


TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

ISSN: 1899-4202

WWW.GAZETATREND.PL

NUMER 9 (25) GRUDZIEŃ 2010



TEMAT NUMERU
**CZY INWESTOR
JEST
NIEWOLNIKIEM
WŁASNYCH
EMOCJI?**

FINANSE OSOBISTE
**Przed gwiazdką
uważaj na... gwiazdki**

INWESTYCJE
**Okiełznanie ryzyka,
czyli o stawianiu
stop-lossów**

10.000 PLN

nagroda główna



UWAGA
konkurs

BOŚ API

Automaty na giełdzie

Masz pomysł na narzędzie dla inwestorów giełdowych? Umiesz programować? Chciałbyś, żeby Twój program został zauważony i doceniony? Powalcz o 10.000 PLN! Przystąp do konkursu bossaAPI – Twój automat na giełdzie.

Co zrobić, żeby wygrać 10.000 PLN?:

01. Wymyśl ciekawe zastosowania dla bossaAPI (lub skorzystaj z pomysłów proponowanych przez inwestorów),
02. Zarejestruj się na stronie bossa.pl/konkurs/bossaAPI,
03. Napisz program wykorzystujący bossaAPI,
04. Do 31 grudnia 2010 r. wyślij do DM BOŚ aplikację wraz z opisem jej poprawnego działania.

Komisja Konkursowa wybierze 3 najciekawsze prace i przyzna jedną nagrodę – 10.000 PLN i dwie po 5.000 PLN. Prace będą promowane na stronie bossa.pl

bossa.pl/konkurs/bossaAPI



DOM MAKLERSKI
BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.

BOSSA.PL

Centrala:
Oddziały:

ul. Marszałkowska 78/80, 00-517 Warszawa, tel.: (+48) 22 50 43 000, makler@bossa.pl, www.bossa.pl
Białystok / Bielsko-Biała / Bydgoszcz / Częstochowa / Gdańsk / Katowice / Kielce / Koszalin / Kraków
Leszno / Łomża / Łódź / Olsztyn / Ostrołęka / Poznań / Rybnik / Szczecin / Tomaszów Mazowiecki / Wrocław

Od redakcji

MIEĆ CZY BYĆ?

Wszyscy zgodnie powtarzamy frazes, że pieniądze szczęścia nie dają – jednak każdy z nas chce przetestować prawdziwość tej sentencji na własnej skórze. Lekceważąc okrutne prawa rachunku prawdopodobieństwa, kupujemy kolejny kupon totolotka, wyobrażając sobie, jak piękne i beztrudne byłoby nasze życie, gdybyśmy trafili szóstkę.

Myślenie o pieniądzach wywołuje w nas całą gamę emocji, które niejednokrotnie usypiają nasz zdrowy rozsądek. Na rynkach finansowych od lat niepodzielnie panują strach i chciwość – po ich wpływie racjonalni (?) inwestorzy zamieniają się w nerwowych hazardzistów, kupujących akcje po absurdalnie wysokich cenach i sprzedających je śmiesznie tanio. Dlatego też umiejętność pokonania własnych emocji zaczęto uważać za element niezbędny do osiągnięcia finansowego spełnienia, które – jak wielu z nas sądzi – uczyni nas szczęśliwymi.

Czy to właśnie dążenie do poczucia szczęścia sprawia, że tak wielu z nas podejmuje trudną walkę z rynkiem? Dlaczego tak często utożsamiamy szczęście z bogactwem? Być może dlatego, że tkwi w nas uporczywa skłonność do porównywania się z innymi ludźmi, a ilość pieniędzy jest jednym z niewielu obiektywnych kryteriów, według których możemy ocenić siebie na tle innych. Rzeczywistość jest jednak bardziej skomplikowana i trudno doszukać się bezpośredniej zależności pomiędzy poziomem zadowolenia z życia a liczbą zer na koncie w banku – jeśli wierzyć rozlicznym badaniom psychologicznym dotyczącym tej kwestii, poziom zadowolenia z życia wśród osób z listy 400 najbogatszych Amerykanów jest porównywalny do poziomu zadowolenia wśród Masajów. A przecież obie grupy dzieli materialna przepaść.

Hipokryzją byłoby stwierdzenie, że pieniądze w życiu nie są ważne. Jednak w to, że zazwyczaj nie wystarczą one do spełnionego życia, można uwierzyć, obserwując zachowanie osób, które osiągnęły wysoki status materialny – wiele z nich angażuje się bowiem w działania charytatywne. Wprawdzie dziś filantropię często uznaje się za element PR-owej strategii, jednak nie można wykluczyć, że za działaniami dobroczynnymi kryje się także potrzeba pozytywnego wpływu na życie innych, a dzięki temu – nadania sensu swojemu życiu (jakkolwiek banalnie by to nie zabrzmiało).

W odwiecznym dylemacie „mieć czy być” złotym środkiem wydaje się więc traktowanie pieniędzy jako celu służącego do maksymalnego wykorzystania swojego potencjału jako człowieka. Jason Zweig w książce „Twój mózg, twoje pieniądze” wskazuje zresztą na to, że uzależnianie szczęścia od poczucia, że nasze życie ma głębszy sens, jest podświadome i wynika ze specyfiki funkcjonowania ludzkiego mózgu – więc, czy tego chcemy, czy nie, „(...) nasze szczęście zależy nie od tego, ile możemy kupić, lecz od tego, ile jesteśmy warci”.

DOROTA SIERAKOWSKA
REDAKTOR NACZELNY

1. Klikasz na www.unifundusze.pl
 2. Wypełniasz wniosek
 3. Inwestujesz online w fundusze
- 0% prowizji

Instrukcja obsługi. Unifundusze.pl – klikasz, inwestujesz.



TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

WYDAWCA:
Akademickie Inkubatory Przedsiębiorczości
przy Szkole Głównej Handlowej
ul. Piękna 68 II p. 00-672 Warszawa
Tel. kom. 691 954 727
biuro@gazetatrend.pl

ADRES KORESPONDENCYJNY REDAKCJI
Akademickie Inkubatory Przedsiębiorczości
Przy Szkole Głównej Handlowej w Warszawie
Al. Niepodległości 147/25
02-554 Warszawa
Tel. +48 691 954 727
email: biuro@gazetatrend.pl

REDAKTOR NACZELNY
Dorota Sierakowska
dorota.sierakowska@gazetatrend.pl

ZASTĘPCY RED. NACZELNEGO
Anna Grodecka
anna.grodecka@gazetatrend.pl
Jakub Domagański
jakub.domagalski@gazetatrend.pl

KOORDYNATOR DZIAŁU PR
Katarzyna Gruszka
katarzyna.gruszka@gazetatrend.pl

AUTORZY ARTYKUŁÓW
Mikołaj Atanasow
Bartosz Boniecki
Paweł Cymcyk
Anna Grodecka
Katarzyna Gruszka
Maciej Grzesiewski
Marek Ignaszak
Piotr Kuczyński
Marcin Osiecki
Anna Patek
Paulina Pawlik
Marcin Różowski
Dorota Sierakowska
Artur Szczepkowski

KOREKTA
Anna Grodecka
anna.grodecka@gazetatrend.pl

REKLAMA
Jakub Domagański
reklama@gazetatrend.pl
TEL. 691 954 727

SKŁAD I GRAFIKA
Maciej Antoniewski
www.grafik-komputerowy.com.pl

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.

Wszystkie materiały chronione
są prawem autorskim.
Przedruk lub rozpowszechnianie
w jakiegokolwiek formie i jakimkolwiek języku
bez pisemnej zgody wydawcy jest zabronione

Dystrybucja i prenumerata
kontakt pod adresem redakcja@gazetatrend.pl

PARTNERZY STRATEGICZNI

BOŚ | DOM MAKLERSKI

Studenckie Koło Naukowe
KLUB INWESTORA

PROJEKTY PATRONACKIE

- 5** **Rozpoczął się II etap konkursu EY Financial Challenger!**
Studentka I roku studiów magisterskich SGH wygrała konkurs TEP i FOR „Młody ekonomista”
Liczby miesiąca
 - Mikołaj Atanasow

WYDARZENIA

- 6** **Inwestowanie w giełdę na giełdzie**
 - Maciej Grzesiewski
Plus Minus - Anna Patek
Cytaty miesiąca - Mikołaj Atanasow
- 7** **Inflacja coraz bardziej zagraża lokatom**
 - Michał Sadrak

RING EKONOMICZNY

- 8** **Ring ekonomiczny**

WYWIAD

- 10** **Nie da się wyzbyć emocji - zwłaszcza, jeżeli chodzi o duże pieniądze**
 - Dorota Sierakowska

BULL'S EYE

- 12** **Czy grozi nam „świński dołek”, czyli co z grupą PIIGS?**
 - Bartosz Boniecki

KOMENTARZE

- Co słychać na Wall Street? Fed ucieszył, a wybory nie zaskoczyły**
 - Piotr Kuczyński
- 15** **Dlaczego spada bardziej niż powinno?** - Michał Bieńkowski

3 NAJ...

- 16** **3 najciekawsze wydarzenia na rynku M&A w 2010 roku** - Małgorzata Kosiecka

TEMAT NUMERU

- 17** **Czy inwestor jest niewolnikiem własnych emocji?**
 - Anna Patek

- 20** **Inwestowanie - walka z samym sobą**
 - Dorota Sierakowska



FINANSE OSOBISTE

Przed gwiazdką uważaj na... gwiazdki

- Paweł Cymcyk

KARIERA

- Finansista w świecie zabawek** **24**
 - Anna Grodecka

INWESTYCJE

Okiełznanie ryzyka, czyli o stawianiu stop-lossów

- Marcin Różowski



- Catalyst - walka o inwestorów na odsetki** - Artur Szczepkowski **29**

- Zyski kombinowane**
 - Katarzyna Gruszka **30**

- Inwestycje w fundusze rynków wschodzących cz.2** - Anna Patek **31**

TREND SELECT

- Koniec roku testem dla Almy** **33**
 - Aleksandra Panek, Agnieszka Żmigrodzka

WŁASNA FIRMA

- Merry Shopping!** **35**
 - Paulina Pawlik

EDUKACJA

Nowe wyzwania polityki pieniężnej

- Marek Ignaszak

WIELCY INWESTORZY

- Carlos Slim Helú - władca Slimlandii** **39**
 - Anna Grodecka

INWESTOR PO GODZINACH

- Miejsce, gdzie zatrzymał się czas** **41**
 - Katarzyna Chałupczak

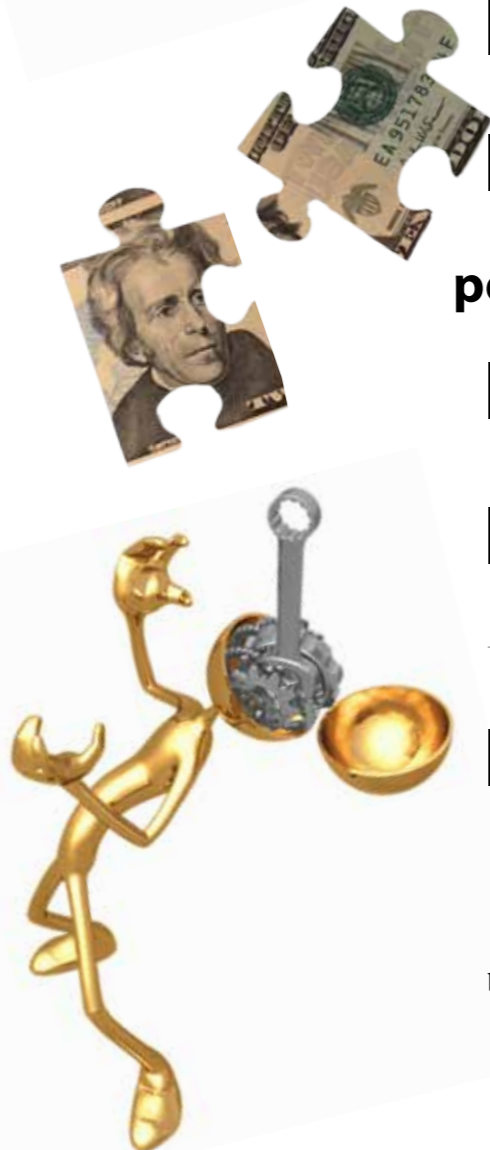
- Narciarstwo biegowe** **43**
 - Anna Patek

RECENZJE

- Aby osiągnąć sukces, trzeba działać „Czas rekinów. Liderzy amerykańskiego biznesu XX wieku”** **45**
 - Katarzyna Gruszka

- Jak zmierzyć efektywność działania banków? „Efektywność finansowa banków giełdowych”** - Małgorzata Kosiecka

- Egzotyka dla finansistów „Egzotyczne opcje finansowe. Systematyka, wycena, strategie”** - Katarzyna Gruszka



Rozpoczął się II etap konkursu EY Financial Challenger!

26 listopada zakończyła się możliwość rejestracji zespołów do udziału w EY Financial Challenger. Tegoroczna edycja cieszyła się ogromnym zainteresowaniem. Studenci tłumnie zbierali się na organizowanych przez Ernst & Young spotkaniach informacyjnych, połączonych z mini case study oraz dniach promocji konkursu przygotowywanych przez Ambasadorów firmy na uczelniach.

Od 8 grudnia rozpoczynamy II etap konkursu. Konsultanci Ernst & Young oprócz Warszawy udadzą się do Poznania, Wrocławia, Krakowa, Katowic oraz Gdańska, aby wyłonić finalistów konkursu, a także zidentyfikować najlepszych studentów. Osoby, które podczas prezentacji zabłysną swoją wiedzą i umiejętnościami, w przyszłości mogą liczyć na zaproszenie do wzięcia udziału w procesie rekrutacyjnym.

Podczas cyklu spotkań w 6 miastach drużyny zapoznają się z tematem zadania konkursowego. Rozwiązanie będą prezentować po kilku tygodniach już w biurach Ernst & Young.

Finał konkursu odbędzie się w jednym z warszawskich 5 gwiazdkowych hoteli w kwietniu 2011 roku. ■



Studentka I roku studiów magisterskich SGH wygrała konkurs TEP i FOR „Młody ekonomista”

W dniu 28 października br. odbyła się uroczysta gala na zakończenie Konkursu „Młody Ekonomista” na najlepszą pracę o tematyce ekonomicznej zorganizowanego po raz drugi przez Towarzystwo Ekonomistów Polskich (TEP) i Fundację FOR. Podczas gali laureaci mieli okazję na indywidualne rozmowy z wybitnymi ekonomistami, którzy weszli w skład kapituły konkursu.

Konkurs na najlepszą pracę o tematyce ekonomicznej przeznaczony jest dla studentów wszystkich kierunków studiów, którzy nie ukończyli 25 lat. Celem konkursu jest wspieranie rozwoju ambitnych, utalentowanych i wyróżniających się wiedzą ekonomiczną młodych ludzi, a także zainteresowanie studentów wszystkich kierunków studiów szeroko pojętą tematyką ekonomiczną.

W drugiej edycji konkursu „Młody Ekonomista” jego uczestnicy mieli przygotować prace na temat „Państwo i rynek – co wynika z obecnego kryzysu?”. W skład kapituły konkursu weszli:

- **Prof. Leszek Balcerowicz**, Przewodniczący Kapituły, Przewodniczący Rady TEP, Przewodniczący Rady Fundacji FOR,
- **Andrzej Krajewski**, p.o. Prezesa Fundacji FOR,
- **Jakub Rak**, Sekretarz Generalny Rady TEP,
- **Andrzej Rzońca**, Członek Rady Polity-

ki Pieniężnej, współpracownik Fundacji FOR,

- **Jerzy Strzelecki**, Członek Rady TEP,
- **Jerzy Thieme**, Wiceprzewodniczący Rady TEP,
- **Prof. Jan Winiecki**, Członek Rady TEP, Członek Rady Polityki Pieniężnej.

Pierwsze miejsce i nagrodę w wysokości pięciu tysięcy złotych otrzymała Małgorzata Karaś, studentka I roku studiów magisterskich na kierunku finanse i rachunkowość na SGH oraz absolwentka (z wyróżnieniem) studiów licencjackich na kierunku metody ilościowe w ekonomii i systemy informacyjne na SGH.

Drugie miejsce i nagrodę w wysokości trzech tysięcy złotych otrzymał Krzysztof Brzeziński, student II roku studiów magisterskich na kierunku metody ilościowe w ekonomii i systemy informacyjne na SGH.

Trzecie miejsce i nagrodę w wysokości dwóch tysięcy złotych otrzymał Kamil Maj-

czak studiujący równolegle na III roku ekonomii SGH i II roku matematyki Uniwersytetu Warszawskiego (UW).

Wyróżnienia otrzymali: Karol Duer - absolwent ekonomii Uniwersytetu Szczecińskiego, Emilia Klepczarek - kierunek ekonomia na Uniwersytecie Łódzkim, Paweł Maryniak - kierunek finanse i rachunkowość na Uniwersytecie Ekonomicznym we Wrocławiu oraz Maciej Miętek i Arkadiusz Sieroń - studenci ekonomii na SGH.

Wszyscy laureaci i wyróżnieni otrzymali dyplomy, recenzje swoich prac oraz nagrody książkowe.

Konkurs odbył się dzięki wsparciu Fundacji BRE Banku i Fundacji Bankowej im. dr. Mariana Kantona.

Patronami medialnymi konkursu byli: TV Biznes, Wyborcza.biz, Dziennik Metro, Portal Studencki Dlaczego.com.pl, Praktykanci.pl, Akademickie Radio Kampus, TREND, Kurier Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Miesięcznik Studencki MANKO, eNeMeS - Niezależny Magazyn Studencki. ■

LICZBY MIESIĄCA

MIKOŁAJ ATANASOW

- 1 miejsce na liście najbardziej skorumpowanych krajów świata zajęła Somalia. W 10-stopniowej skali opracowanej przez Transparency International Somalia zdobyła 1,1 pkt.
- 3 na tyle lat więzienia skazany został za oszustwa podatkowe Wesley Snipes, amerykański aktor.
- 5 na tej pozycji zadebiutował w rankingu najlepszych domów maklerskich magazynu Forbes czeski broker Wood&Company, planujący dalszą ekspansję na polskim rynku. Podium zajęły odpowiednio DMBH, Ipopema Securities i ING Securities.
- 20 procentowy wzrost indeksu S&P500 w ciągu najbliższych 12 miesięcy przewiduje Jim O'Neill z Goldman Sachs Asset Management.
- 50 o tyle procent w ciągu kolejnych pięciu lat planuje zwiększyć produkcję Adidas, obecnie największy na świecie producent sprzętu sportowego.
- 140 milionów zł to cena przejęcia przez Getin Holding Allianz Banku Polska.
- 400 milionów euro planuje zainwestować w Polsce fundusz private equity Mid Europa Partners.



NA PLUS

Cinema City stawia na rozwój

Spółka Cinema City International zamierza zwiększyć zasięg działalności. W planach przedsiębiorstwa jest otwarcie 9-10 nowych kin (jednego jeszcze w tym roku, 8-9 w przyszłym). Nowe multiplexy mają powstać w Europie Środkowo-Wschodniej (Rumunia, Bułgaria, Polska). Oprócz tego spółka zamierza zainwestować w 100 projektów cyfrowych przeznaczonych dla istniejących już kin. Poczynione inwestycje i kolejne wersje kinowych hitów (Harry Potter, Narnia, Piraci z Karaibów) mają pomóc firmie utrzymać tempo wzrostu przychodów na obecnym poziomie.

Sobieski z odsieczą

Przychody grupy Belvedere zwiększyły się o ponad 15,5%. Znacząco przyczyniła się do tego marka Sobieski, która podbija serca Europejczyków i Amerykanów. W USA sprzedaż grupy Belvedere wzrosła o 57,6%. Lwia część tego sukcesu to zasługa właśnie wódki Sobieski - jej sprzedaż wyniosła w III kwartale 2010 243 000 kartonów, co oznacza wzrost o 41%. W zestawieniu firmy International Wine & Spirit Research Sobieski zakwalifikował się do grona 10 najlepszych marek na całym świecie (w 2010 awansował na pozycję 6. wobec 14. rok wcześniej). Ponadto Bruce Willis stał się ambasadorem tej wódki za granicą, co bez wątpienia przyczyniło się do sukcesu marki. W koszyku produktów oferowanych przez grupę Belvedere możemy znaleźć także markę DANZKA, Krupnik, Polonaise, Starogardzka, William Peel, Marie Brizard.

Poprawa w branży turystycznej

Na ostatnim spotkaniu prasowym przedstawiciele spółki Orbis przekonywali, że sytuacja na rynku usług turystycznych ulegnie poprawie. Najważniejszym celem dla spółki ma być poprawa konkurencyjności cenowej i wskaźnika RevPar (Revenue per available room). W III kwartale wyniósł on 122,50zł. Szefostwo Orbisu nadzieje na ożywienie w branży wiąże z warszawskim rynkiem, który ocenia jako perspektywiczny. W III kwartale 2010r. Orbis osiągnął zysk na poziomie 13,15 mln zł zysku netto (wobec 8,59 w III kwartale 2009r.).

Inwestowanie w giełdę na giełdzie



MACIEJ GRZESIEWSKI

**Cena emisyjna – 43 zł
9.11.2010 - 50,75 zł**

Aż 7,75 złotych mógł zarobić posiadacz akcji Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie już w ciągu pierwszego dnia notowań. Zważywszy na fakt, że pakiet, który mógł kupić inwestor indywidualny, to 25 akcji, jego maksymalny zysk wyniósł 193,75 złotych. Jest to całkiem dobry wynik, który dodatkowo potwierdził przypuszczenia analityków, że akcje GPW będą zwykowały. Już po pierwszym dniu GPW zasilila szeregi światowych giełd, które, po swoim IPO, sownie wynagrodziły inwestorów wysokimi stopami zwrotu z inwestycji. Z pewnością zwrot na poziomie 18,02% nie jest tak imponująca jak ten, który wypracowały akcje giełdy w Dubaju (135%), jednak może on napawać optymizmem.

