i wycena instrumentów	12
9. Analiza i wycena instrumentów	12
10. Zarządzanie portfelem	12

Poziom poszczególnych zadań jest bardzo nierówny. Po zrobieniu paru testów z poprzednich lat można dostrzec, że wiele zadań powtarza się co jakiś czas. Co więcej, znajomość kilku wzorów (CAPM, APT, model Gordona, dura-

tion, podstawowy wzór na wycenę obligacji i garści innych) i założeń do paru teorii (APT, CAPM, rynek efektywny w 3 formach, wyceny opcji Blacka-Scholesa) zapewnia kilkadziesiąt zrobionych zadań w każdym teście. Zdarzają się jednak pytania bardzo szczegółowe i trudne (np. osławiony wskaźnik Kaleckiego, który występuje tylko w Makroekonomii Begga w przypisie na stronie 322 czy niektóre zadania z matematyki finansowej).

Można śmiało powiedzieć, że główną przeszkodą w zdaniu egzaminu jest etap drugi. Wynika to przede wszystkim z jego nieprzyjaznej konstrukcji – zdający musi uzyskać co najmniej 51% punktów w każdym z 5 zadań otwartych, obejmujących zagadnienia z rachunkowości finansowej (bardzo szczegółowe pytania z MSR i MSSF!), analizy sprawozdań finansowych, finansów przedsiębiorstw, analizy i wyceny instrumentów dłużnych, pochodnych i udziałowych oraz zarządzania portfelem. W większości zadań poruszane są różne kwestie, co daje szansę na zdanie egzaminu nawet przy nieznanomości części zagadnień. Niestety zdarzają się także zadania, w których nieznanomość jednego pojęcia sprawia, że zdający może wstać i wyjść (np. nadwyżka bezpieczeństwa – dollar safety margin – zadanie 4, egzamin z 23 listopada 2008). Najczęściej drugi etap zdaje kilkanaście osób, podobnie jak etap trzeci.

Etap trzeci składa się z 2 zadań, dotyczących odpowiednio etyki zawodowej i zapobiegania przestępstwom na rynku kapitałowym oraz rekomendacji inwestycyjnych. Podobnie jak w przypadku drugiego etapu, warunkiem zaliczenia etapu jest zaliczenie obu zadań na co najmniej 51%. Etap ten ze względu na zdawalność jest wyraźnie łatwiejszy niż etap drugi.

Kursy przygotowawcze

Istnieje bogata oferta komercyjnych kursów przygotowujących do egzaminu na doradcę inwestycyjnego, niejednokrotnie dość kosztownych. Uznany na rynku kurs organizowany przez IRB kosztuje 7500 zł, natomiast kurs Związku Maklerów i Doradców dla tych, którzy zdali I etap i przygotowują się do drugiego i trzeciego – 2000zł. Warto także zwrócić uwagę na trwające jeden semestr studia podyplomowe „Metody ilościowe w analizie rynków finansowych” organizowane przez Szkołę Główną Handlową, które są ukierunkowane na potrzeby osób zamierzających zdawać egzaminy na doradcę inwestycyjnego lub CFA.

„Było się uczyć na makro”

Egzamin na doradcę ma także pewną swoją cechę. Pozwala docenić tzw. „teoretyczne bzdury” uczone na polskich uczelniach ekonomicznych, które przecież obrażają „nowoczesną edukację”. Co więcej, niejednokrotnie niedoścignione wiadomości zdobyte w polskich szkołach ekonomicznych są tak naprawdę w użyciu w branży. Potwierdza to pewien student, pracujący w funduszu emerytalnym. ■

DCF - METODA, DZIĘKI KTÓREJ MOŻESZ ZAROBIĆ 62 MILIARDY DOLARÓW (CZĘŚĆ 2)

W poprzednim artykule (stanowiącym właściwie pierwszą część tego artykułu), starałem się pokazać filozofię podejścia DCF do firmy, porównując ją do piłki nożnej, którą każdy dobrze zna, ale tylko nieliczni są bardzo dobrymi futbolistami. Następnie wymieniałem czynniki powodujące wzrost cen akcji, po czym podałem wzór na wartość składnika aktywów, proponując spojrzenie na firmę, jak na sumę aktywów. Na koniec skupiłem się na cyklu życia firmy oraz obliczaniu średniego czasu trwania szybkiego wzrostu. W tym artykule chciałbym postawić kropkę nad i zademonstrować, jak krok po kroku, biorąc dane ze sprawozdań finansowych spółki, obliczyć wartość tych przepływów pieniężnych (CF), aby (w końcu!) wycenić całą firmę. Wszystkiego dowiesz się, Szanowny Czytelniku, z poniższego tekstu, zapraszam do lektury!