Wartość oferty publicznej GPW plasowała się na poziomie 1,2 mld złotych. 31% akcji nowej emisji trafiło do inwestorów indywidualnych, a resztę podzieliły między sobą polskie i zagraniczne instytucje finansowe, np. fundusze emerytalne czy fundusze inwestycyjne. Skarb Państwa, mimo IPO, zdecydował się na zachowanie kontroli strategicznej nad spółką. Świadczyć może o tym decyzja o zatrzymaniu 35% kapitału zakładowego w postaci akcji serii A - uprzywilejowanych co do głosu (na każdą akcję mają przypadać dwa głosy). Jeżeli chodzi o inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych, wprowadzono ograniczenie dotyczące głosowania. Możliwe jest tylko wykonywanie prawa głosu do 10%. Ponadto akcjonariusze mniejszościowi mają prawo do

wytypowania jednego członka rady nadzorczej.

GPW w regionie Europy Środkowo-Wschodniej nie ma sobie równych pod względem osiągniętych wyników. W ciągu ostatnich 5 lat zanotowała wzrost wielkości obrotu na Rynku Głównym na poziomie 23,8% rocznie. To świetny wynik z uwagi na fakt, iż na rynku kapitałowym zauważa się tendencje do odchodzenia od tradycyjnych parkietów na rzecz MTF-ów. Są to alternatywne platformy handlu, które działają nieprzerwanie i budują swoją przewagę konkurencyjną, bazując na atrakcyjnej cenie. Inwestorzy z Europy Zachodniej już ulegli zaletom oferowanym przez MTF-y i zaufali alternatywnej platformie handlu - Chi-X. Dowodem na to jest fakt, że pod względem wysokości obrotów akcjami, wyprzedziła ona takich gigantów, jak London Stock Exchange czy Deutsche Börse. Możliwość pojawienia się MTF-ów na polskim rynku jest w przyszłości prawdopodobna i może być zagrożeniem dla GPW.

Ponadto część ekspertów dywaguje nad tym, czy rzeczywiście warto było doprowadzać do IPO giełdy. Wskazują oni na odmienne cele giełdy i spółki giełdowej, które ciężko ze sobą pogodzić. Giełda ma za zadanie umożliwić najefektywniejszą alokację kapitału, wycenę rynkową, a także stworzyć możliwość pomnożenia oszczędności gospodarstw domowych. Spółka giełdowa ma przede wszystkim budować wartość dla swoich akcjonariuszy. Czy model giełdy na giełdzie sprawdzi się na polskim gruncie? Przyszłość pokaże. Póki co, większość zainteresowanych jest zadowolona - na czele z ministrem Skarbu Państwa i prezesem GPW. ■

Inflacja coraz bardziej zagraża lokatom

Wzrost październikowej inflacji do 2,8% spowodował, że tylko w dwóch bankach realne zyski z lokat zakładanych przed rokiem przekroczyły 2%. Jeszcze dwa miesiące temu taki wynik osiągała co druga instytucja na rynku.

MICHAŁ SADRAK

Odczyt publikowanego przez Główny Urząd Statystyczny wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych na poziomie 2,8% w ujęciu rok do roku oznacza, że bankowe depozyty po uwzględnieniu podatku ledwo dają radę chronić oszczędności. Presja inflacyjna powoduje, że lada chwila nawet to może okazać się zbyt trudnym zadaniem.

Średnia realna stopa zwrotu z rocznych lokat wyniosła w październiku 1,07%, czyli ponad 0,8 pkt proc. mniej niż dwa miesiące temu. Przyczyną jest skokowy wzrost inflacji w ciągu dwóch ostatnich miesięcy, a nie powolnie spadające przed rokiem oprocentowanie depozytów. Realny zysk z najlepszej rocznej lokaty wyniósł 2,29% i był prawie dwa razy niższy niż rok temu. Taki wynik osiągnęli klienci Meritum Banku, a na drugim miejscu (2,24%) znalazła się lokata zakładana przed rokiem w AIG Banku. W żadnym innym banku realne zyski nie przekroczyły 2%, natomiast najmniej powodów do zadowolenia mają klienci Banku Pekao i Banku Gospodarstwa Krajowego. Obie instytucje nie ochroniły zdeponowanych oszczędności przed inflacją, przynosząc realną stratę w wysokości odpowiednio 0,6 i 0,16%.

Spadająca od trzech miesięcy realna zyskowość rocznych lokat nie oznacza jednak, że październik był kompletnie nieudany dla amatorów bezpiecznego oszczędzania. Co prawda rok temu klienci mogli liczyć na niemal dwukrotnie wyższy zysk, ale to była sytuacja wyjątkowa, która wynikała z wojny depozytowej między bankami. Na tle zysków z lokat zakończonych w październiku 2007 i 2008 r. poprzedni miesiąc wciąż wygląda całkiem atrakcyjnie, ponieważ wtedy najlepsze lokaty dały zarobić ok. 0,35%, a większość przyniosła realną stratę.

Posługując się oficjalną prognozą inflacji Grupy Getin Noble Bank na listopad 2011 r., można wyznaczyć, które z lokat zakładane w tym miesiącu nie ochronią zdeponowanych środków. Jeśli za rok

inflacja wyniesie 3,5% r/r, to realne straty mogą przekroczyć nawet 1%.

Żeby wszystkie z lokat zakładanych w tym miesiącu ochroniły oszczędności, to GUS za rok musiałby opublikować wskaźnik inflacji nie wyższy niż 2,1% r/r. Jest to sytuacja mało prawdopodobna, dlatego zamiast liczyć na zahamowanie wzrostu cen lepiej założyć lokatę z oprocentowaniem przekraczającym 4,33% w skali roku. To właśnie ten poziom gwarantuje ochronę oszczędności przy inflacji na poziomie 3,5%.

Roczne lokaty na 5 tys. zł z prognozowaną ujemną realną stopą zwrotu zakładane 5 listopada 2010 r.

Nazwa Banku	Oprocentowanie brutto	Realna stopa zwrotu
Pekao	2,7 i	-1,27%
BGK	3,25	-0,84%
MultiBank	3,5	-0,64%
Citi Handlowy	3,6 i	-0,56%
HSBC	3,6	-0,56%
BGŻ	3,7	-0,49%
BZ WBK	3,75	-0,45%
mBank	3,8 i	-0,41%
BPS	4	-0,25%
Invest Bank	4	-0,25%
Kredyt Bank	4	-0,25%
BNP Paribas Fortis	4,05	-0,21%
Alior Bank	4,25	-0,06%
Inteligo	4,3 i	-0,02%
PKO BP	4,3	-0,02%

i - lokata internetowa

Źródło: Open Finance, prognoza inflacji za listopad 2011 r. (3,5 r/r) Getin Noble Bank OPEN FINANCE



NA MINUS

Niepokoje w KGHM

Wyniki ankiety pracowniczej wśród pracowników Zakładu Wzbogacania Rud w KGHM wykazały, że aż 89% badanych (przy frekwencji 68,5%) wzięłoby udział w akcji strajkowej. Związek Zawodowy Pracowników Przemysłu Miedzanego planuje przeprowadzić referenda w innych oddziałach KGHM-u. Zanim doszłoby do strajku generalnego, Związek ma zamiar przeprowadzić strajk ostrzegawczy i mniej radykalne formy protestu. Przedmiotem sporu zbiorowego są np. gwarancje 20-letniego zatrudnienia czy otrzymanie pakietów medycznych. Rzecznik KGHM uważa, że strajk jest nielegalny i wszystkie żądania pracowników są bezpodstawne. Uzasadnia to tym, że według zarządu spółki postulaty ZZPPM nie mają umocowań prawnych w ustawie o rozwiązywaniu sporów zbiorowych.

Pesymistyczny III kwartał

Wiele spośród spółek GPW nie może pochwalić się dobrymi wynikami za ostatni kwartał. Vistula odnotowała skonsolidowaną stratę w wysokości 4,98 mln zł w III kwartale. Jest to ogromna zmiana, zwłaszcza, że spółka ta w 2009 r. za analogiczny okres mogła się pochwalić zyskiem na poziomie 8,84 mln. W przypadku Farmacol, dystrybutora farmaceutyków, sytuacja wygląda trochę lepiej - przedsiębiorstwo odnotowało zysk netto za III kwartał, jednak jest on dwa razy mniejszy niż rok temu. Barlinek, producent desek podłogowych, z pewnością ostatniego kwartału nie zaliczy do najlepszych. Jego straty w porównaniu z analogicznym okresem w 2009 pogłębiły się czterokrotnie.

Spółka	Zysk (strata) netto za III kwartał 2009 w mln zł	Zysk (strata) netto za III kwartał 2010 w mln zł
Vistula	4,98	(8,84)
Farmacol	19,52	9,79
Barlinek	(5,62)	(20,59)

Nie będzie dywidendy zaliczkowej

Prezes PGE, Tomasz Zadroga, powiedział, że nie będzie w tym roku dywidendy zaliczkowej. Jest to zaskakująca wiadomość z uwagi na fakt, że kilka tygodni temu oznajmiono, że spółka jest gotowa, aby wypłacić dywidendę zaliczkową - decyzja w tej sprawie miała zostać podjęta w grudniu.

CYTATY

WYBÓR CYTATÓW: MIKOŁAJ ATANASOW



„Nie jesteśmy jeszcze w sytuacji boomu gospodarczego, tylko w okresie przejściowym między silnym spowolnieniem rok-półtora roku temu i prawdopodobnie boorem gospodarczym w latach 2012-2013.”

- Prof. Stanisław Gomułka, główny ekonomista BCC

„Widzę bardzo wiele dróg i wiele możliwości (dla Polski - przyp. red.), ale też widzę, jaka to będzie długa droga.”

- Anna Fotyga, była minister spraw zagranicznych

„To miło, że nasze diamenty z Letseng osiągają tak wysokie ceny. (22,7 mln USD - przyp. red.)”

- Clifford Elphick, prezes Gem Diamonds

„W walce z obecnym kryzysem zrobiono wszystko to, przed czym zarówno ekonomiści, jak i akademicy przestrzegali w swoich badaniach.”

- Dr Aneta Hryckiewicz, Instytut Rozwoju Biznesu

„Obniżenie ratingu USA przez chińską agencję jest bezsensowne. Fed może drukować tyle dolarów, ile chce. Była to decyzja polityczna, dlatego konsekwencji nie będzie. Ale trudno się dziwić Chińczykom. Są wierzyicielem USA i drukowanie dolarów zmniejsza wartość ich ogromnych rezerw dolarowych.”

- Piotr Kuczynski, główny analityk Xelion

„Strefa euro nie pozwoli na to, żeby taka sytuacja miała miejsce - Irlandia nie ogłosi upadłości, podobnie jak Grecja. W Grecji de facto do bankructwa doszło, chociaż nie zostało to oficjalnie ogłoszone. W przypadku Irlandii sytuacja będzie taka sama.”

- Marek Zuber, Dexus Partners





PYTANIA:

1. Czy problemy peryferyjnych krajów eurolandu będą szkodzić wspólnej europejskiej walucie także w przyszłym roku?
2. Jakie są największe zagrożenia, które mogłyby zaburzyć tempo ożywienia w światowej gospodarce w przyszłym roku?
3. W jakiego typu aktywa warto zainwestować w 2011 r. (akcje, surowce, itp.)?



Emil Szweda
Analityk Noble Securities

1. Teoretycznie w przyszłym roku sytuacja powinna stopniowo się poprawiać, ponieważ dokonane cięcia budżetowe powinny dać widoczną poprawę w kondycji budżetów państw, które zdecydowały się na cięcia. W praktyce jednak przy rosnącym niezadowoleniu społecznym, które może doprowadzić do zmiany władz (np. w Irlandii czy Włoszech, a także Portugalii) restrykcje fiskalne nie muszą się utrzymać. Ich rozluźnienie może zaszkodzić zarówno notowaniom obligacji rządowych, jak i wspólnej walucie.

2. Od strony politycznej największym zagrożeniem wydaje się być ewentualna wojna celna na linii USA – Chiny. Równie poważnie przedstawia się ewentualne ponowne rozluźnienie polityki budżetowej w niektórych państwach europejskich pod presją opinii publicznej i niepokoju społecznych, co wywindowałoby koszty długu na światowych rynkach. Dopiero na trzecim miejscu postawiłbym zwyczajowe – w tej fazie cyklu – ostrzeżenie przed możliwymi podwyżkami stóp procentowych przez banki centralne.

3. W 2011 roku mogą ujawnić się problemy z opanowaniem inflacji, po silnych wzrostach cen surowców i na skutek ilościowego luzowania polityki pieniężnej w USA, Japonii i Wielkiej Brytanii. Dlatego uważam, że dobrze byłoby przynajmniej część portfela ulokować w obligacjach indeksowanych, czyli takich, których oprocentowanie zależy od inflacji (skarb państwa) lub stóp WIBOR (np. obligacje spółdzielcze, komunalne i – taktowane z większą ostrożnością – korporacyjne).

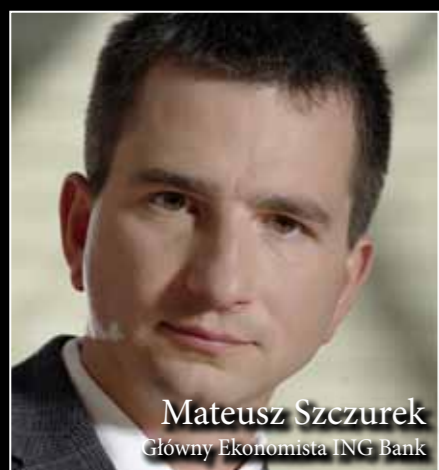


Sebastian Buczek
Prezes Zarządu Quercus TFI

1. Problemy krajów z grupy PIIGS mają niestety charakter trwały i nie będzie łatwo je rozwiązać. Temat może jeszcze wielokrotnie wracać i wzbudzać popłoch na rynkach finansowych, wpływając krótkookresowo na kurs euro. Z drugiej jednak strony amerykański bank centralny wyraźnie dąży do osłabiania dolara, tak więc relacja EUR-USD może być bardzo niestabilna. Zarówno euro, jak i dolar, w długim horyzoncie mogą tracić na wartości do innych walut.

2. Najpoważniejszym czynnikiem ryzyka jest w naszej ocenie kondycja finansowa niektórych państw. Prawda jest taka, że wiele krajów zagalopowało się z chronicznymi deficytami budżetowymi i zadłużaniem do granic rozsądku. Nie ma innego sposobu na trwałe wyjście z tych problemów, jak ograniczenie wydatków budżetowych oraz uszczelnienie systemów podatkowych.

3. Jak na razie nie było sygnału, który można byłoby odczytać jako zakończenie trendu wzrostowego na rynkach akcji i surowcach rozpoczętego w I kwartale 2009 r. W scenariuszu bazowym nadal oczekivalibyśmy zatem dalszego wzrostu cen akcji i surowców. Należy być jednak gotowym na różne scenariusze wydarzeń – od tych najbardziej optymistycznych, nie wykluczając powstania spekulacyjnych baniek aż po najczarniejsze, z problemami finansowymi państw włącznie.



Mateusz Szczurek
Główny Ekonomista ING Bank

1. Niewątpliwie tak - kryzys zadłużenia w strefie euro ciągle trwa, podobnie jak recesja w jej słabszych członkach. Warto jednak pamiętać, że kurs €//\$ jest tylko jednym z wymiarów wartości euro, zaś USA zmagają się ze swoimi problemami. Oczekujemy bardziej widocznego umocnienia juana wobec euro.

2. Ciąg dalszy oddłużania gospodarek rozwiniętych (i niektórych wschodzących). Przekładać się to będzie na zwiększone oszczędności i niedostateczny popyt, a więc we skali całego świata zmniejszone PKB.

3. Niskie stopy procentowe na świecie to dobra wiadomość dla walut, giełd i obligacji krajów wschodzących. Niedowartościowanie złotego zwiększa jednak ryzyko inwestycji poza Polską; giełda i złoty mogą szczególnie zyskiwać na początku 2011 roku.



Dorota Strauch
Analityk rynków finansowych
Raiffeisen Bank Polska

1. Tak. Nadmierne zadłużenie wielu krajów strefy euro, jak i problemy z finansowaniem europejskiego sektora bankowego pozostaną moim zdaniem czynnikiem ryzyka dla wspólnej waluty w przyszłym roku. Tak jak to pokazały ostatnie wydarzenia, które przyczyniły się do dynamicznego osłabienia euro wobec dolara, ustanowienie funduszu stabilizacyjnego oraz pomoc Grecji nie zakończyły tematu kryzysu fiskalnego w strefie euro. W listopadzie akceptację na pomoc od Unii Europejskiej i Międzynarodowego Funduszu Walutowego otrzymała Irlandia, co nie uspokoiło uczestników rynku, jako że pozostałe kraje peryferyjne są wciąż narażone na podobne ryzyka, co odzwierciedlają nadal wysokie notowania kontraktów CDS. Jest to temat, którego jednorazowe rozwiązanie nie jest możliwe, w związku z czym jeszcze niejednokrotnie zagrożi naszym zdaniem notowaniom wspólnej waluty.

2. Jednym z głównych czynników ryzyka dla gospodarki światowej w przyszłym roku będą z pewnością problemy fiskalne, z którymi borykają się nie tylko kraje strefy euro, ale też Stany Zjednoczone, jak również Polska. Niepewność dotyczy ponownej eskalacji kryzysu fiskalnego w kolejnych państwach, natomiast w mniejszym stopniu efektów podejmowanych reform w celu ograniczenia zadłużenia na wzrost gospodarczy. Dodatkowo w Europie potencjalne problemy z finansowaniem banków mogą hamować akcję kredytową, a tym samym ograniczać wzrost popytu.

Ponadto istotnym ryzykiem dla ożywienia w gospodarce światowej może być także nasilenie barier w handlu, co mogłoby ograniczyć eksport, który w przypadku wielu krajów jest szczególnie istotnym komponentem wzrostu gospodarczego.

3. W kontekście zagrożeń, z jakimi borykają się kraje rozwinięte istotną kwestią jest ograniczony wpływ, jaki te wydarzenia mogą mieć na kraje i rynki wschodzące. Mowa tu o tzw. decouplingu¹, który moim zdaniem może utrzymać atrakcyjność rynków wschodzących w najbliższych miesiącach. Ponadto spodziewamy się, że 2011 może być generalnie udany dla bardziej ryzykownych aktywów, dlatego jesteśmy pozytywnie nastawieni także do polskiego rynku akcji.

1. Termin decoupling używany jest jako określenie sytuacji, w której gospodarki krajów wschodzących, pomimo silnej zależności od krajów rozwiniętych, w mniejszym stopniu niż kiedyś reagują na spowolnienie w tych krajach, tzn. tempo wzrostu PKB w krajach rozwijających się nie musi wcale silnie spaść na skutek spowolnienia w krajach rozwiniętych.



Piotr Bielski
Starszy ekonomista BZ WBK

1. Krajom strefy euro nie będzie łatwo poradzić sobie z narosłymi problemami w finansach publicznych i w sektorze bankowym. Należy się liczyć z tym, że mogą się w dalszym ciągu pojawiać informacje z europejskich peryferyjnych gospodarek, które będą okresowo szkodziły wspólnej walucie. Chociaż jednocześnie nie spodziewamy się realizacji skrajnie negatywnych scenariuszy, m.in. dzięki wprowadzonym w UE mechanizmom antykryzysowym. Dodatkowo, na kurs euro będzie też wpływać różnica między tempem ożywienia gospodarczego oraz tempo zacieśniania polityki pieniężnej w Europie i USA, co w sumie powinno raczej sprzyjać utrzymaniu kursu euro wobec dolara na stosunkowo wysokim poziomie.

2. Po pierwsze, wiele krajów rozwiniętych będzie musiało w najbliższych latach wdrażać programy oszczędności fiskalnych i redukować nadmiernie rozdęte w czasie kryzysu deficyty i dług publiczny. Jednoczesne zacieśnienie fiskalne w wielu krajach będzie miało niekorzystny wpływ na globalną koniunkturę. Po drugie, w krajach rozwijających się, które w mniejszym stopniu ucierpiały w okresie kryzysu, rozpoczął się cykl zacieśniania polityki pieniężnej i pojawiają się obawy, że wywołane tym osłabienie tempa wzrostu w tych gospodarkach, które jak na razie są w czołówce jeśli chodzi o tempo wzrostu PKB na świecie (Chiny, Indie, itp.), będzie miało negatywne przełożenie na ogólnosiątkowe ożywienie. Kolejnym czynnikiem ryzyka są rosnące ceny surowców, których nadmierny wzrost może podciąć dość kruche wciąż podstawy ożywienia. Tym bardziej, że wiąże się z tym jeszcze jedno ryzyko – pęknięcia bańki spekulacyjnej na rynkach aktywów (np. właśnie surowców). Warto również z uwagą śledzić temat tzw. wojen walutowych między Chinami a USA – jeśli eskalacja konfliktu doprowadzi do protekcjonizmu handlowego i wojny celnej, ograniczenie światowego handlu może również mieć negatywny wpływ na globalny wzrost PKB.

3. Realizacja (choć nie bez przeszkód) scenariusza stopniowego ożywienia gospodarki światowej, w szczególności wysokie tempo rozwoju prężnych gospodarek azjatyckich, powinno sprzyjać kontynuacji wzrostów cen surowców. Wysoka płynność na światowych rynkach finansowych, wynikająca z ekspansywnej polityki Fed, będzie wspierała tę tendencję, sprzyjając też wzrostom cen innych aktywów na świecie, przede wszystkim tych o wyższym stopniu ryzyka i wyższym potencjalnym zwrocie. Zyskiwać powinny zarówno akcje na rynkach rozwijających się, jak i waluty tych krajów. Można również oczekiwać kontynuacji wzrostowej tendencji cen żywności, której oprócz czynników przejściowych związanych z zaburzeniami pogody, sprzyja strukturalny wzrost popytu wynikający z ogólnego wzrostu zamożności społeczeństw w krajach o wielkiej liczbie ludności (Chiny, Indie).

Trzeba jednak zdawać sobie sprawę, że być może musimy przyzwyczaić się do tzw. „nowej normalności” (ang. new normal), tj. sytuacji niższych zwrotów i podwyższonej zmienności na rynkach finansowych związanej m.in. z tym, że rozwiązywanie globalnych problemów i nierównowag po ostatnim kryzysie będzie przebiegało stopniowo i z trudnościami.

Nie da się wyzbyć emocji - zwłaszcza, jeżeli chodzi o duże pieniądze

O rynku „gorących głów”, szybkich samochodach i nałogach na całe życie, Dorota Sierakowska rozmawiała z Markiem Rogalskim, analitykiem Domu Maklerskiego Banku Ochrony Środowiska.

Dorota Sierakowska: Czy można powiedzieć, że na rynkach finansowych królują emocje?

Marek Rogalski: Na jednym ze szkoleń powiedziałem kiedyś, że chaos i schizofrenia to nieraz codzienność rynków finansowych. Ten, kto będzie chciał się doszukiwać wszędzie logicznych powiązań, może być tym, który straci pieniądze. Nie chcę przez to powiedzieć, że giełda czy forex to miejsca dla wariatów, ale podkreślić, że bez solidnego przygotowania psychologicznego, a zwłaszcza umiejętności identyfikacji zachowań tłumu, szanse inwestora są mniejsze. Bo nie da się wyzbyć emocji, zwłaszcza, jeżeli chodzi o duże pieniądze....

DS: Warren Buffett powiedział, że do skutecznego inwestowania nie jest mu potrzebne jego wysokie IQ (podobno równe 160) i równie dobrze mógłby oddać czterdzieści punktów bez uszczerbku dla jego wyników inwestycyjnych. Czy faktycznie inteligencja w niewielkim stopniu wpływa na stopy zwrotu z inwestycji?

MR: To zależy. Można mieć tzw. łut szczęścia, ale na dłuższą metę ten, kto jest bardziej bystry i pierwszy potrafi skojarzyć pewne fakty, może być tym, który zarobi najwięcej. Dla mnie rynek finansowy, a zwłaszcza forex, to właśnie taka intelektualna łamigłówka. Potrafię jednak zrozumieć tych, którzy twierdzą, że w hossie wystarczy kupić akcje i je trzymać. No dobrze, to umie zrobić każdy. A kto wie, kiedy je dobrze sprzedać?

DS: Czy na rynku walutowym inwestorzy są najbardziej podatni na działanie emocji? Forex cechuje się bowiem dużo większym dynamizmem w porównaniu z innymi rynkami, np. rynkiem akcji.

MR: Jak wiemy, rynek forex cechuje ogromna dźwignia finansowa. Oczywiście nikt nikogo nie zmusza, aby wykorzystywać ją w całości, ale ta pokusa zawsze jest, bo broker daje nam takie narzędzia. Oczywiście można o tym dyskutować, ale to trochę jak z branżą samochodową – klienci kupią ten samochód, który będzie miał bardziej rasowy wygląd, więcej koni

mechanicznych i po prostu będzie szybciej jeździł. Kwestie bezpieczeństwa schodzą na dalszy plan. Zresztą większość klientów platform foreksowych zdaje się zachowywać tak, jakby nie wiedzieli, co to jest ryzyko. Chciwość wyłącza ich mechanizmy kontrolne, a emocje nie pozwalają spojrzeć na chłodno na rynek. Tak, to rynek „gorących głów”, jeżeli Pani o to pyta.

DS: Niewielu inwestorom indywidualnym udaje się zarabiać na foreksie w dłuższym terminie - po kilku udanych transakcjach zazwyczaj doświadczają oni spektakularnej porażki. Co sprawia, że pomimo słabych historycznych wyników inwestorów indywidualnych coraz to nowi inwestorzy decydują się na grę na foreksie, najczęściej używając wysokiego lewara?

MR: Studenci marketingu wiedzą, że klient niezadowolony z danej usługi, może zniechęcić do niej kilku, a nawet kilkunastu następnych. Na rynku forex tak się nie dzieje. Dlaczego? Odpowiedź jest prosta - wstydzimy się przyznać przed znajomymi do tego, że straciliśmy na tym rynku. Niektórzy oczywiście dają upust swoim emocjom na forach internetowych, zwalając winę na brokerów, tymczasem to, czy zarobimy, czy stracimy, zależy przecież tylko od nas. Kluczowa jest znajomość zarządzania ryzykiem. Nie chodzi mi tu o książkowe formułki, a o samo nastawienie. Czy analizując rynek zaczynasz od ustawiania poziomu zysku, czy też określania potencjalnej straty? Jeżeli chcesz zacząć zarabiać, to zmień swoje nawyki...

DS: Czy inwestorzy uczą się na swoich błędach, czy też notorycznie je powtarzają?

MR: Profesjonaliści zalecają początkującym prowadzenie dzienników transakcji, w których zapisują oni swoje przemyślenia przed i po dokonanej transakcji. Chodzi generalnie o to, aby zmniejszyć ryzyko powielania tych samych błędów. Moim zdaniem to bardzo dobry pomysł, gdyż w pewnym sensie pozwala ograniczyć wpływ emocji na nasze decyzje.

DS: Czy wiele osób po spektakularnej porażce odwraca się od inwestowania na zawsze?

MR: Szczerze? To nałóg na całe życie. Odwracają się tylko ci, którzy zostają do tego zmuszeni. Ci, którzy są w stanie zorganizować nowe pieniądze, grają dalej. Niestety to droga donikąd. Jeżeli ktoś kilka razy stracił dużą sumę na rynku, powinien się dobrze zastanowić, czy się po prostu do tego nadaje i umieć przelknąć „gorzką prawdę”. Mówi ona, że nie każdy musi być inwestorem. W pewnym sensie to zawód jak każdy inny i trzeba mieć do tego predyspozycje.

DS: Jak wiele przypadków porażek inwestycyjnych wynika z błędnego oszacowania indywidualnej tolerancji dla ryzyka?

MR: Wielokrotnie powtarzałem, że na rynku nie chodzi o to, aby mieć rację, ale o przetrwanie. Mądry inwestor wie, że nie może wyjść poza pewne ustalone ramy ryzyka. Bardzo ważna jest tutaj reguła 2 procent, którą należy dopasować do naszego



*Inwestowanie to nałóg na całe życie.
Odwracają się tylko ci, którzy zostają
do tego zmuszeni. Ci, którzy są w stanie
zorganizować nowe pieniądze,
grają dalej.*



*Na rynku nie chodzi o to,
aby mieć rację, ale o przetrwanie.*



poziomu stop-lossa, dzięki czemu uzyskamy odpowiednią wielkość zaangażowania w daną transakcję. Specjalnie zwracam uwagę na te niuanse, bo większość inwestorów nie umie się posługiwać tą regułą. Ustawiają zbyt wąskie stop-lossy, które eliminują ich z właściwego ruchu. Wtedy obrażają się na rynek i zaczynają inwestować zbyt ryzykownie, co kończy się fatalnie.

DS: Czy zrobienie sobie planu inwestycyjnego ma sens? Czy inwestorzy

są skłonni trzymać się takiego planu?

MR: Plan inwestycyjny to element dziennika transakcji, o którym wspominałem wcześniej. To fundamentalna kwestia. Jeżeli nie potrafisz zrobić planu, to najpewniej inwestujesz tylko w oparciu o swoje emocje i przemyślenia znajomego. Tymczasem to twoje pieniądze i ty jesteś za nie odpowiedzialny. Dobry plan inwestycyjny powinien dać odpowiedź na pytanie, dlaczego akurat ten, a nie inny instrument, ile mogą na tym stracić i gdzie mam realizować zyski. Do-

świadzeni inwestorzy mają też w zanadrzu „scenariusz alternatywny”, który mówi im, co mają zrobić, kiedy dotychczasowy plan zaczyna szwankować. Czy ciąż dotychczasowe zyski, czy też przestawić w górę zlecenie stop-loss, które ma chronić część tego, co już „wykroiliśmy” sobie z rynku.

DS: Czy w dobie coraz większej popularności automatycznych systemów transakcyjnych emocje mają szansę być całkowicie wyeliminowane z procesu decyzyjnego lub ich rola będzie ograniczona?

MR: Od razu przyznam, że nie jestem zwolennikiem oddania moich pieniędzy maszynie, bo nic nie jest się w stanie równać z percepcją ludzkiego mózgu. Niemniej komputery już odgrywają jedną z ważnych ról w inwestycjach i mogą w dużej mierze ograniczyć emocje, jakie towarzyszą codziennej analizie rynku. Co jednak, jeżeli system mechaniczny zaczyna szwankować, bo był napisany na inne warunki rynkowe i trzeba go zmieniać? Na opanowanie emocji polecam inne prostsze metody: nie graj wszystkimi swoimi pieniędzmi. Licz się z tym, że możesz przegrać większość z tego, co masz. Jeżeli masz już dwie lub trzy nietrafione transakcje, to zrób sobie kilka dni przerwy. Te zasady jednocześnie mówią o tym, że w żadnym stopniu nie możemy traktować inwestowania jako głównego źródła utrzymania.

DS: Czy obiektywne spojrzenie na rynek jest w ogóle możliwe?

MR: Każda analiza będzie subiektywna, tak jak każdy inwestor ma inne spojrzenie na rynek. Jedynie system mechaniczny może być w pewnym sensie obiektywny, bo będzie bazował na odnajdywaniu podobnych zależności w przeszłości i kryteria, na jakich został oparty, będą znane. Nie jest jednak powiedziane, że od tego, czy coś jest subiektywne, czy obiektywne, zależy będą przyszłe zyski.

DS: Dziękuję za rozmowę. ■



Marek Rogalski – od kilkunastu lat związany prywatnie i zawodowo z rynkiem kapitałowym. Czołowy analityk instytucji zajmujących się rynkiem walutowym (obecnie w DM BOŚ). Nie ukrywa, że przy sporządzaniu analiz wykorzystuje kombinacje różnych metod analitycznych, w tym elementy psychologii rynku. Twarz mediów – jego analizy i wypowiedzi są cytowane przez główne redakcje biznesowe w kraju. Wielokrotnie nagradzany jako najlepszy analityk walutowy.

Czy grozi nam „świński dołek”, czyli co z grupą PIIGS?

Święta Bożego Narodzenia, Nowy Rok. Ostatnie dni w pracy, ostatnie kolokwia, ostatnie przeprawy przez galerie handlowe. Warto również po raz ostatni, przed pierwszym wydaniem Trendu w 2011 roku, przyjrzeć się temu, co mogą nam zaoferować rynki finansowe. Jeśli analizujemy jesienne wydarzenia, wydaje się, że powodów do napisania przez inwestorów listów do świętego Mikołaja nie powinno zabraknąć...

BARTOSZ BONIECKI

Przypadki Irlandii i Grecji pokazały, że zwiększanie wydatków budżetowych ponad stan jest jak krążenie wokół czarnej dziury. Pytanie, które dręczy inwestorów brzmi: czy Hiszpania, Portugalia i Włochy zachowały właściwy dystans i ich relacja długu publicznego do PKB jest jeszcze naprawialna bez uciekania się do

ogłaszania niewypłacalności kraju (o denominacji waluty – euro – mowy być nie może). Jest to pytanie ważne o tyle, o ile większy jest udział gospodarek tych krajów w tworzeniu PKB strefy euro niż ma to miejsce w przypadku Irlandii czy Grecji. Mówiąc wprost, koszty ratowania „zielonej wyspy” to 113 mld euro zatwierdzonego ostatnio planu, PKB Hiszpanii (dzielnie stojącej w kolejce do unijnej kasy) jest o ponad

570% wyższe, co pozwala szacować potencjalne koszty ratowania gospodarki na 760 mld euro. Środki unijne na ten cel to 500 mld euro (do tego można ewentualnie uwzględnić nieprzyznane jeszcze 250 mld euro z kasy Międzynarodowego Funduszu Walutowego). Oczywiście są to przypuszczalne koszty przy założeniu, iż kłopoty Hiszpanów będą podobnie nasilone jak w przypadku irlandzkim. Nawet gdyby tak nie było, w kolejce pozostają inne kraje – Portugalia i Włochy.

Mówiąc wprost, Hiszpania jest krajem zbyt dużym, by upaść, ale może stać się potencjalnym krajem, który jest zbyt duży, by go uratować. Oczywiście, bez twardych dowodów powyższe zdania pozostają czystymi dywagacjami. Warto zatem sprawdzić, jak bardzo odporne są systemy gospodarcze państw będących obecnie na świeczniku. Pod uwagę będą brane wielkości długu brutto (DB, +, czyli im wyższy odczyt, tym gorzej), równowagi budżetowej (RB, -, czyli im niższy odczyt, tym gorzej), nominalnych kosztów jednostkowych pracy (KJP, +), oszczędności narodowych netto (ONN, -), a także rachunku bieżącego (Ra, -). Te czynniki składają się na zewnętrzne źródła siły lub słabości. Jest to metodologia D. Grosa i T. Mayera¹, w której wylicza

Tabela 1. Indeks słabości zewnętrznej grupy PIIGS.

	I. DB/ PKB	II. RB/ PKB	III. KJP/ PKB	IV. Ra/ PKB	V. ONN/ DNB	Ranking
Grecja	1,8	-1,4	0,7	-1,4	-1,2	6,5
Portugalia	0,0	-0,1	0,9	-1,9	-2,3	5,2
Irlandia	0,0	-2,1	0,5	0,0	-0,1	2,7
Włochy	1,4	0,8	0,9	-0,1	-0,4	2,1
Hiszpania	-0,8	-0,7	0,8	-0,6	-0,1	1,5

Źródło: E. Parisi-Capone, Ch. Menegatti, N. Roubini, Comparing Spain With Ireland and Other PIIGS: Better in Some Ways, More at Risk in Others, <http://www.roubini.com/analysis/139901.php>

1. D. Gros, T. Mayer, Towards a Euro(pean) Monetary Fund, <http://www.ceps.eu/ceps/download/2912>

się trzy dziedziny gospodarki. Pierwszą z nich są finanse publiczne – mierzone za pomocą relacji długu publicznego i deficytu do PKB (kolumny: I i II). Następnie szacowana jest konkurencyjność gospodarki według jednostkowych kosztów pracy i salda rachunku bieżącego wyrażonego w stosunku do PKB (kolumny: III i IV). Ostatnia seria danych dotyczy dostępności krajowych źródeł finansowania, a więc oszczędności sektora publicznego i prywatnego w relacji do dochodu narodowego brutto. Wszystkie dane są standaryzowane². W najgorszej sytuacji są Grecja i Portugalia. Oba państwa mają względnie wysokie koszty pracy, wynikającą z tego niską konkurencyjność w tym zakresie, ujemne saldo rachunku bieżącego i ujemne oszczędności. Sytuacja Portugalii jest natomiast lepsza w kwestii długu publicznego i deficytu, co nie znaczy jednak, iż problemu w ogóle nie ma.

Witryna Roubini Global Economics, która dokonała cytowanych obliczeń, stworzyła także ranking tzw. słabości wewnętrznych. Brano w nim pod uwagę produktywność, wysokość podatków, łączną wartość pożyczek, bezrobocie i wartość dodaną w budownictwie. Wśród tych krajów najgorzej wypadła Hiszpania, a zaraz za nią Irlandia. Ogólna ocena krajów grupy PIIGS kształtuje się następująco. Największe zagrożenia (z zewnątrz) płyną w stronę Grecji i Portugalii, od wewnątrz rak być może toczy Hiszpanię i Irlandię (AIB...). Jeśli zestawimy te dwie dziedziny, najtrudniejsza wydaje się być sytuacja Hiszpanii i Irlandii. Całą analizę weryfikują różnice rentowności 10-letnich obligacji skarbowych tych państw. Można powiedzieć, że rynek potwierdza coraz słabsze notowania Portugalii i delikatny wzrost niepokoju w Hiszpanii, natomiast sytuacja Włoch jest stabilna.

W okresie przedświątecznym można oczekiwać również dobrych nowin. Jedną z nich są niskie odczyty inflacji. Ma to bezpośrednie przełożenie na oczekiwany poziom wydatków przedświątecznych. Obok przedstawione zostały stopy procentowe i poziomy cen w strefie euro i w USA, wyrażone w skali miesięcznej.

Jak wyraźnie widać, zarówno poziom cen wszystkich dóbr (CPI, HICP), jak ich pewna ich podgrupa – bazowe HICP oraz CPI – plasują się nieco powyżej zera. Pomimo wyraźnej ekspansywnej polityki monetarnej od długiego czasu, wskaźniki cen są bardzo odporne na wzrosty. Czyżby szykował się scenariusz deflacji? Tego nie wie nikt, aczkolwiek strefa euro coraz bardziej zaczyna przypominać Japonię sprzed dziesięciu lat... ■

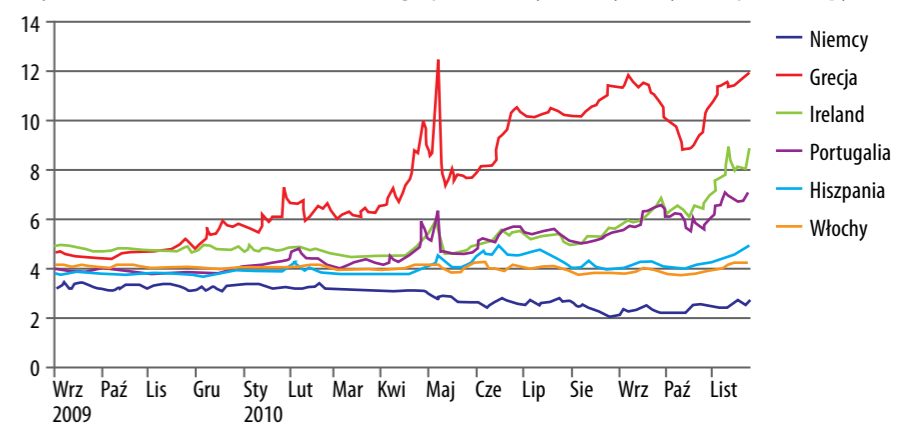
2. Proces standaryzacji polega na odjęciu od danej wartości wielkości średniej dla pewnej grupy podmiotów; całość dzielona jest przez odchylenie standardowe. Proces standaryzacji umożliwia stwierdzenie, czy obliczone wartości różnych wskaźników występują „normalnie” w danej grupie, czy też są rzadkie. Przykładowo, zwrot z funduszu akcji w ciągu roku rzędu 200% jest bardzo dobrym wynikiem, ale trudno powiedzieć, że zdarza się często.

Tabela 2. Indeks słabości grupy PIIGS.

	Czynniki Zewnętrzne	Czynniki Wewnętrzne	Ogółem
Hiszpania	1,5	8,4	9,9
Irlandia	2,7	5,6	8,3
Portugalia	5,2	1,0	6,2
Grecja	6,5	-2,9	2,6
Włochy	2,1	0,4	2,5

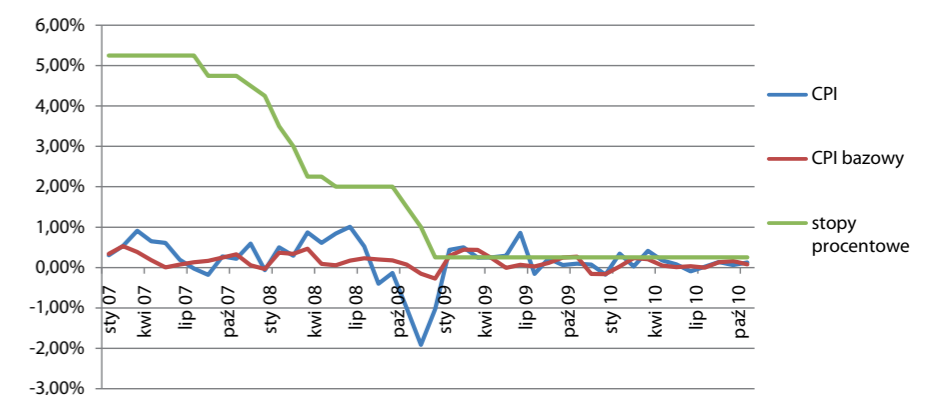
Źródło: E. Parisi-Capone, Ch. Menegatti, N. Roubini, Comparing Spain With Ireland and Other PIIGS: Better in Some Ways, More at Risk in Others, <http://www.roubini.com/analysis/139901.php>

Wykres 1 - Rentowności 10-letnich obligacji skarbowych w wybranych krajach Europy



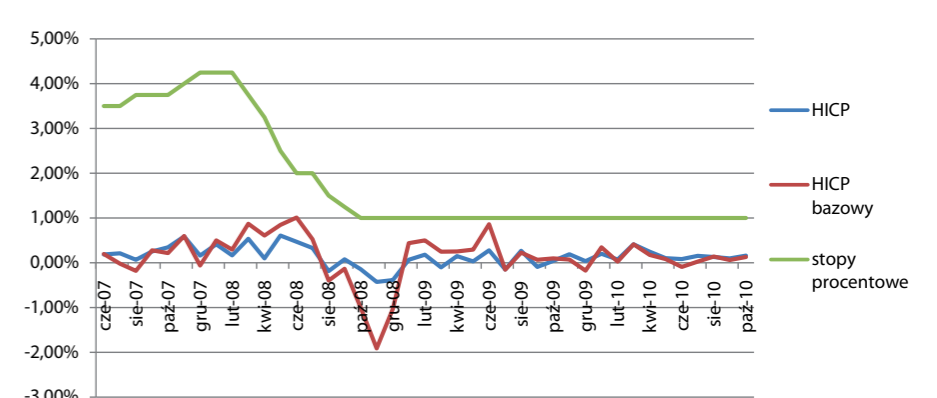
Źródło: Roubini Global Economics

Wykres 2 - Stopy procentowe i inflacja w USA



Źródło: opracowanie własne

Wykres 3 - Stopy procentowe i inflacja w eurostrefie



Źródło: opracowanie własne



CO SŁYCHAĆ NA WALL STREET?