BARTOSZ BONIECKI
REDAKCJA@GAZETATREND.PL

Wartość przepływów pieniężnych

„Jeśli nie chcesz mojej zguby, daj mi banknot, ale gruby”

Jan Izidor Sztandynger

W ramach tego kroku wyceny musisz:

- dokładnie obliczyć przepływy pieniężne
- wiedzieć, jaka jest szansa ich uzyskania
- znać stopę wzrostu przepływów z roku na rok...
- ...i stopę ich dyskonta.

Pierwszy punkt jest zarazem jednym z najtrudniejszych etapów wyceny. Można wyróżnić dwa podstawowe modele wyceny na podstawie rodzaju przepływów: FCFF¹ i FCFE². Istnieją też dwa podejścia do wyceny: uproszczone i pełne. W ramach uproszczonego dochodzi się do przepływów, jakie otrzymują (łącznie) akcjonariusze i wierzyciele (metoda FCFF), albo tylko akcjonariusze (FCFE). Ilustrują to odpowiednie wzory:

$$FCFF = NOPAT \cdot (1-t) - (\text{nakłady inwestycyjne} - \text{amortyzacja}) - \Delta WC$$
$$FCFE = \text{zysk netto} - \text{inwestycje netto} - \text{zmiana WC (non-cash)} - \text{splata długu (kapitałowy)} + \text{wartość nowego długu}$$

Gdzie NOPAT = (przychody - koszty operacyjne) x (1 - MTR)³. Oznacza to zysk operacyjny po opodatkowaniu. ΔWC to zmiana niegotówkowego kapitału obrotowego. Niegotówkowy WC ≈ należności bieżące + zapasy -

1. Free Cash Flows to Firm – wolne przepływy do firmy (po opodatkowaniu)
2. Free Cash Flows to Equity – wolne przepływy do akcjonariuszy (po opodatkowaniu i opłaceniu długu)
3. MTR to krajowa stopa podatkowa, czyli wysokość opodatkowania każdego kolejnego dolara zysku.

zobowiązania z tytułu dostaw i usług.

Algorytm, który nazwałem pełnym, wymaga prognozowania w odpowiednim modelu finansowym wszystkich wartości ze sprawozdań finansowych, które prowadzą do ustalenia wielkości FCFF lub FCFE. Niestety, postępuje się tak dla całego okresu szybkiego wzrostu firmy (czyli np. dla 10 lat), jaki wyznaczyłeś w poprzednim kroku. W tym miejscu znajduje zastosowanie analiza szeregów czasowych⁴. Oddzielnie projektuje się sprzedaż, uzależniając ją np. od PKB. Od sprzedaży uzależnia się aktywa obrotowe takie jak należności (zakładając stały okres ich windykacji), itd. Jest to procedura bardzo czasochłonna, a do tego niebezpieczna, bo nieujęcie wpływu jakiegokolwiek czynnika w modelu wypacza go. W celu zilustrowania niebezpieczeństwa, przyjrzyjmy się przykładowi. Przyjmijmy, że spółka XYZ S.A. ma według prognoz osiągnąć w 2010 roku wielkość sprzedaży równą 1000, a koszty operacyjne 995. Zysk operacyjny równy jest 5. W przypadku pomyłki o 5% w wielkość sprzedaży, która faktycznie wyniosłaby 1050, zysk operacyjny byłby jedenastokrotnie wyższy, osiągając wartość 55, przy zmianie sprzedaży o 5%!