Fed ucieszył, a wybory nie zaskoczyły

PIOTR KUCZYŃSKI

Miesiąc temu pisałem o dwóch wydarzeniach, na które czekał świat oraz o tym, że niezbędna jest korekta wykupionego technicznie rynku. Wydarzenia te są już za nami, a korekta jest w trakcie. Po wyborach do Kongresu Republikanie zdobyli większość w Izbie Reprezentantów. W Senacie Demokraci utrzymali skromną przewagę, która nie da im możliwości zablokowania procedury filibuster (obstrukcji parlamentarnej). To znacznie przedłuży dyskusję, uniemożliwiając uchwalenie ustaw sprzecznych z wolą opozycji. Izba Reprezentantów zapewne zmusi Demokratów do przedłużenia ulg podatkowych ery Busha. Republikanie będą też kształtowali 240 aktów wykonawczych i regulacji, które zostawiły przyjęte reformy sektora finansów do rozstrzygnięcia w przyszłości. Tym samym dadzą rynek finansowy więcej swobody, prowadząc je do czekającej za kilka lat katastrofy.

Drugim wydarzeniem było posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku (FOMC). Fed nie zawiódł rynków. Zdecydował o zwiększeniu wartości QE (quantitative easing - ilościowe łagodzenie polityki pieniężnej), czyli zakupów długoterminowych obligacji skarbowych rządu USA na kwotę 600 mld USD do końca drugiego kwartału 2011. Na pozór wydawałoby się, że to więcej niż oczekiwane 500 mld, ale tak nie jest. Mówiono o 400 - 500 mld na okres 4 - 6 miesięcy, a jest 600 mld na 8 miesięcy, więc mniej więcej tyle, ile oczekiwano. Większość na rynku oczekuje, że na tym się nie skończy. Twierdzi się, że ogólna kwota zmieści się między 1.500 a 2.000 mld USD. Fed utrzyma też dotychczasową politykę reinwestowania kapitału z posiadanych obligacji,

co da dodatkowo kwotę 250 - 300 mld USD.

Reakcja rynków na te dwa wydarzenia była bardzo optymistyczna. Indeksy przez trzy dni szybko rosły, ale potem pojawiła się chęć do realizacji zysków. Doskonałym pretekstem stały się wydarzenia w Chinach i Irlandii. Niepokojono się dużym spadkiem indeksu Shanghai Composite. Premier Chin potwierdził, że Chiny przygotowują regulacje mające zmniejszyć inflację. Chodzi o ogólne ograniczenie cen „ważnych artykułów pierwszej potrzeby” i materiałów do produkcji. To nie jest w stanie wyhamować gospodarki Chin.

Pretekstem do korekty były też działania grupy ekonomistów popierających Republikanów i członków kierownictwa spółek z sektora usług finansowych. Grupa ta rozpoczyna kampanię mającą na celu zmuszenie Fed do wycofania się z kolejnych rund poluzowania ilościowego (QE2). Jednak wypowiedzi członków Fed i słabe dane makro nie pozostawiają złudzeń: Fed się nie wycofa. Niepokoiło jednak to, że Fed postanowił, iż przed zezwoleniem na wypłatę wyższych dywidend lub przeprowadzenie skupu własnych akcji 19 największych banków będzie musiało przejść dodatkowe badania, mimo że zaliczyły „stres testy”. Poza tym Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) prowadzi 50 postępowań w sprawie przestępstw szefów i innych pracowników amerykańskich banków. To wszystko mocno przeceniało akcje sektora bankowego.

Zamieszanie robili również Europejczycy. Chodziło Irlandię, która nie chciała pomocy, bo miała finansowanie na okres 7 miesięcy. Jednak jej obligacje taniały, pociągając za sobą obligacje innych państw strefy euro

(szczególnie Portugalii, Grecji i Hiszpanii). To groziło kolejną paniką. Nic dziwnego, że szykowany był pakiet kredytowy na 80 - 100 mld euro i pakiet pomocy dla banków w wysokości 45 - 50 mld euro. Od początku oczywiste było, że Irlandia w końcu przyjmie pomoc, więc dla rynków to też był pretekst do korekty.

Wszystkie te wydarzenia doprowadziły indeksy w USA do poziomów sprzed ostatniego komunikatu FOMC. Załamał się też kurs EUR/USD i gwałtownie wzrosła rentowność obligacji amerykańskich. Na tym ostatnim rynku widać sygnał sprzedaży obligacji. Czyżby Fed miał stać się ofiarą własnego sukcesu? Chce wyższej inflacji, więc rynek reaguje tak, jakby wierzył, że mu się uda ją osiągnąć. A to może się rynkowi akcji nie spodobać. Z pewnością nie spodobało się rynkowi surowców. Duże umocnienie dolara i obawa o koniunkturę w Chinach (bezsensowna) doprowadziły do paniki na rynku surowcowym. Ropa, złoto i miedź błyskawicznie taniały. Mocna korekta na rynkach surowcowych nie dziwi, ale niepokoi to, że cena miedzi wyszła z kanału trendu wzrostowego, dając sygnał sprzedaży.

Czar pomocy ze strony Fed zniknął, ale uważam, że w końcu roku nastroje na rynkach finansowych się poprawią. Czeka nas jeszcze „rajd św. Mikołaja” związany z początkiem sezonu zakupów świątecznych, a poza tym zarządzający funduszami chcą wypracować duże premie. W końcu roku trudno będzie o kolejny pretekst zmuszający do sprzedaży akcji, ale styczeń może być znowu trudny dla posiadaczy akcji. ■

AUTOR JEST GŁÓWNYM ANALITYKIEM XELION

Dlaczego spada bardziej niż powinno?

Europa ma ostatnimi czasy wybitny talent do przegrywania. Amerykanie ratują świat kolejnymi kryzysami, pobudzają mniej lub bardziej skutecznie gospodarkę i walczą z azjatyckim smokiem o lepsze jutro dla całego świata, w czym ma przeszkadzać zbyt silny Juan. Europa natomiast starzeje się, jest zadłużona, rozpada się jej unia walutowa, słabnie gospodarka i w ogóle jest źle. Stary kontynent stał się modnym psem do bicia. Na szczęście pies może się bronić, bo jego panem jest Niemiec.

MICHAŁ BIEŃKOWSKI

Wielu analityków ostatnimi czasy przewidywało korektę, która „musiała nadejść”. Nadeszła. Koniec listopada pomógł indeksom spaść co nieco i odreagować wcześniejsze wzrosty. Tylko dlatego, gdy indeksy w Stanach spadają o 4%, Europa traci 6,5% (indeks Euro STOXX 50)? Wszyscy się boją o nadmierne zadłużenie i czekają aż Hiszpania, Portugalia i Włochy wyciągną rękę po pomoc. Irlandia już wynegocjowała, co miała wynegocjować, a do Grecji zaczynają wracać niemieccy turyści, więc przynajmniej o kłopotach tego kraju możemy zapomnieć. Rynki jednak dalej czują się niepewnie. Nic odkrywczego.

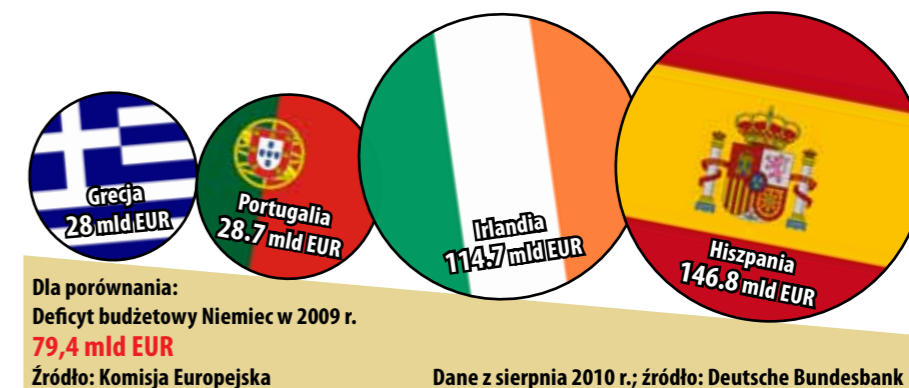
Odkrywcze może być za to przesłanie informacji o stanie zadłużenia gospodarek europejskich w niemieckich bankach. Der Spiegel podał ostatnio ciekawe dane przedstawione na wykresie 1. Tyle aktywów w obligacjach tylko kilku europejskich gospodarek posiadają niemieckie banki. Nietrudno sobie wyobrazić, co by się stało, gdyby któreś z większych państw ogłosiło niewypłacalność albo restrukturyzację długu. Niemiecki sektor finansowy zdrząłby w posadach i być może trzeba by było dokapitalizować kilka większych banków z budżetu państwa zgodnie z modelem zza oceanu (too big to fail). Wniosek jest prosty: Europa (czytaj przede wszystkim Niemcy) zrobią wszystko, żeby nikomu na kontynencie nie zabrakło pieniędzy na spłacanie zaciągniętych długów. Potwierdziła to sama Angela Merkel, która szybko wycofała się ze stwierdzenia, że inwestorzy będą musieli przynajmniej częściowo wziąć na siebie stratę spowodowaną brakiem wypłacalności co niektórych państw.

Dlatego w takim razie Europa jest tak podatna na wszystkie złe wiadomości z gospodarki, podczas gdy Stany, mimo że le-

konflikty interesów w przypadku kwestii spornych. Brytyjczycy nucą tradycyjnie „God Save the Queen” i odzywają się tylko wtedy, gdy ktoś chce od nich pieniędzy, a Francuzi popijają wino, zagryzając je serem w rytm Marsylianki. Tylko Niemcy maszerują i śmiało patrzą do przodu. Jedynym spoiwem tego wszystkiego jest euro, które nie pozwala traderom roznieść walut poszczególnych krajów na strzępy. Jest za dużo do stracenia, żeby pozwolić na niewypłacalność jakichkolwiek państw ze strefy euro. Widocznie inwestorzy sprzedający obligacje jeszcze tego nie zauważyli. ■

dwo stoją na nogach, reagują na wszystko spokojniej? Istotna w tym przypadku jest kwestia podejścia do problemów wspólnego zadłużania się. W Ameryce wszyscy są zadłużeni i wszyscy cierpią razem, śpiewając pod nosem „God Bless America”. Zatem polityka Fedu, mająca wywołać wzrost cen w długim okresie i „odinflować” dług publiczny, ma sens. Będą cierpieć wszyscy po trochu, ale przynajmniej solidarnie. Inne podejście do spraw kryzysowych panuje w Europie. Tutaj często pojawiają się

Wykres 1. ZAGROŻONE INWESTYCJE W OBLIGACJE
Tyle poszczególne kraje powinny oddać niemieckim bankom.



Źródło: Der Spiegel

Wykres 2. Oprocentowanie polskich obligacji pięcioletnich. Jak widać, polskim papierom też się dostało w ramach solidarnej wyprzedaży obligacji całego regionu. Zadłużamy się najdrożej od pół roku.



3 najciekawsze wydarzenia na rynku M&A w 2010 roku

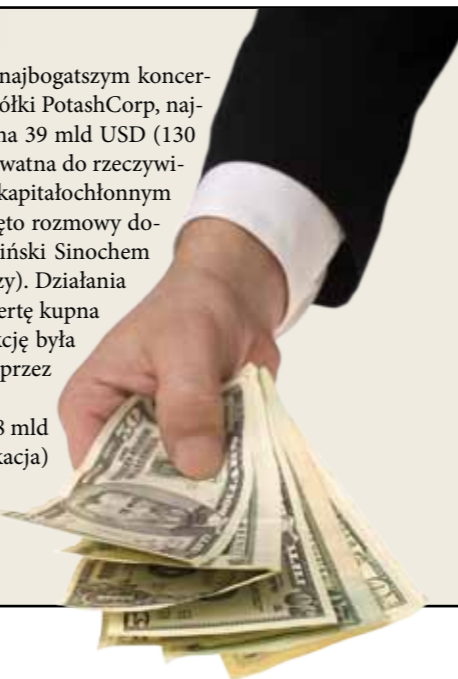
MAŁGORZATA KOSIECKA

1

Największa planowana transakcja

BHP Billiton, australijski gigant górniczy będący jednocześnie największym i najbogatszym koncernem wydobywczym na świecie, ogłosił w tym roku zamiar zakupu kanadyjskiej spółki PotashCorp, największego na świecie producenta nawozów sztucznych. Złożona oferta opiewała na 39 mld USD (130 USD za akcję), jednak Rada Nadzorcza PotashCorp uznała, że cena ta jest nieadekwatna do rzeczywistej wartości spółki, posiadającej około 20% globalnych mocy produkcyjnych na kapitałochłonnym rynku cechującym się wysokimi barierami wejścia. Po odrzuceniu oferty rozpoczęto rozmowy dotyczące przeprowadzenia ewentualnej fuzji z innymi podmiotami, takimi jak chiński Sinochem Group (petrochemia i wyroby sztuczne) czy brazylijski Vale (przemysł wydobywczy). Działania te zaowocowały planami BHP mającymi na celu wrogie przejęcie PotashCorp. Ofertę kupna skierowano bezpośrednio do akcjonariuszy, dla których proponowana cena za akcję była atrakcyjna. Ostatecznie jednak w połowie listopada BHP wycofał swoje zamiary, przez co największe planowane przejęcie tego roku nie doszło do skutku.

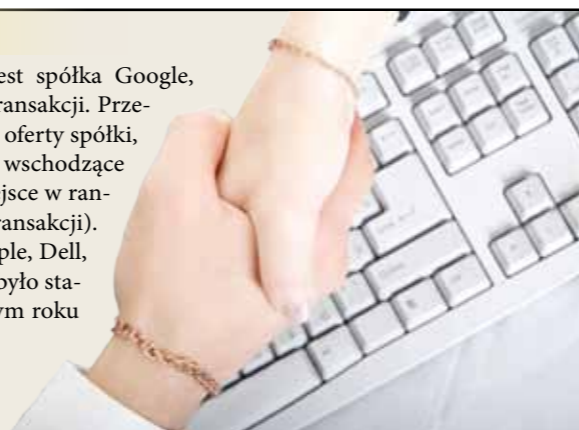
Inne największe transakcje tego roku to: oferta zakupu GDF Suez Energy za 25,8 mld USD złożona przez International Power (energia); America Movil (telekomunikacja) składająca ofertę na zakup Carso Global Telecom za 25,7 mld USD; oraz Century Link (telekomunikacja), chcący kupić Qwest Communications za 22,2 mld USD.



2

Największa liczba transakcji

Tegorocznym najaktywniejszym graczem na rynku M&A jest spółka Google, która do listopada 2010 roku ogłosiła chęć przeprowadzenia 23 transakcji. Przejęcia internetowego giganta mają na celu zwiększenie potencjału i oferty spółki, a ich obiektem były firmy o ugruntowanej pozycji na rynku oraz wschodzące gwiazdy. Konkurenci Google pozostali daleko w tyle – drugie miejsce w rankingu zajmuje IBM (12 ogłoszonych transakcji), a trzecie HP (7 transakcji). Dalej na liście znalazły się takie spółki, jak: Facebook, Oracle, Apple, Dell, Cisco, Yahoo, Twitter czy Amazon. Zaskoczeniem dla wszystkich było stanowisko firmy Microsoft, która nie ogłosiła chęci dokonania w tym roku żadnej transakcji.



3

Dell vs. HP – wojna o przejęcie

Ciekawym wydarzeniem w mijającym roku była walka spółek Dell i HP o przejęcie firmy 3Par, specjalisty w dostarczaniu pamięci masowych. Dell podpisał z omawianą spółką umowę dotyczącą jej przejęcia za 1,15 mld USD, jednak do akcji wkroczył HP, przebijając ofertę konkurenta. Rozpoczął się konflikt pomiędzy firmami o to, która jest w stanie zaproponować lepszą cenę. Ostatecznie wojnę wygrał HP, który zaofertował 2,35 mld USD (33 USD za akcję). Analitycy wartość tą uznają za graniczącą ze zdrowym rozsądkiem – w 2009 roku przychody 3Par wyniosły jedynie 194,3 mln USD. Motorem działań HP jest dążenie do rozbudowy własnego portfolio i wzmocnienia pozycji konkurencyjnej.



Czy inwestor jest niewolnikiem własnych emocji?

„Twój mózg, twoje pieniądze”, „Anatomia trendu”, „Złudzenia inwestora”, „Nieracjonalny inwestor” – zewsząd atakują nas chwytliwe slogany i tytuły publikacji. Każdy szanujący się analityk czy ekonomista uznaje za zasadne rozważenie kwestii czynników psychologicznych. **Giełda jest bowiem świetnym przykładem na to, że klasyczne założenia dotyczące funkcjonowania rynków kapitałowych (racjonalni inwestorzy i efektywne rynki) nie znajdują odzwierciedlenia w wielu sytuacjach rynkowych.**

ANNA PATEK

Przenikanie się psychologii i ekonomii

Finanse behawioralne rozważają, jak czynniki psychologiczne wpływają na decyzje o inwestycjach. Ich przewaga nad tradycyjną teorią finansów polega na tym, iż w większym stopniu tłumaczą zachowania inwestorów na rynku papierów wartościowych, a więc mają lepsze przełożenie na praktykę. Są one również wyrazem interdyscyplinarności ekonomii i psychologii, których obiektem zainteresowania jest inwestor. Podejmując ważne decyzje, bo dotyczące swoich finansów, inwestor nie zawsze kieruje się racjonalnymi argumentami. Woli patrzeć wstecz niż na obecną i przyszłą sytuację, bardziej obawia się strat niż ceni sobie zyski, jest przekonany o swojej nieomyślności i wierzy, że może „zapanować nad cenami akcji”, ma emocjonalny stosunek do swojego portfela inwestycyjnego. A jak wiemy, emocje są złym doradcą - nie tylko w prywatnym życiu. Zmienne preferencje w zależności od perspektywy, zachłanność, krótkowzroczność to tylko kilka z „grzechów głównych” inwestora. Nawet Ci najlepsi i naj-

bardziej doświadczeni są zależni od wpływu swojej psychiki. Przetwarzając informacje, często korzystają z uproszczeń i filtrów emocjonalnych, aby skrócić czas potrzebny na analizę. Decyzje finansowe zwłaszcza na giełdzie podejmowane są szybko i intuicyjnie, pracuje się pod presją czasu i wyniku.

Możemy mówić o trzech stopniach efektywności rynku kapitałowego: słabej, średniej i mocnej.

Efektywność	Charakterystyka	Jaka analiza zawodzi?
Słaba	Informacje z przeszłości są odzwierciedlone w cenach akcji.	Analiza techniczna
Średnia	Publicznie dostępne informacje są odzwierciedlone w cenach akcji.	Analiza techniczna, analiza fundamentalna bazująca na dostępnych publicznie informacjach
Mocna	Niepublicznie dostępne informacje są odzwierciedlone w cenach akcji.	Analiza techniczna, analiza fundamentalna bazująca na dostępnych i niedostępnych publicznie informacjach.

Stopień rozwoju rynku kapitałowego



Źródło: opracowanie własne na podstawie „Inwestycje” K.Jajuga, T.Jajuga

Jednak czy zawsze tak postępuje? Na rynku akcji można obserwować sytuacje, gdy występuje masowe kupowanie akcji (tzw. euforia na rynkach) - wtedy inwestorzy w stanie przeznaczyć cały swój kapitał na akcje spółek często mających wątpliwą sytuację finansową. Występują również momenty masowego sprzedawania akcji (tzw. panika na rynkach) - każdy chce pozbyć się swoich akcji, bez racjonalnego uzasadnienia. Najlepszy przykład powyższej sytuacji to zapewne ostatni kryzys finansowy, gdzie akcje stabilnych finansowo spółek na rynkach światowych osiągały rekordowo niskie ceny.

Kolejnym ważnym elementem, niezbędnym do zrozumienia finansów behawioralnych jest pojęcie efektywności rynku. Efektywność rynku kapitałowego oznacza, iż ceny akcji odzwierciedlają wszystkie dostępne informacje oraz zmieniają się wraz z napływem nowych wiadomości (wskutek podejmowania racjonalnych decyzji przez inwestorów na podstawie czynników fundamentalnych). Kolejne założenia to:

- duża liczba niezależnych od siebie inwestorów,
 - inwestorzy prawidłowo oceniają informację,
 - informacja pojawia się na rynku losowo.
- Możemy mówić

o trzech stopniach efektywności rynku kapitałowego: słabej, średniej i mocnej.

Na świecie zauważa się, że rynki są coraz bardziej efektywne. Polski rynek, z uwagi na to, że coraz bardziej rozwinięty, można zaliczyć do rynków o efektywności w formie co najmniej słabej (nie można osiągnąć ponadprzeciętnego wyniku, posługując się analizą techniczną).

W rzeczywistości na wartościowanie pojawiającej się wiadomości wpływa wiele czynników psychologicznych i inwestor gubi się w natłoku informacji napływających z rynków finansowych. Sytuacja jest analogiczna do oceny nowo poznanej osoby. Bezstronna ocena jest wręcz niemożliwa, bo spostrzegamy innych przez pryzmat naszych doświadczeń, skojarzeń z imieniem danej osoby, sytuacji, w której ją spotykamy itp. Podobnie jest z akcjami - obiektywne przetworzenie wszystkich napływających do nas informacji jest niemożliwe. W ciągu ostatnich 50 lat badano efektywność rynku, między innymi przy pomocy modelu błędzenia przypadkowego, testów nad zmianami cen i analizy wydarzeń. Okazuje się, że występuje szereg uchybień od efektywności, które zostały opisane na podstawie analizy wykresów cen akcji w wybranych przedziałach czasowych. Każdy inwestor chciałby je odkryć i korzystać z nich, osiągając ponadprzeciętne zyski.

Co już wiemy?

Reinganum już w 1983 roku zaobserwował, że w pierwszym miesiącu roku kalendarzowego przeciętny inwestor może zarobić więcej niż zazwyczaj. Sytuacji tej nie można tłumaczyć żadnymi racjonalnymi przyczynami (m.in. tym iż inwestorzy w ostatnich miesiącach roku pozbywają się akcji spółek źle prosperujących, aby odnotować straty i nie płacić podatku, a w styczniu z powrotem do nich wrócić - stąd wzrost cen), ponieważ dotyczy zarówno małych, lokalnych, jak i międzynarodowych rynków.

Kolejni badacze Gibbons i Hess pokazali korelację cen akcji między dniami tygodnia. W okolicach weekendu ceny są przeciętnie niższe. Sytuacja dotyczy poniedziałków i piątków (wyjątkiem są poniedziałki w styczniu, gdzie efekt jest pozytywny - czyli ceny są statystycznie wyższe).