Drugi etap odnosi się do oczekiwanych CF⁵. Ponieważ tak naprawdę wyceniasz przyszłość, co do której nie masz żadnej pewności, musisz dokonać niezbędnej korekty – uprawdopodobnić każdy strumień gotówki, jaki miałby trafić do portfela. Jak więc policzyć oczekiwany CF? – prognozowane wartości wymnażasz przez prawdopodobieństwo ich uzyskania. Na przykład: być może wiesz już od swoich kolegów – szczęśliwców, którzy mają teściowe, że na 10 pożyczek, ☛

4. Zainteresowanych analizą szeregów czasowych odsyłam do książki A. Aczela Statystyka w zarządzaniu.

5. więcej znajdziesz tutaj: <http://alexba.eu/2008-12-02/tematy-rozne/wartosc-oczekiwana/>

jakich się im udzieli, 5 stanowi „bezzwrotne inwestycje w kapitał relacji”. W takim razie Twój oczekiwany CF z każdego tak „zainwestowanego” 1000 złotych jest równy $1000 \cdot 5/10 - 1000 = -500$ zł. Oczekiwana stopa zwrotu wynosi - 50%. Na pocieszenie pozostaje fakt, że domu nie da się pożyczyć.

Alokując pieniądze na giełdzie, oczekujesz lepszych – dodatnich przepływów. Co więcej, z tytułu intensywnego rozwoju firmy, strumienie gotówki będą rosnać, a zatem należy obliczyć stopę wzrostu CF z roku na rok. Istnieje na to wzór:

$$\text{Oczekiwana stopa wzrostu} \text{ zysku operacyjnego} \\ = \text{stopa reinwestycji} \cdot \text{zwrot z kapitału (ROC)}$$

Stopa reinwestycji to iloraz sumy: **włożonej w dany okresie gotówki w nakłady inwestycyjne netto (skorygowane o amortyzację) + zmiana niegotówkowego kapitału pracującego** oraz NOPAT. Innymi słowy jest to ta część zysku operacyjnego po opodatkowaniu, którą ponownie inwestujemy w firmę. Obliczając ROC, weź pod uwagę dane historyczne, uwzględnij zmienność wskaźnika i średnie dane branżowe. Jaki mają wpływ te czynniki? Dane historyczne są dobrym przybliżeniem, jeśli nie stało się nic nadzwyczaj ważnego dla funkcjonowania firmy, przy dużej zmienności i znacznie niższych wskaźnikach branżowych możesz dla ostrożności obniżyć szacowany ROC. Podsumowując, jeżeli zysk wynosi 100, a firma reinwestuje z tego 20%, czyli 20, to przy ROC=10%, dodatkowy zysk wyniesie $100 \cdot 0,2 \cdot 0,1 = 2$. Stąd $g = 2/100$.

Stopa dyskonta, nazywana średnim ważnym kosztem kapitału (WACC, Weighted Average Cost of Capital), stanowi ostatnią czynność w ramach szacowania wielkości przepływów pieniężnych. Kalkulowana jest jako suma rentowności dla kapitału własnego (ke) i obcego (kd), które stanowią strukturę finansowania firmy, ważonych odpowiednio udziałami: kapitału własnego (E, z ang. Equity) i obcego (D, z ang. Debt):

$$WACC = k_e \cdot \frac{E}{E+D} + k_d \cdot \frac{D}{E+D}.$$

Dla wzoru FCFE, który generuje pieniądze **tylko** dla akcjonariuszy, D=0, a wzór upraszcza się do $WACC = k_e$.

Wartość końcowa firmy

Po zakończeniu okresu szybkiego wzrostu, firma dalej istnieje na rynku. W związku z tym przepływy pieniężne generowane po tym okresie również należy wycenić. Szacuje się je, dzieląc przepływy firmy w pierwszym roku stabilnego wzrostu przez różnicę średniego ważonego kosztu kapitału dla tego okresu i tempa wzrostu przepływów:

$$TV = \frac{NOPAT_{t+1} \cdot (1 - \frac{g_n}{ROC_n})}{WACC - g_n}$$

gdzie $\frac{g_n}{ROC_n}$ oznacza stopę reinwestycji, g_n tempo stabilnego wzrostu, a okres t jest ostatnim okresem szybkiego wzrostu.