Psychologowie Banz i Keim udowodnili, iż ceny akcji małych firmy odnotowują wyższe stopy zwrotu aniżeli wynikałoby to z ich losowego ruchu cen (tj. efektywności rynku). Zjawisko to próbowano tłumaczyć tym iż, inwestorzy niechętnie kupują akcje takich spółek, ponieważ z racji ich rozmiaru jest to inwestycja obciążona większym

ryzykiem. Firma o ugruntowanej pozycji na rynku i dużym w nim udziale ma większe szanse na przetrwanie i jest bardziej konkurencyjna, chociażby cenowo. Jeżeli inwestycja jest obciążona większym ryzykiem, cechuje ją wyższa stopa zwrotu - premia za podjęcie ryzyka. Wg najnowszych badań, efekt ten nie jest stały w czasie, więc inwestycja w małą firmę nie zawsze pozwoli inwestorowi uzyskać ponadprzeciętne zyski.

Badania nad współzależnością wielkości dywidendy i cen akcji wskazują na paradoksalną sytuację. Ceny akcji, które między innymi odzwierciedlają kondycję finansową spółki, były ujemnie skorelowane ze wskaźnikiem rentowności dywidendy (wielkość dywidendy/cena akcji). Znaczący to, że w przypadku firm, których akcje były relatywnie drogie, wskaźnik rentowności dywidendy kształtował się na niskim poziomie. Jeżeli ceny akcji były relatywnie tanie, powyższa miara była wysoka. Racjonalny inwestor powinien inwestować w akcje, które prócz wzrostu ceny oferują mu stosunkowo wysoką dywidendę.

Podsumowując - źródeł powyższych anomalii nie możemy odnaleźć w tradycyjnych modelach inwestowania, które zakładają, iż inwestor jest racjonalny. Finanse behawioralne ujmują zachowania, które towarzyszą ludziom w sytuacji podejmowania decyzji dotyczących inwestycji, w psychologiczne ramy i tłumaczą je przy pomocy znanych już w psychologii modeli: teorii perspektywy, utopionych kosztów pułapki zaangażowania czy dysonansu poznawczego.

Psychologiczne ramy nieracjonalności inwestora giełdowego

Teoria perspektywy

Teoria perspektywy jest podstawą finansów behawioralnych, opiera się na niej wiele innych, bardziej szczegółowych, teorii. Dotyczy podejmowania decyzji w warunkach ponoszenia strat i osiągania zysków. Gdy ceny akcji spadają, inwestor za wszelką cenę stara się ograniczyć straty i podejmuje większe ryzyko. Zachowanie to jest nieracjonalne ze statystycznego punktu widzenia i może prowadzić do pomnażania strat. Gdy ceny akcji rosną, zmienia się perspektywa i rozumienie „ryzyka” - wolimy pewny zysk. Zjawisko to jest silnie uwarunkowane przez emocje, które towarzyszą podejmowaniu decyzji. W warunkach osiągania zysków są one zazwyczaj pozytywne (radość, zadowolenie), w warunkach ponoszenia strat - negatywne (smutek, zwątpienie, żal).

Utopione koszty

Efekt utopionych kosztów jest konsekwencją efektu unikania strat. Efekt unikania strat dotyczy przede wszystkim inwestorów długoterminowych, którzy w długim czasie chcą otrzymać ponadprzeciętną stopę zwrotu. Po zakupie akcji, niezależnie od kształtowania się

ich cen, trzymają je w swoich portfelach inwestycyjnych. Za stratę uważają sytuację, gdy zmierzają zapisać na koncie i otrzymają mniejszą kwotę pieniędzy niż ta, którą wydali na zakup akcji. Taki stosunek do inwestowania w akcje skutkuje efektem utopionych kosztów. „Poświęciłem zbyt wiele (pieniędzy, czasu, wysiłku), żeby się teraz z tego wycofać” - uważa nieracjonalny inwestor. Mimo iż perspektywy są nienajlepsze dla danej spółki, co będzie skutkowało nieuchronnym spadkiem cen jej akcji, inwestor obstaje przy swoim wyborze. Sytuację można porównać do wielkich kampanii reklamowych, które zakończyły się fiaskiem. Menedżerowie, widząc, że ich działania marketingowe nie przynoszą pożądanych skutków (wzrost sprzedaży), dalej inwestują w produkt. Nie kierują się obiektywną oceną sytuacji, lecz odczuciem, że ponieśli zbyt wielkie nakłady, aby zrezygnować. Podobnie jak nieracjonalni inwestorzy, wolą trwać przy swojej wcześniejszej decyzji, bo boją się przyznać przed samym sobą i innymi do błędu. Jest to tzw. pułapka eskalacji.

Pułapka zaangażowania

Pułapka zaangażowania jest niewątpliwie związana z emocjami. O małym porcelanowym słoniku, który pan Piotr posiada od 15 lat, mówi się że ma „wartość sentymentalną”. Obiektywna ocena danego przedmiotu może wskazywać na znikomą wartość ekonomiczną - poszarzały, przybrudzony, z oderwaną trąbą - ciężko mówić o jakimkolwiek walorze estetycznym, a tym bardziej użytkowym, jednak dla pana Piotra to coś więcej niż mała figurka. Podobnie jest z posiadaczami akcji. Kiedy długoterminowy inwestor ma je w portfelu przez kilka lat, ciężko mu się z nimi rozstać. Czuje niechęć do ich pozbycia się, bo boi się negatywnych emocji związanych z ich sprzedażą - zdążył się do nich przyzwyczaić. Przez kilka lat, sprawdzał, jak kształtuje się ich cena, z niecierpliwością czekał na najnowsze sprawozdania finansowe spółki, przeglądał najnowsze analizy analityków finansowych. Po tak długim czasie i przywiązaniu do akcji danej spółki ciężko mu podjąć decyzję o sprzedaży, kierując się racjonalnymi przesłankami (gorsze wyniki finansowe, zastój na danym rynku). Inwestor ignoruje te złe informacje i jest bardziej skłonny kupić akcje danej firmy aniżeli się ich pozbywać. Dobrym przykładem są akcje spółki, które dostają pracownicy odchodzący z pracy, zwłaszcza jeżeli lubili swoją pracę. Otrzymując pakiet akcji, nie chcą się go pozbywać. Rady doradców inwestycyjnych, aby zdywersyfikować swój portfel [tj. zakupić papiery mniej (obligacje) i bardziej (akcje różnych spółek) ryzykowne], co jest racjonalnym posunięciem, zupełnie nie są brane przez nich pod uwagę. „Gorące” emocje wygrywają z „zimną” kalkulacją.

Krótkowzroczność w inwestowaniu

Mimo empirycznego potwierdzenia faktu, iż w długim okresie ceny akcji rosną, in-



westorzy często nie radzą sobie z chwilowym spadkiem ceny bądź trendem malejącym i sprzedają w popłochu akcje, aby uniknąć większych strat. Tak naprawdę, w większości sytuacji, gdyby tego nie zrobili i ze stoickim spokojem przeczekali kryzysową sytuację, mieliby szansę osiągnąć większe zyski. Chwilowe wahania silnie oddziałują na inwestorów i ich preferencje, ponieważ kierują się oni emocjami. Jak wiadomo, emocje są złym doradcą, więc również w tym przypadku prowadzą do nieracjonalnych decyzji. Pod wpływem krótkoterminowych danych (stopa zwrotu tygodniowa, miesięczna, kwartalna) inwestor giełdowy podejmuje niekorzystne dla swoich finansów decyzje, bo ma awersję do strat. Z globalnego punktu widzenia (stopa zwrotu z ostatnich 5, 10 lat) sytuacja wygląda zupełnie inaczej. Akcje zawsze gwarantują dodatkową premię za ryzyko. Mimo iż inwestor zna te reguły rynku, pod wpływem silnych negatywnych emocji, które towarzyszą spadkom cen, decyduje się na pozbycie akcji. Jest to tzw. krótkowzroczność w unikaniu strat bądź krótkowzroczność w inwestowaniu.

Dysonans poznawczy

Inwestor, inwestując w określony instrument finansowy, jest przekonany o jego sukcesie. To, czy osiągnie zyski, czy straci, okaże się dopiero po pewnym czasie. Jeżeli wynik będzie niekorzystny dla inwestora, będzie on

się on starał zminimalizować dysonans poznawczy, czyli niezgodność między swoimi przewidywaniami a tym, jak jest naprawdę. Może to uczynić poprzez tak nieracjonalne zachowanie, jak niedopuszczanie do siebie informacji o złych wynikach finansowych danego instrumentu lub koncentrację na pozytywnych komentarzach specjalistów co do przyszłości. Inwestor stara się tym samym za wszelką cenę uzasadnić swoje wcześniejsze zachowanie.

„Najlepszy sposób, by przewidzieć przyszłość, to tworzyć ją.” (Alan Kay)

I jak w tym wszystkim zachować resztki zdrowego rozsądku? Uważam, że należy rozdzielić inwestowanie i spekulację. Inwestowanie to długoterminowy plan, indywidualny dla każdego, zgodny z jego preferencjami co do ryzyka i oczekiwanego zysku, a także dostosowany do potrzeb. W inne instrumenty powinien zaopatrzyć się sześćdziesięciolatek, a w inne absolwent uczelni wyższej, podejmujący swoją pierwszą pracę. Spekulację powinno traktować się raczej jako zabawę, mając świadomość, że możemy również sporo stracić.

Świadome, długoterminowe inwestowanie to także znajomość narzędzi finansów behawioralnych, praktyczne zastosowanie tej wiedzy i w rezultacie unikanie pułapek psychologicznych oraz nieuleganie panice bądź euforii na rynkach. ■



INWESTOWANIE - WALKA Z SAMYM SOBĄ



DOROTA SIERAKOWSKA

Dynamiczne wzrosty notowań czy też ich gwałtowne spadki rzadko można nazwać racjonalnymi. Inwestorzy, zwłaszcza ci krótkoterminowi, działają na co dzień pod presją emocji. Uczuć, takich jak strach i chciwość, nie sposób wyeliminować – wynika to ze specyfiki działania ludzkiego mózgu, który często działa poza świadomością człowieka.

Czy to sprawia, że na rynkach finansowych człowiek jest z góry skazany na przewidywalne kopiowanie schematów? Niekoniecznie, o ile inwestor jest świadomy biologicznych mechanizmów, które w obliczu pewnych wydarzeń wywołują w nas określone reakcje.

CHCIWOŚĆ

Gdy na nasze konto wpływa spora suma pieniędzy, odczuwamy zadowolenie – to nie ulega wątpliwości. Jednak, jak pokazują badania, większą przyjemność sprawiają nam nie pieniądze, które już posiadamy, lecz te, które MOŻEMY mieć. Mózg człowieka wykazuje największą aktywność na myśl o potencjalnej nagrodzie – więc gdy ten spory przypływ gotówki staje się już naszym udziałem, to zamiast zaspokajać nasze potrzeby, rozbudza apetyt na więcej.

To właśnie chciwość sprawia, że gdy ludzie decydują o wzięciu udziału w loterii, stoi im przed oczami wysokość możliwej wygranej, natomiast na dalszy plan schodzi nikt nieprawdopodobieństwo jej zdobycia. Ten sam mechanizm działa na rynkach finansowych – jakże często inwestorzy zapominają o ryzyku towarzyszącym danej transakcji, koncentrując się wyłącznie na potencjalnych zyskach.

STRACH

Człowiek najbardziej boi się rzeczy, których nie może kontrolować – dlatego większość z nas bardziej obawia się latać samolotem niż jeździć samochodem, mimo że prawdopodobieństwo zginięcia w katastrofie lotniczej jest dużo mniejsze niż prawdopodobieństwo poniesienia śmierci w wypadku samochodowym. Ten sam mechanizm sprawia, że inwestorzy indywidualni chętniej kupują akcje, będące przedmiotem uwagi analityków giełdowych, zaś unikają akcji, o których na rynku mówi się niewiele.

Te wbudowane w nas odruchy stadne sprawiają, że nawet błaha plotka potrafi zatrzęść rynkami finansowymi. Pod wpływem złej informacji inwestorzy panicznie wyprzedają akcje – nie potrafią bowiem kontrolować zachowania innych inwestorów, dlatego nie wiedzą, jak daleko sięgną spadki. Presja otoczenia sprawia, że wolimy się mylić razem z innymi niż samemu mieć rację.

ZASKOCZENIE

Rynki finansowe to rynki oczekiwań – na co dzień formułuje się prognozy dotyczące danych makroekonomicznych czy wyników spółek. Co oczywiste – część z nich się nie sprawdza, co wywołuje wśród inwestorów poczucie zaskoczenia. Brak zgodności rezultatu z oczekiwaniami prowadzi do sytuacji, gdy po opublikowaniu przez spółkę dobrych wyników finansowych cena jej akcji spada – ponieważ analitycy oceniali, że wyniki będą jeszcze lepsze.

Przykre niespodzianki wywołują w nas także nieracjonalny mechanizm obronny. Inwestorzy niechętnie kupują akcje, których wartość

nagle spadła, a analitycy wystawiają im często rekomendację „sprzedaj”, mimo że teoretycznie tańsze akcje powinny być bardziej atrakcyjne dla kupujących. Sposobem na uniknięcie tej pułapki jest prosta odpowiedź na pytanie: co wywołało spadek cen akcji tej spółki? Często okazuje się, że przyczyną zniżki jest plotka, która nie ma nic wspólnego ze zdolnością spółki do generowania zysków.

ŻAL

Uczucie żalu towarzyszy inwestorom najczęściej wtedy, gdy pozbywają się inwestycji ze stratą. Psycholog Daniel Kahneman porównał sprzedaż przegrywających akcji z wymierzaniem sobie kary – najtrudniejsze w tej decyzji jest bowiem przyznanie się do błędu przed samym sobą. Dlatego też spora część inwestorów uparcie przetrzymuje w swoim portfelu akcje, których ceny znacznie spadły, oddalając moment materializacji straty.


Ludzie odczuwają większy żal wtedy, gdy jest on skutkiem działania, a nie zaniechania – dlatego akceptacja swojego błędnego wyboru jest tak trudna. Jak więc inwestor ma radzić sobie z tym nieprzyjemnym uczuciem? Sposobem może być spojrzenie na inwestycję nie z perspektywy tego, jak jej ceny kształtowały się w przeszłości, lecz z perspektywy tego, co może się z nimi dzieć w przyszłości.

SZCZĘŚCIE

Można się spierać, czy pieniądze dają szczęście. Jednak jak pokazują badania psychologiczne, zależność odwrotna jest dużo bardziej widoczna. Czy więc to poczucie szczęścia czyni nas bogatymi?

W powyższym stwierdzeniu jest sporo przesady, jednak faktem jest, że ludzie zadowoleni z życia mają więcej siły, by pokonywać codzienne trudności – są więc bardziej konsekwentni w dążeniu do celu. Osoby szczęśliwe cechuje także większa odwaga w kontaktach z ludźmi oraz ciekawość nowych doświadczeń, które sprawiają, że w życiu zawodowym nie dopada je rutyna.

Uczucie szczęścia może jednak przyjmować formę hurraoptyzmu, który przekłada się na nieracjonalne działania. Nierzadko nagły przypływ gotówki daje ludziom krótkotrwałą iluzję bogactwa, prowadzącą do dokonywania przez nich nietrafionych inwestycji – lub, jeszcze częściej, do całkowitego zaniechania inwestycji i trwonienia pieniędzy na bieżącą konsumpcję, co w długim terminie nierzadko prowadzi do finansowej katastrofy. ■



Podczas pisania artykułu autorka korzystała z książki Jasona Zweiga „Twój mózg. Twoje pieniądze”, dostępnej w księgarni internetowej Maklerska.pl



Przed gwiazdką uważaj na... gwiazdki

Idą święta, a wraz z nimi świąteczne zakupy. Piątek przypadający w USA po Święcie Dziękczynienia nazywany jest wśród detalistów „czarnym piątkiem”. Nie chodzi tu o żadne skojarzenia z czarnym poniedziałkiem z października 1987 roku, kiedy to amerykański rynek zanurkował o 22%, ale o zyski sklepów, które dawniej były zapisywane w księgach czarnym kolorem. Okres świąteczny to okres żniw dla sprzedawców, którzy w ciągu miesiąca notują nierzadko 25-35 procent rocznej sprzedaży. Choćby nie wiadomo jak źle było – konsumpcja na święta musi być.

PAWEŁ CYMCIK

Na tej żądzy zakupów próbują zarobić nie tylko producenci i sprzedawcy. Marzenia o nowych telefonach, telewizorach, laptopach czy konsolach pomagają nam realizować także banki, które już szykują się z ofertą świątecznych kredytów i debetów. Polska rodzina zgodnie z badaniami Deloitte planuje w tym roku wydać na święta 19% więcej niż rok temu, czyli

kwotę ok. 1800 złotych. Największą część tej sumy będą stanowić prezenty, co dobrze świadczy o naszej chęci ofiarowania, ale może też niekorzystnie odbić się na naszym portfelu. Jeżeli nie zdążyliśmy odłożyć niezbędnych zapasów finansowych, które pozwolą nam obdarować znajomych i rodzinę i musimy posiłkować się pożyczką, to poświęćmy temu chwilę, żeby odsetki nie były zbyt uciążliwe w nowym roku.

Droga deska

Pieniądze możemy pożyczać na wiele sposobów. Decydując się na szybką pożyczkę gotówkową, interesują nas łatwe formalności i krótki czas czekania na pieniądze. Gotówkę możemy dostać w 15 minut, wchodząc do jednego z licznych oddziałów banków, wypełniając wniosek w Internecie, a nawet wysyłając SMS-a. Jednak czasami podejmujemy decyzje pochopnie - nie zastanawiamy się, jaki będzie prawdziwy koszt naszej decyzji. A koszt bywa bardzo wysoki – nawet w granicach 40-50% rocznie. Technicznie oprocentowanie nie będzie przekraczać dozwolonej czterokrotności stopy lombardowej (teraz 20%), ale do tego dochodzą prowizje, ubezpieczenia i różne koszty dodatkowe, które „niepostrzeżenie” wchodzą w koszt

kredytu. Taką pożyczkę trzeba traktować jak ostatnią deskę ratunku, ponieważ jest ona naprawdę bardzo droga. Nie dajmy się zwieść dodawaną do kredytu książką, obietnicą udziału w loterii umożliwiającej wygranie samochodu czy szansy na zagraniczną wycieczkę – to wszystko jest wliczone w wysokość oprocentowania.

Gramy w karty

Za każdym razem rodzaj pożyczki powinien być uzależniony od celu, na jaki potrzebujemy gotówki. Przykładowo, jeśli potrzebujemy nawet dwukrotność przewidywanych średnich wydatków przez rodzinę ($2 \times 1800 = 3600$ złotych), najtańszym krótkoterminowym rozwiązaniem będzie wykorzystanie karty kredytowej. Co prawda taka forma kredytu również należy do najdrożej oprocentowanych na rynku i jego koszt to prawie zawsze co najmniej 20%, ma on jednak tę zaletę, że dopuszcza możliwość zadłużenia się na okres do 58 dni, a następnie spłatę zaciągniętego kredytu bez żadnych odsetek. Jedynym kosztem w takim przypadku będzie przelanie pieniędzy z rachunku karty kredytowej na rachunek bankowy co będzie nas kosztować

maksymalnie 1% wypłacanej kwoty. Po cichu zakładamy jednak, że najdalej na koniec stycznia będziemy dysponować kwotą niezbędną do spłaty. Będąc w amoku świątecznych zakupów, w każdym centrum będziemy mogli spotkać reklamy banków i ich przedstawicieli oferujących karty z dodatkowymi bonusami, takimi jak: darmowe ubezpieczenie, pakiet usług napraw domowych czy obniżone oprocentowanie. W takich momentach warto pamiętać, że Komisja Nadzoru Finansowego rekomendowała bankom podawanie wszystkich kosztów korzystania z karty kredytowej. Wszystkich, czyli zwłaszcza tych, które pojawiają się po zakończeniu okresu promocyjnego. Nawet mając w jednej ręce listę niekończących się listę zakupów, a przed oczami kolejki w sklepach, zanim zdecydujemy się na „promocyjną” kartę kredytową, dokładnie zapoznajmy się z jej warunkami. Należy przeczytać wszystko, co zostało napisane małym drukiem i z gwiazdką. Szukaj i dodawaj wszystkie opłaty za wydanie i/lub wzniesienie karty, ubezpieczenie czy koszty egzekucji długu.

Kredyt jak rewolwer

Jeżeli przewidujemy, że okres pożyczki będzie dłuższy niż 58 dni okresu bezodsetkowego, wtedy należy wykorzystać inny sposób uzyskania pieniędzy. Może to być gotówka przyznana w ramach debetu na naszym koncie bankowym. Debet na koncie jest rodzajem kredytu odnawialnego, a więc takiego, który nawet po częściowej spłacie umożliwia ponowne zadłużenie się w wysokości spłaconej kwoty. Trzeba pamiętać, że o takiej ewentualności musimy myśleć wcześniej, bo maksymalna wysokość debetu, wysokość oprocentowania, a także możliwy okres czasu posiadania ujemnego stanu konta ustalany jest przez bank indywidualnie i wymaga paru dni formalności. W zamian za to otrzymujemy możliwość zadłużenia się w dowolnym momencie, na dowolnie długi czas i z oprocentowaniem w wysokości kilkunastu procent w skali roku.

Kredyt odnawialny ma tę zaletę, że odsetki płacimy tylko od środków, które faktycznie wykorzystaliśmy, a w przypadku jakichkolwiek wpływów na rachunek samoczynnie się on spłaca. Nie ma więc potrzeby pamiętać o datach spłat, a trzeba jedynie kontrolować saldo rachunku. Oprocentowanie kredytu odnawialnego będzie też niższe od karty kredytowej i wyniesie ok. 15%.

0% - to możliwe

Nie wszystkie kredyty oznaczają jednak wysokie odsetki. Zwróć uwagę na kredyty udostępniane przez duże sieci handlowe, gdzie dokonuje się większych zakupów. W okresie świątecznym często reklamowane będą tam kredyty „0 procent” na zakupiony asortyment. Może być to najszybszy i najwygodniejszy kredyt. W przypadku wyboru takiej formy finansowania niezbędne jest wykupienie ubezpieczenia, ale i tak jego koszty są znacznie mniejsze niż oprocentowanie rynkowe kredytów konsumpcyjnych. Jest to zatem zdecydowanie lepsze wyjście niż pożyczka w banku, a następnie zakup towaru za gotówkę.

Ku przestrodze warto zauważyć, że statystyki banków pokazują jednoznacznie, że największy odsetek niespłaconych pożyczek to właśnie kredyty gotówkowe i zadłużenia powstałe na kartach kredytowych. Znacznie solidniej regulujemy zobowiązania wynikające z kredytów hipotecznych. Ważnie łatwe i szybkie oraz plastikowe pieniądze sprawiają największe kłopoty i kończą się pułapką zadłużenia. Możemy tego uniknąć, planując rozsądnie wydatki i szukając okazji na promocyjne zakupy. ■

AUTOR JEST ANALITYKIEM A-Z FINANSE

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

Finansista w świecie zabawek

Wywiad z Ryszardem Rozpondkiem, Finance Managerem w firmie Mattel Poland

ANNA GRODECKA

Jakie studia Pan ukończył i jak wyglądały pierwsze lata Pańskiego życia zawodowego?

Wbrew pozorom nie ukończyłem kierunku stricte ekonomicznego, lecz wydział zarządzania na Politechnice Śląskiej. Jeszcze na studiach, pod koniec lat 90., zainteresowałem się półrocznymi praktykami studenckimi w firmie Ernst & Young, które w tamtym czasie były zupełną nowością na rynku polskim. Zostałem skierowany do działu audytu i tam też po raz pierwszy zetknąłem się z pojęciem ACCA. Zainteresowałem się tym certyfikatem, ponieważ otwiera on drzwi do międzynarodowego środowiska biznesowego związanego z finansami. Po zakończeniu praktyk wróciłem na studia, obroniłem pracę magisterską i zaraz po obronie wyjechałem do Amsterdamu, gdzie dostałem pracę w firmie PricewaterhouseCoopers. Firma zaoferowała mi możliwość zdobycia certyfikatu ACCA i bez wahania skorzystałem z tej propozycji. W 2004 roku wróciłem do kraju i dzięki szkoleniom firmy BPP udało mi się zdać ostatnie trzy egzaminy ACCA. Muszę przyznać, że wiadomość o otrzymaniu certyfikatu była jedną z lepszych chwil w moim życiu – okazało się, bowiem że ogromna ilość czasu i wysiłku włożonego w naukę nie poszła na marne. Trzy lata później przeszedłem do firmy Pfeiderer Grajewo, gdzie zajmowałem się rachunkowością finansową grupy w Polsce i Rosji. W Pfeiderer pracowałem dwa lata, a w 2009 roku ponownie zmieniłem pracę i objąłem stanowisko Finance Managera w Mattel Poland.

Czym zajmuje się Pan w firmie Mattel?

Sprawuję nadzór nad działem finansowym firmy w Europie Środkowo-Wschodniej, obejmującym Polskę, Czechy, Węgry, Słowację, rynki dystrybucyjne w Rosji, na Ukrainie, w Chorwacji, Słowenii, Rumunii i krajach nadbałtyckich. Moja praca polega także na usprawnianiu procesów zachodzących w firmie dotyczących wszystkich jej aspektów, nie tylko tych związanych z finansami. Bardzo przydaje tu się wiedza zdobyta w trakcie kursów ACCA - i nie mówię tu tylko o rachunkowości finansowej, ale również o podstawach zarządzania ludźmi, prawie międzynarodowym i wszystkich przedmiotach, które składają się na certyfikat ACCA.



Dlaczego zdecydował się Pan na zmianę firmy i co jest szczególnie atrakcyjnego w Pana pracy?

Zmieniłem pracę, ponieważ lubię wyzwania i pociąga mnie wizja pracy w dużej międzynarodowej korporacji, gdzie jako Finance Manager mogę mieć wpływ na wiele aspektów funkcjonowania firmy. Ostatnio mogę aktywnie uczestniczyć we wprowadzaniu wielu zmian strukturalno-organizacyjnych w firmie w regionie Europy Środkowej i Wschodniej. Poza tym skusiła mnie perspektywa pracy w najwyższej położonym

biurze firmy Mattel na świecie – na 31 piętrze Warsaw Trade Tower (śmiech).

Czy Pana zdaniem można zdać certyfikat ACCA bez uczestnictwa w szkoleniach?

Oczywiście, jest to możliwe, ale jest o wiele trudniejsze i dużo bardziej czasochłonne. Samodzielna nauka polega na analizowaniu egzaminów i case'ów z poprzednich lat, ale tak czy tak za materiały trzeba zapłacić. Uczestnicząc w szkoleniach, korzystamy z wiedzy doświadczonych trenerów, którzy prezentują najnowsze trendy i przedstawiają

standardowe pytania, a dostęp do wszelkich materiałów jest wliczony w cenę szkolenia. Kursy pozwalają również zaoszczędzić bardzo dużo czasu, ponieważ przekazywane są na nich pewne informacje, które w przeciwnym razie trzeba by było zdobywać samemu. Poza tym bardzo pomocne są wszelkie usługi dodatkowe oraz program gwarantujący zdanie egzaminu ACCA. Firma BPP na przykład oferuje kursantom platformę e-learningową, dzięki której można już po szkoleniu powrócić do wykładu, czy analizy zadań. Gwarantuje też, że uczestnik szkolenia zda egzamin; w przeciwnym razie umożliwia bezpłatne powtórzenie szkolenia. To daje pewność, że inwestycja w szkolenia przyniesie zakładany efekt.

Czy osoba, która kończy studia jest w stanie opłacić uczestnictwo w kursach? Czy firmy nie boją się utraty pracownika bo uzyskaniem certyfikacie?

Wiele firm finansuje uczestnictwo w kursach, ponieważ widzi w tym szansę na podniesienie kwalifikacji swoich pracowników i usprawnienie funkcjonowania

firmy. Obecnie Mattel opłaca swoim dwóm pracownikom uczestnictwo w kursach BPP przygotowujących do certyfikatu ACCA. Jeżeli jednak firma, w której pracujemy nie chce sfinansować nam szkoleń, to naprawdę warto w nie zainwestować, bo jest to inwestycja, która na pewno zaprocentuje. Wiele osób zastanawia się czy pracownik po uzyskaniu certyfikatu ACCA nie odejdzie w poszukiwaniu lepszej pracy, ale z reguły firmy zabezpieczają się w ten sposób, że podpisują z pracownikiem umowy lojalnościowe, które zobowiązują do zwrócenia części kosztów szkoleń w przypadku zmiany pracy przed upływem określonego w umowie okresu czasu.

Czy wiedza zdobyta podczas szkoleń okazała się niezbędna w kontekście wykonywania Pańskiej pracy?

Bez wiedzy zdobytej na kursach ACCA byłoby mi dużo trudniej wykonywać obowiązki w Mattel Poland oraz w mojej poprzedniej firmie Pfeiderer Grajewo. U poprzedniego pracodawcy byłem odpowiedzialny za raportowanie na Warszawską Giełdę sprawoz-

dań finansowych całej grupy. Bez znajomości ACCA trudno byłoby mi wykonywać tę pracę ponieważ wymagała ona znajomości przepisów międzynarodowych standardów sprawozdawczości finansowej (MSSF). Jeden z rozdziałów książki zawierającej przepisy i interpretacje KPMG w zakresie środków trwałych znam praktycznie na pamięć.

Co poleciliby Pan młodym ludziom, którzy właśnie rozpoczynają swoją pierwszą pracę?

Przemyślany wybór pierwszego pracodawcy. Wybór dużej i renomowanej firmy zapewni nam łatwiejszy start do dalszej kariery. Warto również pamiętać, że na początku pieniądze nie są najważniejsze i warto zatrudnić się w miejscu, które daje szansę rozwoju, np. poprzez uczestnictwo w programie szkoleniowym ACCA. Praca w cenionej firmie zapewni nam styczność z globalnym podejściem do „biznesu” i nauczy najlepszych standardów. Warto również cały czas poszerzać swoją wiedzę poprzez czytanie specjalistycznej prasy i publikacji i przede wszystkim brać udział w projektach. ■

KONKURS WIEDZY O RACHUNKOWOŚCI I FINANSACH

Jest o co walczyć!

Nagroda Główna

kupon szkoleniowy wartości 5000 zł do wykorzystania na szkoleniach ACCA, CIMA lub CFA.

13 nagród pocieszenia
kupony szkoleniowe ACCA, CIMA, CFA,
nośniki pamięci USB

- Pracujesz w rachunkowości lub finansach? A może dopiero planujesz swoją ścieżkę rozwoju w tej dziedzinie?
- Czy wiesz, że dyplomy ACCA, CIMA i CFA to najlepsza przepustka do międzynarodowej kariery w finansach?
- Sprawdź swoją wiedzę z rachunkowości i finansów i wygraj kupony szkoleniowe ACCA, CIMA lub CFA.



Organizator i fundator nagród:



Partner główny:



Partnerzy medialni:



Okiełznanie ryzyka, czyli o stawianiu stop-lossów



Każdy inwestor przechodzi kilka etapów na początku swojej drogi na rynku. Zawierane są pierwsze transakcje, pojawiają się pierwsze zyski. Euforia i samouwielbienie szybko przestają być rzeczywistością. Przychodzi jednak dzień, gdy inwestor, wracając z pracy lub nawet z sąsiedniego pokoju, spogląda w ekran i doznaje szoku. Ceny jego walerów spadają w zastraszającym tempie. Po zyskach, którymi się chwalił nie ma śladu, za to pojawia się pierwsza strata. Rynek spada coraz bardziej, więc przecież zaraz musi się odbić – sądzi inwestor. Niestety, przecena się pogłębia, a inwestor przeklina niebiosa, obiecując sobie, że gdy tylko rynek odbije, natychmiast zamknie pozycję. Mijają dni, a środki na rachunku topnieją jednak coraz bardziej... Czy można było tego uniknąć?

MARCIN RÓŻOWSKI

Dla każdego amatora spekulacji, który zdobył już pierwsze doświadczenie na rynku, oczywiste jest że brak zleceń zabezpieczających prowadzi do szybkiego kurczenia się rachunku. Żaden inwestor nie może sobie pozwolić na to, by tracić kapitał w nadziei na odwrócenie niekorzystnej dla siebie tendencji. Utrata kapitału uniemożliwia

inwestycje i często skutkuje problemami natury zdrowotnej. Ograniczanie strat jest najważniejsze zarówno przy spekulacji, jak i inwestycjach, i dotyczy nie tylko drobnych inwestorów. Najlepszym dowodem na to jest przykład Victora Niederhoffer'a, właściciela jednego z największych funduszy hedgingowych w Stanach Zjednoczonych w latach 90. Zarządzający powszechnie chwalił się niestosowaniem zleceń typu

stop-loss. Niestety, gdy w 1997 roku indeks Dow Jones spadł ponad 7% na jednej sesji, Niederhoffer zmuszony był zakończyć swoją działalność.

Sposobów ustawiania zleceń zabezpieczających jest prawdopodobnie tyle, ilu samych graczy na rynku. W artykule chciałbym zaprezentować najpopularniejsze techniki, proste i użyteczne praktycznie dla każdego inwestora. Wyjątkiem mogą być gracze spekulujący na bardzo krótkich interwałach - liczę jednak, że i daytraderzy znajdą w artykule coś dla siebie.

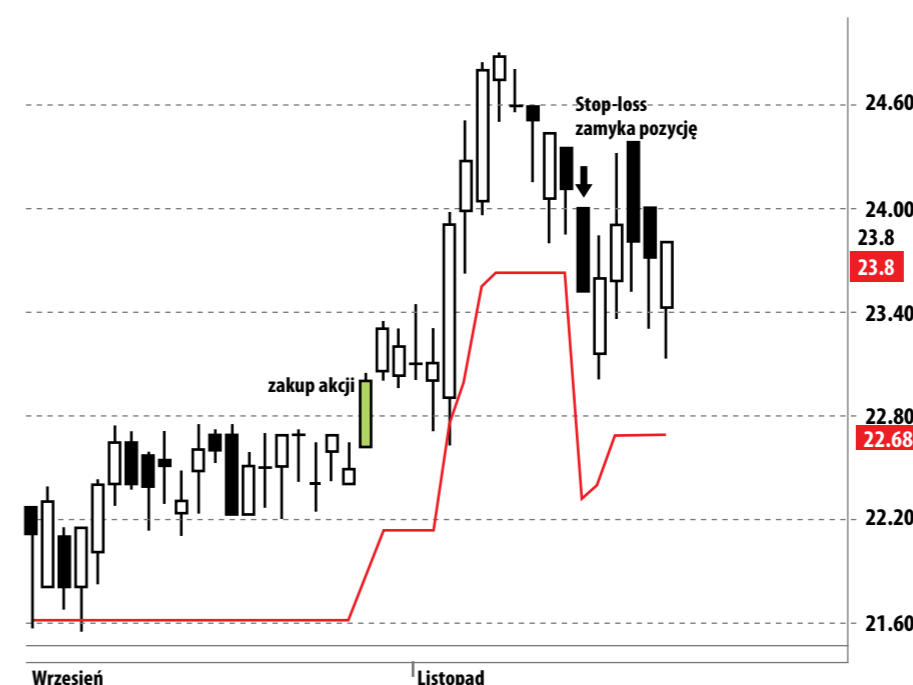
O jeden procent za daleko...

Prawdopodobnie najpopularniejszą metodą wykorzystywaną przy zleceniach zabezpieczających jest ustalanie procentu kapitału, jaki inwestor może stracić na pojedynczej transakcji. Sposób ustalania poziomu, przy którym bezwzględnie zamykamy pozycję jest bardzo prosty:

Inwestor uznaje, że stać go stratę maksymalnie 1,5% kapitału z jednej transakcji. Jeśli postanowi zainwestować cały posiadany kapitał, zlecenie zabezpieczające umiejscowi już 1,5% poniżej ceny nabycia. Jednak jeśli postanowi otworzyć pozycję wykorzystując 25% kapitału, będzie mógł ustawić stop-loss aż 6% poniżej ceny nabycia.

Powyższy przykład dobrze ilustruje ważną właściwość zleceń opartych na zwykłych wielkościach procentowych. Otóż im mniejszą część kapitału zainwestujemy w transakcję, tym bardziej odległy stop-loss możemy ustawić. Daje to możliwość inwestorowi takiego doboru kwoty inwestycji, by zlecenie zabezpieczające nie było ustawione zbyt blisko ceny nabycia. Za niższe zyski płacimy lepszą ochroną. Istnieje jednak pewien dość poważny problem. Jaką dokładnie kwotę może ryzykować w pojedynczej transakcji? Nie ma na to pytanie prostej odpowiedzi, ponieważ zależy ona od indywidualnej awersji do ryzyka. Zbyt blisko ustawiony stop może łatwo wyrzucić inwestora z rynku, zbyt oddalony spowoduje, że strata będzie znaczna. Generalny konsensus waha się od 1,5% do 3% całości kapitału.

Optymalną wartość straty trudno ustalić także z innego powodu. Ten powód to zmienność panująca na rynku w danym okresie. Jeśli codzienne wahania są duże, a rynki nerwowe, to prawdopodobieństwo zamknięcia pozycji z powodu uruchomienia stop-lossa poważnie wzrasta. Na rozchwianym rynku ruchy rzędu 3% to codzienność, a nie ułańska fantazja. W związku z tym niebranie pod uwagę aktualnej sytuacji rynkowej należy uznać za wadę tej techniki, znacznie poważniejszą niż trudność ustalenia kwoty, jaką skłonni jesteśmy zaryzykować. Jednak można sobie z tym faktem stosunkowo prosto poradzić, wykorzystując inne techniki, o czym w dalszej części artykułu.



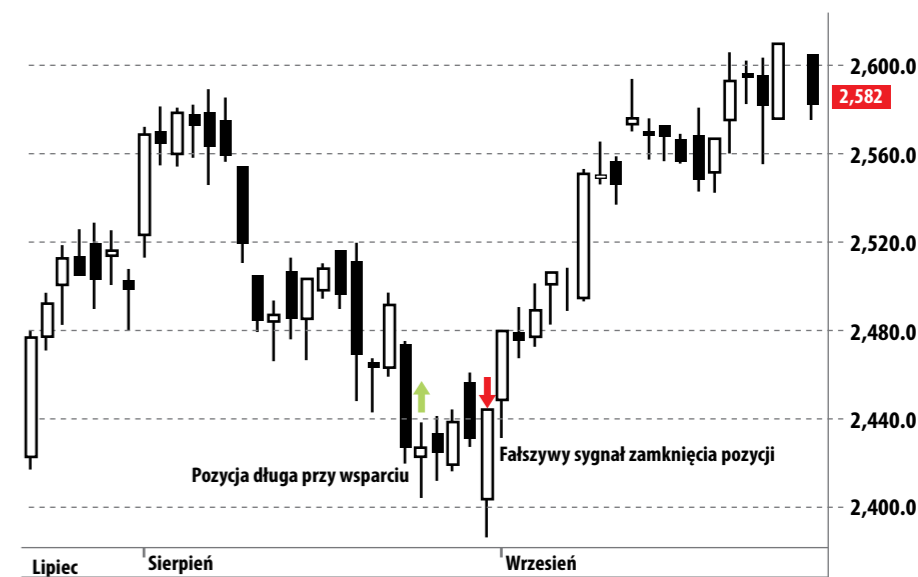
Inwestor dokonuje zakupu akcji GTC, z postanowieniem że zamknie pozycję, gdy cena zamknięcia waloru będzie poniżej 5% od ostatniego maksimum. Początkowa decyzja jest udana, a linia stopu (czarna) przesuwa się do góry z każdym kolejnym maksimum. Jednocześnie na rynku rośnie zmienność. W efekcie inwestor w ciągu pięciu sesji traci ponad połowę zarobku, nim zlecenie stop zamyka pozycję.

Wsparcie wytrzymało – na razie...

Przeważająca część drobnych inwestorów wykorzystuje do swoich inwestycji analizę techniczną. Mnogość i różnorodność metod analizy technicznej daje szerokie pole do popisu przy ustalaniu poziomów zleceń zabezpieczających. Inwestor może wykorzystywać do swoich celów przebiecie średniej kroczącej, linii trendu, ostatniego ważnego dołka, zniesienia Fibonacciego... Wszystkich idei nie sposób wyliczyć, podobnie jak wybrać najbardziej skutecznej. Jednak ta różnorodność jest jednocześnie zaletą i wadą. Powody, dla których można traktować ją jako wadę, są dwa. Pierwszą jest subiektywizm w odbiorze sygnałów płynących z rynku. Dwóch analityków technicznych może zobaczyć na jednym wykresie dwie różne sytuacje i dobrać poziomy stop-loss w zupełnie różny sposób. Racji nie ma tymczasem żaden z nich – rację ma tylko i zawsze rynek. W tym momencie do głosu dochodzi natomiast ważny element psychologiczny. Inwestor, który sporo czasu poświęcił na analizę, dobranie odpowiedniego momentu otwarcia i zamknięcia pozycji oraz ustawienie stop-lossa, często przestaje być obiektywny. Stwarza to niebezpieczeństwo, że gdy sytuacja przestanie się układać po myśli inwestora – słowem, pomyli on się – istnieje silna chęć manipulacji przy zleceniu zabezpieczającym, byle inwestor pozostał na rynku i mógł odegrać narastającą stratę. Niestety, niczym nie różni się to od sytuacji, gdy zlecenie zabezpieczające nie jest wystawiane w ogóle. Do swoich umiejętności i osiągnięć należy podchodzić z dystansem. Ustawienie stop-

lossa w idealny sposób jest trudne, ale dobrego inwestora od przeciętnego odróżnia to, że ten pierwszy przyznaje się do błędów i wyciągnie wnioski.