Dla TV (z ang. Terminal Value, wartość końcowa) nie ma już podejścia pełnego, gdyż dokładne szacowanie np. ilości gotówki w kasie za 30 lat byłoby niedorzecznością z bardzo prostego powodu: pewnie nie będzie już kas! Prognozowanie jest więc uproszczone do wyznaczenia NOPAT, g, ROC i WACC.

Uzyskane w ten sposób dwie składowe wartości firmy (dotyczące szybkiego i stabilnego wzrostu) należy zsumować i... Wycena jest prawie gotowa. Należy jeszcze tak otrzymaną wielkość podzielić przez liczbę akcji, by wyznaczyć jej godziwą cenę, przy czym musisz pamiętać o tym, że akcje z prawem głosu są więcej warte od niemych (nie dających akcjonariuszowi żadnych kompetencji decyzyjnych). Średnia nadwyżka rynkowa wartości jednych nad drugimi to 5,44%, tak więc wzór na cenę akcji w takim przypadku byłby następujący

$$\frac{\text{Wartość firmy}}{a_{nieme} + a_{glos} \cdot (1 + \text{premija})}$$

gdzie premija = 5,44%, a_{nieme} to ilość akcji bez prawa głosu, a a_{glos} - z prawem głosu.

Niektóre aspekty wyceny

Ten enigmatyczny brzmiący podtytuł ma wskazać problematyczne dla wyceny zagadnienia, jakimi są chociażby udziały mniejszościowe w innych firmach, korekta NOPAT, uwzględnianie emisji opcji menedżerskich, itp.

Aswath Damodaran, ekspert finansów przedsiębiorstwa, pisze o trzech korektach zysku operacyjnego (dodanie do niego wydatków z tytułu leasingu operacyjnego, które księguje jako koszty finansowe, kosztów prac badawczo-rozwojowych, które powinny być księgowane jako inwestycje -uwzględniając późniejszą amortyzację, a także skorygowanie zysku o zdarzenia nadzwyczajne)⁶, ale w rzeczywistości korekt dotyczących procesu wyceny naliczono aż 164! Pokazuje to złożoność tego procesu i niejednoznaczność wyników.

Innym problemem są udziały mniejszościowe. Można oczywiście brać z nich zysk księgowy, mnożyć przez udział w firmie, ale zysk księgowy opisuje akurat wszystko, tylko nie to, ile spółka zarobiła. Najlepiej zatem obliczać pełną wartość firm, których udziały posiada wyceniana spółka.

Jednym z czynników istotnie wpływających na wartość firmy jest płynność. Jej rolę można przyrównać do prac domowych, zadawanych w szkole: odrobienie nic nie

daje, ale brak – i owszem. Podobnie jest z płynnością: jej brak ujmuje wartości firmy szacunkowo 25-30%. Dyskonto płynności zależy proporcjonalnie od wielkości firmy i jej kondycji finansowej, a także odwrotnie proporcjonalnie od jakości aktywów (ich płynności). Gdy widzisz, że spółka jest niepłynna (o badaniu tego pisałem w artykule o analizie wskaźnikowej), po prostu odejmij od jej wartości dyskonto płynności ustalone arbitralnie na ok. 25-30%. Są też inne sposoby ujęcia dyskonta, o których szerzej pisze Damodaran⁸.

Mając już wyznaczoną wartość firmy, możesz natknąć się na kolejny problem, jakim jest podział akcji na nieme – bez prawa głosu i na akcje z prawem głosu. Oczywiście te drugie warte są nieco więcej (dają Ci dodatkowo przywilej głosu, który zawsze ma pewną wartość, zgodnie z powiedzeniem: lepiej mieć niż nie mieć). Jak trzeba to uwzględnić? - należy otrzymaną wartość firmy podzielić przez liczbę akcji, skorygowanych o premię za prawo głosu. Średnia nadwyżka rynkowa wartości jednych nad drugimi to 5,44%, tak więc wzór na cenę akcji w takim przypadku byłby następujący

$$P = \frac{\text{Wartość firmy}}{a_{nieme} + a_{glos} \cdot (1 + \text{premija})}$$

gdzie premija = 5,44%, a_{nieme} to ilość akcji bez prawa głosu, a a_{glos} - z prawem głosu.