Gdy wyliminujemy emocje z procedury ustawiania i codziennego odnawiania stop-lossa, metody analizy technicznej mogą okazać się naprawdę skuteczne. Szczególnie, gdy inwestor będzie konsekwentny w swoich działaniach i nie pozwoli sobie na odstępstwa od przyjętej metody. Jest jednak jeszcze jeden bardzo

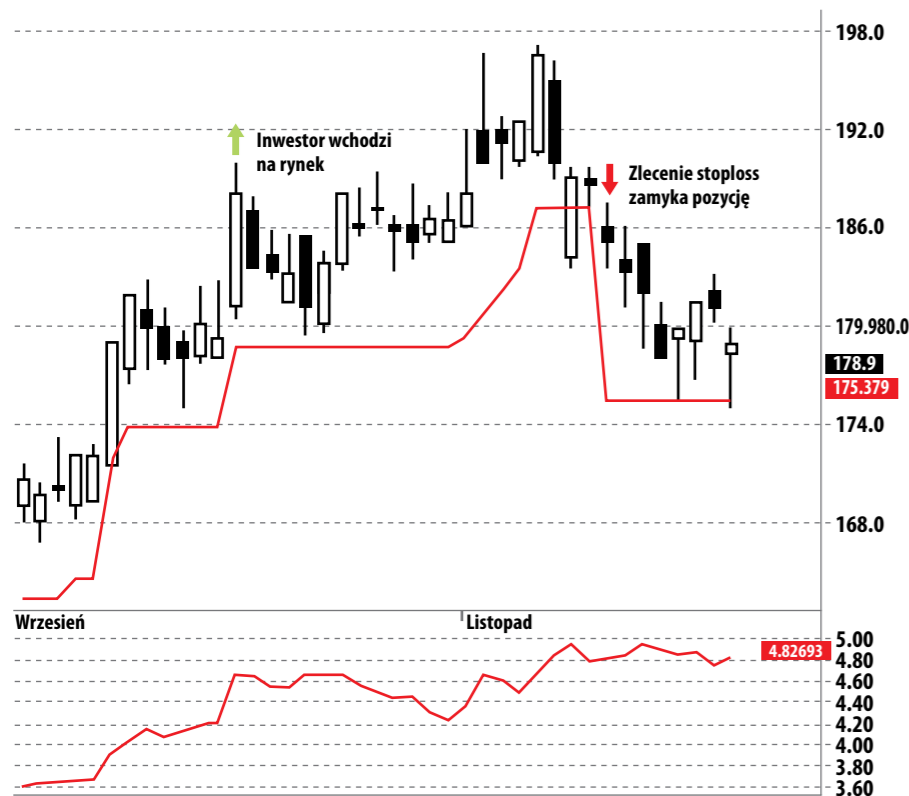


Kontrakt terminowy FW20 znajduje się przy ważnym psychologicznym wsparciu 2400 punktów. Inwestor obawia się gwałtownych spadków po przebicium tego poziomu, dlatego umieszcza zlecenie zabezpieczające tuż poniżej by ograniczyć stratę. Kilka sesji później dochodzi do wylamania i zamknięcia pozycji inwestora. Wybicie okazuje się fałszywe i indeks wraca do silnego trendu wzrostowego. Inwestor wyrzuca sobie fakt ustawienia stoplossa, gdy tymczasem umieszczył go na poziomie, który wręcz prosił się o testowanie

ważny fakt, który należy mieć na uwadze przy ustawianiu zlecenia przy istotnych poziomach rynkowych. Otóż inwestor nigdy nie działa w próżni. Jeśli zauważymy taki poziom na wykresie, to możemy przyjąć za pewnik, że inni gracze też go dostrzegali i także ustawili swoje zlecenia właśnie w pobliżu tego poziomu. A to niestety drastycznie zwiększa prawdopodobieństwo tego, że dany poziom będzie testowany. Przeciwna strona rynku zrobi wszystko, by umiejscowione zlecenia uruchomić i skokowo przesunąć rynek w pożądanym przez siebie kierunku, po czym ceny mogą powrócić do poprzednich poziomów. Dlatego należy pamiętać – jeśli ustawiamy zlecenie w pobliżu istotnego poziomu rynkowego, zrobimy to kilka punktów niżej niż wynikało to z naszych obliczeń. W ten sposób szansa na to, że wypadniemy z rynku podczas tzw. polowania na stopy będzie niższa, choć ryzyka zupełnie wykluczyć się nie da.

Takie spadki się nie zdarzają...

Częstym grzechem inwestorów jest niebranie pod uwagę aktualnej sytuacji rynkowej. Stop-loss nie może być ustalany w izolacji, bez względu na to, czy mamy trend boczny, czy też może całkowity krach na rynkach. Jeśli gracz nie weźmie pod uwagę zmienności cen, będzie przegrywał. Nie dlatego, że zajął złą pozycję, tylko dlatego, że nie utrzyma się ona wystarczająco długo na rynku, by zaczęła zarabiać. Jak zatem należy wykorzystać zmienność? Po pierwsze, należy ją zmierzyć. O ile wygląd wykresu może powiedzieć inwestorowi sporo o wahaniami na rynku, to celowe wydaje się być zastosowanie



Inwestor po ustanowieniu nowego maksimum przez akcje Pekao dokonuje ich zakupu. Zlecenie zabezpieczające ustawia w odległości dwóch ATR. Zmienność na walorze jest wysoka i po upływie miesiąca inwestor jest zmuszony zamknąć pozycję z niewielką stratą. Gdyby chcąc obronić zysk poprzez ustawienie stop-lossa w odległości 1.5 *ATR, pozycja zostałaby zamknięta wkrótce po otwarciu z jeszcze wyższą stratą.

wskaźników analizy technicznej. Do najpopularniejszych należą ATR (ang. Average True Range) oraz wstęgi Bollingera. Są one standardowo obliczane przez pakiety służące do analizy technicznej i dają podobną informację – o ile przeciętnie zmieniały się ceny dla danego interwału w badanym okresie. Zaletą wspomnianych wskaźników jest ich prostota oraz uniwersalność. Gdy już na ich podstawie określimy poziom panującej zmienności, możemy przystąpić do wyznaczenia poziomu stop-loss. Odbywa się to podobnie jak przy metodzie procentu, co ilustruje poniższy przykład:

Inwestor ustalił, że 15-dniowy ATR dla danego waloru wynosi

3zł. Tuż po nabyciu walorów umieszcza on swój stop-loss, odejmując od ceny nabycia dwukrotność ATR, tj. gotowy jest ponieść stratę do 6 zł na danym walorze.

Zlecenia zabezpieczające należy zawsze umieszczać w odległości większej niż pojedyncza wartość zmienności, inaczej będziemy wyrzucani z rynku przez zwykły szum techniczny. Jaka to powinna być odległość – ponownie zależy od awersji inwestora do ryzyka. Standardowo przyjmuje się 3-krotność zmienności dla inwestorów długoterminowych oraz 2-krotność dla średnioterminowych, jednak nie należy tego traktować jako reguły, raczej jako wskazówkę. Odpowiedni dobór odległości nie zwalnia nas

jednak od zarządzania własnym kapitałem. Wiedząc już, gdzie znajdzie się nasze zlecenie, musimy następnie wyliczyć, jaką kwotę możemy zainwestować, by ewentualne niepowodzenie nie nadwyrzyżyło zbyt poważnie naszego kapitału. Wykorzystanie zmienności ma tą poważną zaletę, że uwzględnia także zmieniającą się sytuację rynkową, a nie tylko tą w momencie zainicjowania transakcji. W związku z tym można zlecenie modyfikować na bieżąco, zamiast przymykać oczy na nerwowość na parkiecie. Należy jedynie pamiętać, że dowolna modyfikacja może być przeprowadzana wyłącznie w górę. Zlecenie zbliża się do aktualnych cen, a nigdy oddala.

Wszyscy mają stop-lossa, miej i Ty

Na zakończenie kilka punktów, o których należy pamiętać przy ustawianiu zlecenia zabezpieczającego:

1. Stop-lossa używamy zawsze. Nie ma żadnych wyjątków.
2. Wartość zlecenia zabezpieczającego musi być ustalona przed otwarciem pozycji.
3. Jeśli wyznaczenie rozsądnego stop-lossa nie jest możliwe, wstrzymujemy się z inwestycją.
4. Bierzymy pod uwagę zmienność na rynku.
5. Przesuwamy nasz stop-loss do góry wraz z rosnącymi zyskami, nigdy odwrotnie.
6. Nie ryzykujemy zbyt wielkiej części kapitału w pojedynczej transakcji.

Ustawianie zleceń zabezpieczających bywa trudne i nigdy nie należy do przyjemnych, ponieważ przypomina nam o tym, że na rynku się nie tylko zarabia. Jednak stop-loss należy traktować jako przywilej, nie obowiązek. Możliwość ograniczenia naszej straty to jedyne, co na rynku zależy tylko i wyłącznie od nas. Korzystajmy z tego. ■



Rynek Catalyst przez długi czas uważany był przez inwestorów indywidualnych za mało dochodowy. Oferta, głównie obligacji skarbowych, nie zachęcała bowiem do inwestycji ze względu na stosunkowo niską rentowność. Niekorzystny stan rzeczy zmienia się wraz z pojawianiem się nowych obligacji korporacyjnych. Są to interesujące instrumenty finansowe, charakteryzujące się wysokim potencjalnym zyskiem, ale i odpowiednio wyższym ryzykiem niewypłacalności emitenta.

ARTUR SZCZEPKOWSKI

Rynek obligacji Catalyst funkcjonuje już ponad rok. Mimo, że wielu ludziom kojarzyć się może jedynie z obligacjami Skarbu Państwa, pomógł zdobyć kapitał wielu innym emitentom. Otworzył bowiem stosunkowo prostą drogę do pozyskania środków na rozwój przez samorządy i przedsiębiorstwa. Te ostatnie zaś coraz częściej korzystają z oferowanych możliwości. Emisja obligacji staje się alternatywą dla kredytów bankowych, których dostępność po kryzysie nadal znacząco nie wzrosła. Rosnąca konkurencja zaś sprawia, że i oferowane odsetki są coraz wyższe.

Do najhojniejszych emitentów zaliczyć można deweloperów Green House Development i Murapol oraz dystrybutora ogumienia Orzeł. Oferują oni inwestorom odsetki na poziomie 14-17% rocznie. Nieznacznie gorzej płacą Zakłady Chemiczne Organika (12%), IPF Investments Polska (11,54%), Impomed Centrum (11,5%) oraz AOW Faktoring (11%). Na Catalyst znajdziemy także kilka kolejnych firm, które oferują oprocentowanie na poziomie ok. 8-10%. Najmniej korzystnie przedstawiają się papiery Krajowego Funduszu Drogowego (fundusz Banku Gospodarstwa Krajowego). Ich oprocentowanie, w zależności od emisji, wynosi ok. 5,75-6,25%. Warto jednak pamiętać, że jest to ciągle więcej od oprocentowania obligacji Skar-

bu Państwa, a ryzyko jest na podobnym, minimalnym poziomie.

Inwestor lokujący swoje środki na rynku Catalyst, powinien pomyśleć nad akceptowaną przez siebie granicą rentowności, zarówno minimalnej, jak i maksymalnej. Trudno bowiem uznać, że oferowane przez niektóre firmy kilkunastoprocentowe odsetki są wyrazem dbania o dobre samopoczucie inwestora. Odsetki te, niewątpliwie bardzo wysokie, trzeba będzie spłacić w przyszłości. Firma będzie musiała zatem bardzo dobrze prosperować. Na tyle dobrze, by zyskami móc podzielić się jeszcze z akcjonariuszami. Pozostaje także niewyjaśniona kwestia – dlaczego firma płaci tyle inwestorom, skoro kredyt bankowy byłby nawet dwukrotnie tańszy?

Malborskie Zakłady Chemiczne Organika S.A. przeprowadziły na Catalyst dwie emisje obligacji o łącznej wartości nominalnej przekraczającej 25 mln zł. Ich oprocentowanie jest stałe i wynosi 12%. Firma płaci odsetki co trzy miesiące, a wykup papierów obu emisji planowany jest w 2012 roku. Organika zajmuje się produkcją elastycznej pianki poliuretanowej, która wykorzystywana jest głównie w przemyśle meblarskim przy wyrobie mebli tapicerowanych i materacy. Papiery firmy cieszą się powodzeniem wśród inwestorów, o czym świadczy fakt, że ich rentowność jest o kilka punktów procen-

towych niższa od oprocentowania nominalnego.

IPF Investments Polska Sp. z o.o. należy do International Personal Finance plc, grupy finansowej, w skład której wchodzi między innymi Provident Polska S.A. Provident zajmuje się udzielaniem szybkich pożyczek gotówkowych osobom, które nie miałyby na nie szans w bankach. Zyski osiągnięte dzięki wysokim kosztom takich pożyczek z powodzeniem powinny pokryć oferowane oprocentowanie obligacji. Warunkiem jest jednak ich spłacalność. Możliwe zatem, że właśnie dlatego firma w inny sposób nie zdobyła finansowania. Obligacje IPF Investments Polska Sp. z o.o. mogłyby być dobrym uzupełnieniem portfela dla osób niestroniących od ryzyka, gdyby nie cena nominalna obligacji – 100 000 zł. Co ciekawe, popyt na tego typu papiery jest spory. Podobnie jak w przypadku obligacji Organiki, rentowność jest niższa od oprocentowania nominalnego.

Nie wszystkie obligacje z rynku Catalyst są równie popularne wśród inwestorów. Anti S.A., firma specjalizująca się głównie w usługach związanych z małą architekturą, obsługą nieruchomości oraz usługami porządkowymi, w lipcu br. pozyskała z rynku niespełna 3 mln zł, oferując stałe oprocentowanie w wysokości 10% rocznie. Jest to spółka znana, notowana już na GPW, a mimo to nie zyskała zaufania inwestorów. Rentowność inwestycji w jej obligacje w ostatnim czasie rośnie, występują także problemy z ich płynnością (choć jest to generalnie ciągle problem większości papierów na Catalyst). Możliwe, że sytuacja wyglądałaby inaczej, gdyby firma zaoferowała częstszą wypłatę odsetek. Dla aktualnej emisji będą one naliczone dopiero w dniu wykupu (czerwiec 2011 roku).

Inwestorzy nieufni wobec obligacji korporacyjnych z kilkunastoprocentowym oprocentowaniem mogą wybrać obligacje komunalne. Charakteryzują się one niższym oprocentowaniem, ale i ryzyko inwestycji jest zdecydowanie niższe. Najwięcej zarobić można na dziesięcioletnich papierach Warszawy (6,7%) i dwuletnich Radlina (6,04%). Mało? Trudno dzisiaj znaleźć atrakcyjniejszą lokatę bankową. Warto także zaznaczyć, że znaleźli się chętni na zakup obligacji Poznania z oprocentowaniem 4,19% (wartość emisji przekroczyła 100 mln zł).

Catalyst to świeży rynek. Nic więc dziwnego, że inwestorzy uczą się go stopniowo. Ciekawych możliwości inwestycyjnych jest bardzo dużo, tyle że tak naprawdę trudno zmierzyć ryzyko z nimi związane. Brakuje profesjonalnej oceny emitentów. Problemu nie ma, gdy dana firma notowana jest na GPW/NewConnect. Co jednak, gdy jest ona zupełnie nieznana? Rozwiązaniem mogłoby być przymusowe poddawanie się ocenie agencjom ratingowym. Inwestorzy byłiby wtedy pewniejsi o swoje pieniądze, a i emitenci zapewne mogliby zaproponować niższe oprocentowanie. Zyskałyby zatem obie strony. Póki co możemy jedynie czekać na pierwszego bankruta, który pomoże ocenić faktyczne ryzyko, a niektórym uzmysłowi, że ono w ogóle występuje. ■

Zyski kombinowane

Instytucje oferujące produkty strukturyzowane na rynku polskim bardzo rzadko wyjaśniają szczegółowo budowę struktury, ograniczając się jedynie do zaprezentowania formuły wypłaty. Z jednej strony skomplikowane rozwiązania mogą odstraszać, ale z drugiej - znając dokładnie konstrukcję i mechanizm działania produktu, możemy czuć się pewniej podejmując decyzję o inwestycji.

KATARZYNA GRUSZKA

Podstawowa budowa produktu strukturyzowanego jest banalna, a co najważniejsze dostępna dla każdego inwestora, gdyż wystarczy kupić obligację zerokuponową i opcję na wybrany instrument bazowy. Bardziej wybredni inwestorzy powinni rozważyć inwestycje z wykorzystaniem mniej znanych, ale znacznie bardziej skomplikowanych rozwiązań. Struktury wykorzystują całe spektrum opcji, które pozwalają na różne kombinacje wypłat zysku i ograniczenia ryzyka. Poniżej znajdują się wybrane, najciekawsze przykłady.

Accrual

Struktury wykorzystujące opcję accrual wiążą wysokość stóp zwrotu z liczbą dni, dla których wartość aktywa bazowego znajduje się wewnątrz pewnego przedziału lub poza nim. Na koniec inwestycji sumowana jest liczba dni, podczas których wartość instrumentu bazowego spełniała dany warunek i wartość ta jest mnożona przez stały procent. W ten sposób obliczany jest kupon wypłacany w określonych odstępach czasu lub na koniec inwestycji. Opcja accrual składa się z szeregu opcji binarnych, których liczba odpowiada liczbie dni trwania produktu. Opcje binarne przynoszą określony zysk (pod warunkiem, że zakończą się in-the-money¹), niezależnie od tego, o ile wzrosła (bądź spadła) cena instrumentu bazowego.

Dobrym przykładem zastosowania opcji accrual jest struktura, która co pół roku wypłaca kupon – pod warunkiem, że stopa procentowa (np. WIBOR 6M) będzie się utrzymywała w danym przedziale (załóżmy przedział: od 2 do 5% w pierwszym półroczu i od 3 do 6% w drugim półroczu). Ponadto emitent obligacji strukturyzowanej ustalił, że za każdy dzień utrzymywania się wskaźnika w wyznaczonych przedziałach inwestor otrzyma 0,024% wartości kapitału. Łatwo jest w takim przypadku obliczyć potencjalny maksymalny zysk, zakładając, że liczba dni roboczych w roku wynosi ok. 250 i przez wszystkie te dni WIBOR 6M utrzyma się w wyznaczonych przedziałach: $250 \times 0,024\% = 6\%$. Tak więc inwestor może liczyć na maksymalny kupon w wysokości 6% w skali roku.

1. Opcja kupna jest in-the-money, tzn w cenie, gdy cena bieżąca instrumentu bazowego, na który opiera się opcja jest wyższa od ceny jej wykonania.

Opcje barierowe

Opcje barierowe są bardzo często wykorzystywane przy konstrukcji struktur ze względu na niższą cenę w porównaniu do tradycyjnych opcji. Istnieją dwa rodzaje opcji barierowych, które aktywują się lub wygasają, gdy cena instrumentu bazowego przekroczy pewien poziom (barierę). Opcja knock-out pozwala zarabiać pod warunkiem, że cena instrumentu bazowego nie przekroczy określonego poziomu w całym okresie jej trwania. To znaczy, że opcja automatycznie dezaktywuje się, gdy choć raz zostanie dotknięta bariera. Przykładowo, kupując opcję knock-out na akcje danej spółki z barierą 70% możemy liczyć na zysk pod warunkiem, że na koniec inwestycji cena akcji wzrośnie, i ani razu nie spadnie w tym czasie o więcej niż 30% od początkowego poziomu.

Z kolei opcja knock-in może przynieść zysk pod warunkiem, że zostanie aktywowana. W momencie osiągnięcia przez instrument bazowy pewnego pułapu, np. jeżeli wzrośnie do co najmniej 130% wartości początkowej, opcja jest aktywowana, i od tej chwili działa jak zwykła opcja waniliowa.

Best of / Worst of

Opcje Best of i Worst of opierają się na koszyku określonych aktywów, jednak zysk z inwestycji zależy od pojedynczego składnika. W przypadku opcji Best of inwestor może otrzymać kupon w wysokości stopy zwrotu z aktywa, które odnotowało największy przyrost. Z kolei posiadacz opcji Worst of może liczyć na zysk w wysokości wzrostu wartości aktywa o najmniejszym przyroście. Niewątpliwą zaletą tych opcji jest możliwość „łączenia” różnych aktywów w jeden koszyk i radość z zysku odpowiadającemu zyskowi jednego z aktywów (pozostałe nie są brane pod uwagę). Nie należy jednak podchodzić do tej strategii zbyt optymistycznie. Po pierwsze, dobór aktywów nie zawsze może okazać się trafiony, a po drugie, ceny takich opcji są droższe, co wiąże się z niskim współczynnikiem partycypacji w zysku. Z drugiej strony, przy wykorzystaniu tego rodzaju opcji w strukturach, kapitał jest chroniony przed ewentualną stratą, gdyby wartość wszystkich aktywów znajdujących się w koszyku uległa znacznemu spadkowi.

Outperformance

Wypłata z kolejnej opcji zależy od zachowania cen dwóch aktywów, a właściwie od różnicy między stopą zwrotu z jednego aktywa a stopą zwrotu z drugiego aktywa. Istotna jest

zasada obliczania – która z dwóch wartości jest odejmowana; przy czym inwestor zarabia, gdy ta różnica jest dodatnia. W przypadku ujemnej różnicy stopa zwrotu wynosi zero. Co ciekawe, nieistotny jest kierunek cen – zarówno przy spadku, jak i wzroście wartości aktywów brana pod uwagę jest tylko różnica stóp zwrotu.

Podobny efekt można osiągnąć, zakupując opcję call na jeden instrument bazowy oraz opcję put na drugi instrument bazowy, pod warunkiem, że do realizacji opcji może dojść tylko, gdy stopa zwrotu z pierwszego aktywa (opcja call) przewyższa stopę zwrotu z drugiego aktywa (opcja put). Przewaga opcji outperformance nad taką strategią wynika z wymogu poniesienia niższych nakładów na jej zakup niż dwóch opcji call i put.

Himalaya

Bardzo interesującym instrumentem jest opcja himalaya, która uzależnia wypłatę zysku od zachowania stóp zwrotu z aktywów znajdujących się w koszyku. Co pewien czas dokonywane są pomiary zmiany wartości poszczególnych aktywów, przy czym za każdym razem najlepszy wynik jest „zapamiętywany”, a dany instrument, na którym go odnotowano, usuwany z koszyka. Działanie opcji polega więc na stopniowej eliminacji aktywów, które w danym czasie osiągnęły największe stopy wzrostu, aż do ostatniego aktywa. Końcowy wynik z opcji jest średnią arytmetyczną wszystkich zapamiętanych wyników. Himalaya zachowuje się jak inwestor, który eliminuje ze swojego portfela aktywa, których ceny rosły najszybciej, a trzyma pozostałe, licząc na poprawę wyników. Słuszność takich decyzji może być myląca z tego względu, że pozbywamy się najlepszych aktywów (bardzo prawdopodobne jest, że trend będzie kontynuowany), a w koszyku zostaje coraz mniej instrumentów, które mogą przynieść zyski. Niewątpliwą zaletą opcji jest to, że na koniec inwestycji inwestor otrzyma średnią stopę zwrotu z najlepszych wyników, natomiast gdyby inwestował samodzielnie, ponosiłby dodatkowe ryzyko związane ze stratą w przypadku załamania cen wszystkich aktywów.

Zaprezentowane opcje pokazują, jak ciekawe i różnorodne mogą być tworzone z ich udziałem produkty strukturyzowane. Banalne rozwiązania wychodzą powoli z mody, a ich miejsce zajmują instrumenty o bardziej złożonej konstrukcji, ale za to zindywidualizowane i dostosowane do coraz szybciej zmieniających się warunków rynkowych. Chociaż inwestowanie z wykorzystaniem tych skomplikowanych rozwiązań jest jeszcze ograniczone dla „drobnych” graczy, to zastosowanie różnych opcji w strukturach pozwala na pośrednie czerpanie korzyści z ich funkcjonalności. ■



Inwestycje w fundusze rynków wschodzących cz.2

Kilkudziesięcioprocentowe stopy zwrotu w czasach zawirowania po kryzysie finansowym. Realne? Tak, jeżeli zainwestujemy w fundusze inwestujące w rynki wschodzące. Które? Zdecydowanie w czołówce są kraje BRIC, Turcja i kraje dosyć egzotyczne dla polskich inwestorów, jak np. kraje bałkańskie, Tajlandia, Malezja czy Korea Południowa. Ostatni rok pokazał, że warto im poświęcić trochę więcej niż chwilę uwagi. Zdecydowanym triumfotorem był fundusz DWS Turcja ze stopą zwrotu w wysokości 52,66 %. Powody do zadowolenia mieli również inwestujący w akcje spółek z rejonu Azji i Pacyfiku. Jak widać możliwości jest wiele, ale jak wybrać tę najlepszą?