Ostatnią z kwestii, które chciałbym zasygnalizować, są opcje menedżerskie. Dają one posiadaczowi prawo (nie obowiązek!) kupna akcji po z góry ustalonej cenie, tak więc należy uwzględnić ich wpływ na wartość firmy, odejmując kwotę $X \cdot n$, gdzie X to cena wykonania opcji (czyli ewentualna cena akcji, jaką zapłaci posiadacz opcji, decydując się na jej realizację), a n – liczba akcji na jakie opiewają wszystkie opcje.

Game (is not) over!

Tym sposobem zakończyliśmy podróż przez analizę fundamentalną. Jak napisałem: gra wcale nie jest skończona, ona się dopiero zaczyna. Mając teraz ogólne pojęcie o wycenie, a także o analizie technicznej papierów wartościowych, musisz zacząć zdobywać wiedzę wykorzystywać w praktyce, by zarobić tytułowe 62 miliardy, podobnie jak zrobił to Warren Buffett. Nie od razu na GPW opcje wyemitowano, jak mówi staropolskie przysłowie, więc i Ty pewnie będziesz miał początkowo (oby drobne) niepowodzenia. Nie poddawaj się, a metoda DCF niech Ci będzie tym dla portfela, czym mądrość dla duszy - latarnią na drodze z czystości do raj. Kiedy już zdobędziesz tyle pieniędzy, że stać Cię będzie na spółkę z GPW, napisz o tym artykule! Rzetelnych wycen! ■

6. A. Damodaran Finanse korporacyjne, Helion, Gliwice 2007

7. Praca zbiorcza pod red. A. Szablewskiego, R. Tuzimka Wycena i zarządzanie wartością firmy, Poltext, Warszawa 2005, s. 170

8. A. Damodaran Finanse korporacyjne, Helion, Gliwice 2007

SIR FRANCIS BARING TWÓRCA BARINGS BANKU

O banku Barings słyszał nieomal każdy, kto zajmuje się finansami, w kontekście spektakularnego upadku tej instytucji w 1995 roku na skutek spekulacji Nicka Leeson. Mniej osób słyszało o samym twórcy potęgi rodziny Baring, który z rodzinnego handlowego przedsiębiorstwa utworzył najstarszy bank komercyjny Anglii. Jego historia należy do historii bankowości, tak jak losy przedstawionego w poprzednim numerze Johna Pierponta Morgana.

ANNA GRODECKA

ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL

Rodzina kupców i imigrantów

Dziadek Francis Baringa był luterańskim pastorem w niemieckim mieście Bremen, który zmarł na krótko przed śmiercią swojego syna Johanna. Wychowanie nad młodzieńcem przejęła rodzina matki, zajmująca się kupiectwem. W 1717 roku został on wysłany na praktykę w Anglii, gdzie tak bardzo mu się spodobało, że postanowił się tam osiedlić. Został importerem włókien i ubrań. Jego integracja z angielskim społeczeństwem przebiegła relatywnie szybko – w 1723 roku przyjął brytyjskie obywatelstwo, jego życiową wybranką została zaś Elizabeth Vowler, córka hurtownika, zajmującego się sprzedażą kawy i herbaty oraz innych produktów spożywczych.

18 kwietnia 1740 roku na świat przyszedł Francis Baring, trzeci z pięciorga dzieci. Chłopiec od dzieciństwa miał kłopoty ze słuchem – wady tej nie udało się uleczyć nawet w późniejszym okresie. Kiedy 8 lat później Johann Baring (w międzyczasie zmienił imię na John) zmarł, matka chłopca przejęła biznes importu wełny. W latach 50-tych młody Francis odbył 7-letnią praktykę u handlowca Samuela Toucheta w Londynie. Mimo, iż wykazywał duże zdolności, nie przejął rodzinnego biznesu, mającego swoją siedzibę w Exeter, gdyż w kolejce stali jego starsi bracia. Thomas Baring zmarł wprawdzie w 1758 roku, ale zostali jeszcze John i Charles, którzy założyli John and Charles Baring & Co.

Młody Francis postanowił nie wracać do domu i po zakończeniu praktyki, w 1762 roku, założył z bratem Johnem filię rodzinnego biznesu w Londynie. Datę tę uważa się dzisiaj za datę powstania Barings Banku. Wówczas spółka nazywała się John and Francis Baring & Co. Najstarszy brat był ogniem łączącym siedzibę w Exeter z przedsiębiorstwem w Londynie, jednak jego polityczne zainteresowania sprawiły, że faktycznie londyńską filię kierował Francis. Podczas pierwszych lat współpracy z braćmi Francis poniósł wiele strat, z powodu nieumiejętnego zarządzania rodzinnym biznesem przez Charlesa.

Rozwój firmy i zdobycie autorytetu

Francis, kierujący londyńskim przedsiębiorstwem, zaczął powoli odbiegać od pierwotnego zajęcia rodzinnej firmy – handlu materiałami i tekstyliami. Zaangażował się nie tylko w samo pośrednictwo handlu pomiędzy kolonijnymi



sprzedawcami a londyńskimi hurtownikami, ale i gwarantowanie cen i zapłaty za konkretne dostawy. Był pionierem weksli i przemysłu bankowego w Anglii.

Oprócz pośrednictwa w handlu, Francis Baring rozpoczął inwestycje i działalność w Kompanii Wschodnio-Indyjskiej, a w 1779 roku został jednym z dyrektorów firmy. Za działalność w Kompanii, której przewodniczył w latach 1792-93, otrzymał tytuł szlachecki, co pozwoliło mu się od tej pory tytułować Sir.

W międzyczasie spółka braci Baring zyskiwała na transakcjach z brytyjskim rządem. Bracia Baring byli dostawcami prowiantu dla brytyjskiej armii podczas amerykańskiej Wojny o Niepodległość (1775-1783). Podpisane umowy były bardzo zyskowne dla Wielkiej Brytanii, ale i samego Francis Baringa, którego zaczęto przez to krytykować na łamach prasy. Ponadto spółka Baringów nie cieszyła się zaufaniem arystokracji, która z podejrzliwością traktowała handlowców. Aby uciszyć nieprzychylnie głosy, Francisowi doradzono, aby zaangażował się w politykę, co pozwoliłoby mu na podniesienie jego statusu społecznego. Sprytny plan się udał i w 1789 roku Francis Baring dostał się do parlamentu, którego członkiem był przez 22 lata, do śmierci. Niedługo później wszedł w poczet arystokratów, co pozwoliło jego bankowi stać się głównym bankiem brytyjskich wyższych sfer. Został również agentem brytyjskim w kontaktach z rządem Stanów Zjednoczonych. W 1803 roku to działania i pomoc finansowa House of Barings pozwoliły Stanom Zjednoczonym na zakup Luizjany od Francuzów.

Życie rodzinne i sukcesorzy

Francis Baring poślubił w 1767 roku Harriet Herring, pochodzącą z dosyć zamożnej rodziny. Para miała w sumie dwanaścioro dzieci, spośród których dwójka zmarła, tak że rodzina Baringów wychowywała pięciu synów i pięć córek. Kontakty ojca nie pozostały bez wpływu na biografie jego dzieci. Najstarszy syn Thomas wyjechał do pracy w Bengalu, Henry do Chin. Po powrocie z zagranicy najstarszy potomek Francis został uczyniony partnerem, ale w rzeczywistości bardziej interesowało go kolekcjonowanie sztuki niż bankowe przedsięwzięcia ojca. Młodszy Henry i Alexander wykazywali więcej zaangażowania w bankowy biznes. Kiedy w wieku 63 lat Francis przeszedł na emeryturę, przekazał kontrolę nad bankiem Thomasowi, Alexandrowi i Henry'emu. Poświęcił się kolekcjonowaniu sztuki, a w szczególności dzieł holenderskich malarzy, m.in. Rubensa i Rembrandta. Zmarł 11 września 1810 roku. Można powiedzieć, że jego faktycznym sukcesorem został syn Alexander, kontynuujący rodzinną tradycję.

Bank Barings odgrywał na przełomie XVIII i XIX wieku ogromną rolę, nie tylko w Anglii. Francis Baring rozpoczął od handlu z koloniami, a skończył na finansowaniu całych rządów i wojen (o niepodległość USA, napoleońskich). O tym, jak wielkie znaczenie bank Barings miał w owych czasach, najlepiej świadczy cytat księcia Richelieu, premiera na dworze Ludwika XVIII, wypowiedziany w 1818 roku: „W Europie jest sześć wielkich potęg: Anglia, Francja, Rosja, Austria, Prusy i Baring Brothers.” ■

MUZYCZNA UCZTA

Klub studencki Stodoła będzie wspaniałym miejscem na spędzenie czasu w nadchodzące długie, jesienne wieczory. W krótkim czasie wystąpi tam kilka interesujących zespołów.

PIOTR NIEWIADOMSKI
PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL

26 i 27 listopada będzie można powspominać czasy młodości razem z T.Love. Ich IV LO na pewno przywoła wspomnienia z przeszłości – a wiadomo doskonale, że tam wszystko się mogło zdarzyć. Pierwsze słowa „Za oknem zimowo zaczyna się dzień...” słynnej „Warszawy” pewnie znów staną się aktualne ze względu na pogodę, ale nie ostudzi to na pewno zapału fanów. Każdy z nich na pewno uzna, że Jest Super.

Niecały tydzień później, bo już 2 i 3 grudnia do Stodoły przybędą rzesze miłośników Whisky, podróżując Wehikułem Czasu przez Małą Aleję Róż. Niektórym z nich przyjdą pewnie do głowy Naiwne Pytania, a inni będą Śnić o Victorii lub o Pawiu, który przynosi złote jaja. Wszyscy jednak będą Skazani Na Bluesa w wykonaniu jednego z najlepszych polskich zespołów. Tym, którzy słabiej znają twórczość Dżemu radzę nadrobić zaległości przed koncertem, bo nie biorąc udziału w chóralnych wykonaniach największych hitów poczuć się Outsajderami i z pewnością będą Czerwoni Jak Cegła ze wstydu!

15 i 16 grudnia wszyscy staniemy się myślowiczami. Artur Rojek i jego ekipa intensywnie nadrabiają zaległości po rocznym urlopie i znów przyjeżdżają na koncert do stolicy. Będą tam specjalnie Dla Ciebie – zabiorą ze sobą Chłopców, Alexandra i Peggy Sue (a może nawet Peggy Brown!). I nie ważne, czy wolisz Mieć Czy Być – na pewno warto wybrać się na ten koncert i śpiewać razem zespołem z całych sił, Do Utraty Tchu! ■

Wybrane koncerty w klubie Stodoła

Data	Zespół
26 i 27 listopada	T. Love
2 i 3 grudnia	Dżem
15 i 16 grudnia	Myslovitz

SŁOWNIK
INWESTORA

MARIA KUŚKA
MARIA.KUSKA@GAZETATREND.PL

LBO (Leveraged Buyout – wykup lewarowany) – wykup pakietu kontrolnego akcji firmy przejmowanej, finansowany w dużej mierze kapitałem obcym. Głównym źródłem finansowania wykupu jest dług, który jest zwykle zabezpieczony aktywami firmy przejmowanej. Co więcej, dług ten jest często spłacany z przepływów pieniężnych generowanych przez spółkę przejętą, a odpowiedzialność samego sponsora jest ograniczona. Taka forma finansowania jest atrakcyjna dla wykupujących, ponieważ wymaga mniejszego nakładu kapitału oraz oferuje potencjalnie wyższy zwrot z kapitału własnego. Najczęściej dług stanowi 50-85% kapitału, choć nie jest to regułą. Za pierwsze LBO uważany jest wykup Pan-Atlantic Steamship Company przez McLean Industries, Inc. w 1955 roku.

Window dressing – sztuczne poprawianie stanu sprawozdań finansowych pod koniec okresów rozliczeniowych w celu zrobienia dobrego wrażenia na inwestorach, wierzycielach czy innych interesariuszach i zatajenia ewentualnych problemów. Może polegać na uprawianiu kreatywnej rachunkowości albo dokonywaniu rzeczywistych transakcji jak np. sprzedaż aktywów w celu poprawienia wskaźników finansowych. ■

MICHAEL R. TYRAN – WSKAŹNIKI FINANSOWE
WSKAŹNIKI + DANE + EXCEL = OCENA SPÓŁKI

PIOTR NIEWIADOMSKI
PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL

Praca ekonomisty lub finansisty kojarzy się zwykle z wielkim arkuszem wypełnionym liczbami, nad którym trzeba siedzieć godzinami, aby coś zrozumieć. Osoby bardziej zainteresowane tematem wiedzą, że to tylko wyobrażenie laika, a wielki arkusz danych w Excelu to doskonała podstawa do prowadzenia analiz finansowych. Niestety, to tylko podstawa. Ciężko bowiem przeanalizować setki lub nawet tysiące pozycji finansowych charakteryzujących wyniki danej spółki w okresie kilku lat bez wykorzystania syntetycznych wskaźników finansowych. Jeszcze trudniej porównać wyniki takiej analizy z innymi podmiotami, aby wybrać tę, w którą warto zainwestować swój kapitał.

Właśnie z tego powodu warto zapoznać się z książką Michaela Tyrana. Nie jest to lekka i przyjemna lektura do czytania w wolnej chwili, ale nie takie było jej zadanie. Jest to niezwykle wartościowa książka dla każdego, kto uwielbia pracę z Excelem i analizę wskaźnikową. W książce „Wskaźniki finansowe” można znaleźć wzory pozwalające przeanalizować sytuację finansową spółki pod wieloma różnymi względami – od zyskowności poczynając, poprzez zaangażowany kapitał, a na płynności kończąc. Najistotniejsze jest jednak to, że książka ta nie jest jedynie zbiorem wzorów. Każdy wskaźnik jest dodatkowo omówiony, przedstawiona



jest jego interpretacja, w wielu przypadkach podjęto próbę wyznaczenia korzystnych przedziałów lub zamieszczono wskazówki jak takie przedziały wyznaczyć samemu dla odpowiedniego rynku. I to właśnie te dodatkowe cechy mają największą wartość dla Czytelników. Każdy byłby w stanie dodać do siebie kilka wartości i podzielić je przez różnicę innych. Ale nie każdy byłby w stanie ocenić zasadność takiej analizy i zinterpretować jej wyniki. A właśnie tego można się nauczyć dzięki Wskaźnikom Finansowym M. Tyrana. ■

Książka do nabycia w księgarni internetowej Maklerska.pl

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



Potężny pracodawca to potężne perspektywy

Reklama, rozrywka, FMCG, bankowość, ubezpieczenia, finanse, transport, turystyka, motoryzacja, nieruchomości, telekomunikacja... Zastanawiasz się, którą branżę wybrać, żeby dobrze pokierować swoją karierą? **Wybierz KPMG i pracuj dla nich wszystkich!**

KPMG to międzynarodowa sieć firm świadczących usługi z zakresu **audytu, doradztwa podatkowego i doradztwa gospodarczego**. Naszymi klientami są polskie przedsiębiorstwa, międzynarodowe koncerny, banki i instytucje finansowe. **Obsługujemy ponad 2 500 firm ze wszystkich sektorów gospodarki**, wielu naszych klientów jest notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

W KPMG tworzymy przyjazne miejsce pracy i środowisko, w którym pracownicy mogą w pełni rozwijać swój potencjał. Potwierdzają to wyniki naszego badania opinii pracowników: **86% osób zatrudnionych w KPMG uważa, że na obecnym stanowisku ma możliwość rozwoju osobistego i podnoszenia swoich kwalifikacji, zaś 70% uważa KPMG za dobre miejsce na rozwój kariery zawodowej.*** Przekonaj się, co mamy do zaoferowania Tobie.

www.kariera.kpmg.pl

* Źródło: KPMG Global People Survey, Poland, September – October 2008 (Badanie opinii pracowników KPMG w Polsce, wrzesień – październik 2008 r.)