ANNA PATEK

Strategie inwestycyjne

Inwestor może wybierać spośród szerokiej gamy funduszy inwestujących w gospodarki krajów wschodzących spoza obszaru Europy. Część z nich skupia się na pojedynczych krajach (np. DWS Rosja, DWS Turcja), pozostałe skupiają się na grupie państw (np. Pioneer Dochodu i Wzrostu Regionu Pacyfiku) lub na całych kontynentach (np. DWS Ameryka Łacińska). Fundusze najczęściej dzielą aktywa pomiędzy akcje oraz gotówkę i dostosowują strukturę portfela do bieżącej sytuacji na rynku. Warto zajrzeć do prospektu informacyjnego i zobaczyć, w jaki sposób konstruowany jest portfel inwestycyjny funduszu i jakie są maksima udziału komponentów portfela – z pewnością może to być znaczący czynnik zmieniający ryzyko inwestycji. Kolejny za-

pis, który może budzić wątpliwości, mówi o tym, że fundusz czy subfundusz zastrzega sobie prawo do inwestycji na rynkach, które nie są elementem modelowego portfela, np. w prospekcie subfunduszu QUERCUS Bałkany i Turcja można doszukać się zapisu, że ma on prawo inwestować w akcje spółek notowanych na innych rynkach zagranicznych, w tym rynkach Nowej Europy, mimo iż modelowy portfel zawiera akcje Turcji (50%), Grecji (30%) oraz Rumunii i Bułgarii (20%).

Za i przeciw

Należy jednak pamiętać, że nie ma nic za darmo. Wyższa stopa zwrotu musi być okupiona wyższym ryzykiem. Przede wszystkim jest to ryzyko walutowe. Gdy nasza waluta umacnia się, stopy zwrotu topnieją. Warto przed podjęciem decyzji o wyborze funduszu sprawdzić w prospekcie informacyjnym,

czy przyjęta strategia inwestycyjna zabezpiecza nas przed ryzykiem walutowym. Jest to bardzo ważne, ponieważ rynek walutowy lubi zaskakiwać. W przypadku funduszy posiadających aktywa z obszarów BRIC, Turcji czy innych krajów azjatyckich warto podkreślić również ryzyko rynkowe, które ma wpływ na ceny instrumentów finansowych znajdujących się w portfelu. Składają się na nie dwa główne czynniki - ryzyko stopy procentowej i ryzyko cen akcji. W przypadku większości funduszy inwestujących w rynki wschodzące nieeuropejskie kluczową rolę odgrywa ryzyko cen akcji. Ciągłe bowiem rynki regulowane tych krajów nie gwarantują dostępu do pełnej informacji na temat spółek, spółki nie są zobligowane do wdrażania corporate governance oraz istnieje znaczące ryzyko polityczne i ekonomiczne. Stopa zwrotu z inwestycji na tych rynkach odzwierciedla jednak ryzyko ponoszone przez inwestorów. Optymizmem napawa niski poziom zadłużenia nieeuropejskich krajów rozwijających się. Dług publiczny wyrażony jako odsetek PKB wynosi obecnie we Włoszech 118,5%, w Grecji 129,6%, w Japonii 196,7% wobec 17,4% w Chinach, 8,6% w Rosji, 55,8% w Indiach, czy 59,3% w Brazylii. ◀

Nazwa funduszu	3M	6M	12M
Allianz Akcji Azji i Pacyfiku	+ 8.67%	+20.92%	+24.85%
DWS Ameryka Łacińska	+2.58%	+9.42%	+8.22%
DWS Bric	+1.39%	+14.72%	+13.54%
DWS Indie i Chiny	+2.25%	+5.85 %	+11.53%
DWS Rosja	+3.25%	+12.46%	+14.81%
DWS Turcja	+11.49%	+22.85%	+52.66%
ING Fundusz Inwestycyjny Otwarty Chiny i Indie	+ 10.07%	+ 27.02%	+13.14%
ING Fundusz Inwestycyjny Otwarty Rosja	+4.14%	+9.31%	+15.14%
Pioneer Akcji Rynków Dalekiego Wschodu	+11.10%	+21.56%	+8.66%
Pioneer Dochodu i Wzrostu Regionu Pacyfiku	+6.17%	+11.81%	+11.30%
Pioneer Dochodu i Wzrostu Rynku Chińskiego	+7.51%	+15.74%	+10.39%
QUERCUS Bałkany i Turcja	+6.88%	+15.33%	+25.51%
Robeco Chinese Equities D	+6.33%	+13.49%	+16.84%

Źródło: www.fundusze24.pl, dane na dzień 21.11.2010

Kolejną niewątpliwą zaletą gospodarek krajów BRIC i ich odpowiedników jest duże tempo wzrostu PKB. Szacowany wzrost PKB w krajach BRIC wynosi 7,9% wobec 2,7% w krajach rozwiniętych. W tych krajach obserwuje się również szybki wzrost poziomu inwestycji w nieruchomości (dotyczy to przede wszystkim Chin i Korei), nienaruszony nawet przez światowy kryzys gospodarczy.

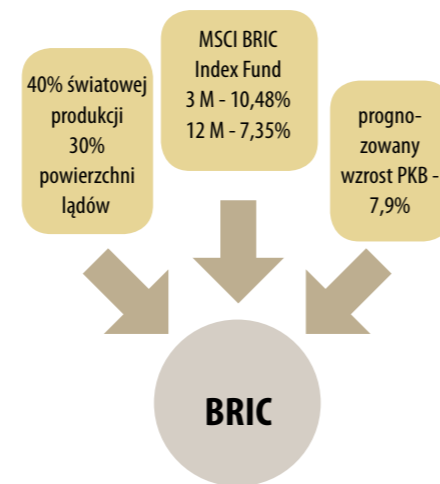
BRIC- fundament rynków wschodzących pozaeuropejskich

Jeżeli myślimy o gospodarkach wschodzących spoza starego kontynentu, nasze pierwsze skojarzenie to z pewnością BRIC,

czyli Brazylia, Rosja, Indie, Chiny. Perspektywy dla BRIC są nader optymistyczne. Eksperti już teraz nazywają te gospodarki przyszłą potęgą gospodarczą i są pewni, że inwestorzy, którzy właśnie tam zainwestowali swój kapitał, nie pożałują tej decyzji. Według prognoz Goldman Sachs łączne PKB krajów BRIC już w 2015 roku przewyższy PKB USA, a w 2030 same Chiny wyprodukują o 2,85 mld \$ więcej aniżeli amerykańska gospodarka. Oczywiście może dojść po drodze do sporadycznych korekt, ale w dłuższej perspektywie będzie można osiągnąć ponadprzeciętne stopy zwrotu. Gospodarki BRIC łączy z pewnością ży-

wioliowy wzrost. Różnice są mimo wszystko znaczące. Brazylia to rolnicze imperium, Rosja to przede wszystkim surowce, w Indiach dużą dynamiką charakteryzuje się sektor usług, Chiny natomiast to mekka przemysłu i budownictwa. Z tego powodu integracja gospodarcza wymienionych państw może być utrudniona. Jednak to, co może być przeszkodą podczas integracji gospodarczej, jest ogromną zaletą przy budowaniu portfela inwestycyjnego. Dzięki temu fundusz inwestujący w kraje BRIC jest automatycznie częściowo zdywersyfikowany.

BRIC-nowy gospodarczy gigant?



Źródło: opracowanie własne

Wszystko wskazuje na to, że fundusze akcji rynków wschodzących są w stanie w tym roku pobić rekordy stóp zwrotu ustanowione w 2007 roku, dlatego zawczasu warto zadbać o to, aby umieścić tą „cegłę” w naszym portfelu. Kto wie, może zyski z niej pozwolą zbudować całkiem pokaźny dom? ■



Koniec roku testem dla Almy

Zbliżają się święta, czas radosnego wydawania ciężko zarobionych w ciągu roku pieniędzy. Dobrym miejscem na świąteczne zakupy mogą być są supermarkety Alma. Jednak czy równie dobrym wyborem jest zakup akcji tej spółki?

ALEKSANDRA PANEK
AGNIESZKA ŻMIGRODZKA

Na początku kilka słów wprowadzenia dla tych, którzy dostają zawrotów głowy na samą myśl o zakupach, a nazwa „Alma” nie kojarzy im się kompletnie z niczym. Spółka ta powstała w 1991 roku w procesie prywatyzacji państwowego przedsiębiorstwa. Nazywała się wtedy KrakChemia i pod taką nazwą trzy lata później weszła na giełdę. Pod swoją obecną firmą spółka występuje od 2004 roku, natomiast jedna z jej spółek zależnych przyjęła historyczną nazwę „KrakChemia”. Prezesem i największym udziałowcem Almy jest Jerzy Mazgaj, który kieruje spółką od początku jej powstania. Obecnie Alma posiada 29 sklepów w różnych miastach Polski, a jej strategia obejmuje sprzedaż produktów spożywczych najwyższej jakości.

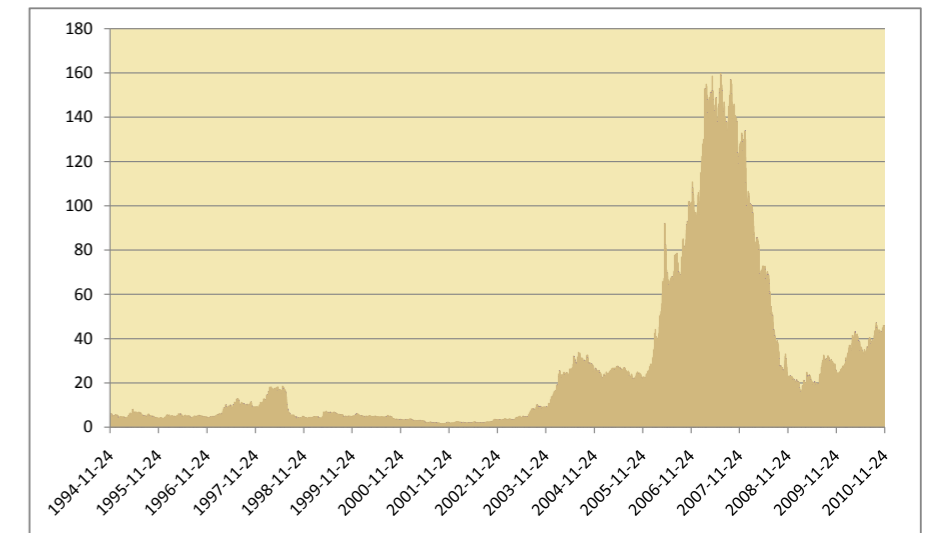
Alma przez ostatnie kilka lat intensywnie rozwijała swoją sieć sprzedaży. Jeszcze w połowie 2007 roku miała tylko osiem sklepów. W planach było otwarcie kolejnych 10 placówek do końca 2007 roku oraz sukcesywne zwiększanie liczby sklepów, tak aby na przełomie 2010 i 2011 było ich aż 60. Niestety, kryzys gospodarczy pokrzyżował Almie jej ambitne plany i jak do tej pory z plano-

wanych sześćdziesięciu punktów sprzedaży otwarta została tylko połowa.

Do Grupy Alma Market należą także takie spółki, jak: wspomniana już KrakChemia S.A. (50% udziałów), Krakowski Kredens Sp. z o.o., Alma Development Sp. z o.o., Paradise Group Sp. z o.o. oraz pięć spółek celowych, których przedmiotem działalności jest budo-

wa i dzierżawa nieruchomości. Największą spółką z Grupy, oprócz dominującej Almy, jest KrakChemia, która zajmuje się hurtową sprzedażą artykułów chemicznych. Spółka ta od 2007 roku notowana jest na GPW. Dobrym pomysłem było stworzenie przez Almę własnej marki spożywczej, pozycjonowanej w segmencie premium - Krakowski Kredens. Firmowane tą nazwą produkty spożywcze, których receptura oparta jest na tradycyjnych galicyjskich przepisach, na początku sprzedawane były na stoiskach usytuowanych

Wykres 1. Ceny akcji spółki Alma w latach 1994-2010



Źródło: www.gpwinfostrefa.pl

TRINITYCAPITAL
BUSINESS NETWORK

Dowiedz się
jak skutecznie pozyskać
lub zainwestować kapitał



Zapraszamy na spotkanie
inwestorów i przedsiębiorców

Zarejestruj się na konferencję
w Twoim mieście

www.TCBN.pl



Wybrane jednostkowe wyniki finansowe spółki Alma Market S.A. w latach 2004-2010

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	H1 2010
Przychody ze sprzedaży	125 776	197 309	264 317	369 781	526 860	686 492	373 449
Marża ze sprzedaży	24%	24%	25%	27%	25%	24%	25%
EBIT	21 483	14 599	16 904	22 295	10 056	-45 509	-2 237
Zysk netto	16 093	11 600	13 492	16 508	5 718	-49 917	-6 957
Zwiększenie/Zmniejszenie netto stanu środków pieniężnych	34 709	114	-22 681	2 754	-21 550	10 771	-6 671

Źródło: Raporty okresowe spółki

w supermarketach Alma. Obecnie spółka z powodzeniem rozwija sieć własnych punktów sprzedaży w prestiżowych lokalizacjach.

Alma kontra konkurencja

Alma nie posiada zbyt dużej konkurencji na rynku, na pewno nie można do niej zaliczyć hipermarketów typu Tesco czy Carrefour, których rynkiem docelowym jest klient masowy, któremu bardziej zależy na cenie niż na jakości produktu i obsługi. Na polskim rynku występują jeszcze dwie duże sieci delikatesów, konkurujące z Alną – Bomi oraz Piotr i Paweł.

Bomi to wielki wygrany w konkurencji na najszybszy zjazd miesiąca – w ciągu ostatnich 30 dni cena akcji spółki spadła o 43%. Była to reakcja rynku na informację o prognozowanej stracie 100 mln złotych w 2010 roku oraz planowanym zamknięciu 10 sklepów Bomi w tym roku i możliwie kilkunastu w przyszłym. Choć takie działania wydają się drastyczne, mimo wszystko świadczą na korzyść spółki – nie zawsze można przewidzieć, czy dana lokalizacja sklepu jest odpowiednia i będzie przynosiła spółce zyski. Jednak jeśli okazuje się, że sklep przez dłuższy czas generuje stratę na poziomie operacyjnym, lepszą decyzją zawsze będzie zamknięcie danej lokalizacji niż trwanie w nadziei, że zyski w końcu nadejdą. Możemy sobie zadać jedynie pytanie, dlaczego Bomi tak długo zwlekało z decyzją o restrukturyzacji swojej sieci sprzedaży, co doprowadziło do znaczącej straty. I czy Alma będzie potrafiła podjąć takie decyzje szybciej, jeśli okażą się konieczne.

Poznański Piotr i Paweł prawdopodobnie radzi sobie znacznie lepiej niż Bomi, ale nie jest spółką giełdową, więc nie ma wglądu w jego dane finansowe. Z całą pewnością można jednak powiedzieć, że ogromną przewagą konkurencyjną tych delikatesów jest spo-

sób budowania sieci sprzedaży – franczyza, która pozwala na uniknięcie kosztów i ryzyka, związanego z budową nowych sklepów. Jeśli Alma wzięłaby przykład z Piotra i Pawła, mogłaby wiele na tym zyskać.

Jeśli chodzi o przewagę konkurencyjną Almy, to na pewno jest nią prężnie rozwijająca się sprzedaż internetowa. W dużych miastach Polski, gdzie ludzie spędzają dużo czasu w pracy, a jeszcze więcej w korkach, coraz bardziej popularnym rozwiązaniem stają się zakupy przez Internet, które pozwalają zaoszczędzić czas i nerwy, często tracone w kilometrowych ogonkach w hipermarketach. Alma dobrze wykorzystuje tę niszę na rynku, gdzie konkurencja jest jak na razie niewielka, a potencjał rozwoju ogromny. Dużym plusem takiego modelu sprzedaży są jego niższe w porównaniu do tradycyjnych koszty – na zakup samochodów dostawczych i stworzenie platformy internetowej potrzeba zdecydowanie mniej kapitału niż na wybudowanie kolejnego sklepu.

Finanse Almy

Jeśli przyjąć, że powiedzenie „cash is the king” jest prawdziwe, to w Almie obecnie panuje bezkrólewie. Intensywne inwestycje w nowe lokalizacje sklepów, szczególnie w 2008 roku, kiedy działalność inwestycyjna firmy pochłonęła 155 mln PLN, a zadłużenie sięgnęło 107 mln PLN, sprawiły, że pieniądze w kasie Almy wciąż ubywało. Jeśli te inwestycje szybko zaczną przynosić wymierne zyski, Alma nie będzie musiała martwić się o swoją przyszłość. Możliwy jest jednak także alternatywny scenariusz – lokalizacje nowo wybudowanych sklepów nie będą przyciągać wystarczającej liczby klientów, obroty będą

zbyt niskie, aby zapewnić rentowność, a całość spółce zacznie w końcu brakować środków na pokrycie kosztów stałych działalności. Warto zaznaczyć, że konkurent Almy – delikatesy Bomi - przez kilka ostatnich lat także miał ujemny cash flow, co wskazuje, że drugi scenariusz jest całkiem prawdopodobny.

Obecne dane finansowe spółki niestety nie napawają optymizmem. O ile przychody Almy regularnie wzrastają, co jest zasługą konsekwentnie rozwijanej sieci sprzedaży, to zysk charakteryzuje raczej trend malejący, na co składa się kilka czynników. Po pierwsze, sama marża ze sprzedaży nie jest zbyt wysoka – w sprzedaży detalicznej, szczególnie w sklepach delikatesowych, powinna się kształtować na poziomie powyżej 30%, natomiast w Almie oscyluje wokół 25% z tendencją spadkową. Drugim bardzo znaczącym czynnikiem, wpływającym na niski zysk, są relatywnie duże koszty reklamy i marketingu, które sięgają jednej czwartej wysokości przychodów ze sprzedaży. Prawdopodobnie zmniejszą się one znacznie, kiedy marka Alma zdobędzie odpowiednią rozpoznawalność, o ile wcześniej koszty marketingu nie okazały się dla spółki zbyt dużym ciężarem.

Alma na giełdzie

Patrząc na historyczny wykres ceny akcji Almy od 1994 roku, kiedy zadebiutowała na GPW, widzimy niesamowicie szybki wzrost kursu w latach 2006-07 (kiedy cena akcji w ciągu roku wzrosła o ponad 100%, osiągając w szczytowym momencie wartość 155 zł) i równie szybki spadek w 2008 roku. Jednak na wykresie pokazującym ostatnie 12 miesięcy, wyraźnie widać trend wzrostowy – cena akcji Almy w tym czasie znowu wzrosła o prawie 100% z poziomu 25zł do 45zł. Także doniesienia prasowe na temat kłopotów finansowych delikatesów Bomi nie miały na dłuższą metę negatywnego wpływu na zachowanie cen akcji Almy.

Biorąc jednak pod uwagę wciąż zwiększającą się stratę i topniejącą gotówkę w kasie spółki, może się okazać, że Alma – jak Polak w czasie Bożego Narodzenia – zadłużyła się, żeby święteczna uczta była jak największa i najwspanialsza, a wszystko skończyło się bólem brzucha. W takim wypadku żaden cud nie pomoże – Alma powtórzy historię delikatesów Bomi. ■



Jak co roku rozpoczął się przedświąteczny szal zakupów. Co trzeci sklep ruszył z przygotowaniami do tego błogosławionego dla handlowców okresu już w połowie listopada. Na początku grudnia świąteczna gorączka trwa już w najlepsze i nie sposób obronić się przed wszechobecną reklamą i promocjami.

PAULINA PAWLIK

Po pierwsze: bo liczy się długość...

Dla przedstawicieli branży handlowej najwyższym celem ostatniego kwartału roku jest przedłużenie okresu przedświą-

tecznej dobrej koniunktury. Różne zabiegi i sztuczki są tu mile widziane, zaczynając od tradycyjnego świątecznego wystroju w sklepach, poprzez promocyjne opakowania produktów, kończąc na uśmiechniętych hostessach w biało-czerwonych miko-

łajowych barwach. Starania o stworzenie odpowiedniego nastroju u kupujących są tym większe, im bardziej roczne obroty branży zależą od okresu Bożego Narodzenia, czyli np. w branży zabawkarskiej, nie wspominając już o przedsiębiorstwach sprzedających choinki czy karpie na wigilijny stół. W niektórych hurtowniach zabawkarskich połowa rocznych obrotów realizowana jest właśnie w listopadzie i grudniu. Co przyciąga klienta oprócz zapachu choinki w sklepie i dobrze dobranej kolorystyki dekoracji? Polacy przywiązują w dalszym ciągu uwagę do ceny prezentu – tu w akcję wkraczają gwiazdkowe wyprzedaże i liczne promocje.

... a nie intensywność

Przedłużając okres świątecznych zakupów, sklepy mają szansę na lepsze wyniki sprzedaży i uniknięcie niepotrzebnego tłoku czy braku na półkach najpopularniejszych towarów. Inna zasada wyznawana jest w Stanach Zjednoczonych, mianowicie – szybko i dużo. Piątek po Święcie Dziękczynienia jest tradycyjnym dniem rozpoczęcia świątecznych wyprzedaży, które często trwają tylko kilka godzin. Przeciętnie obniżki sięgają wtedy 30%. Zgodnie z sondażem America's Research Group w tym roku 49% Amerykanów zapowiedziało, że weźmie udział w piątkowej wyprzedaży. Aż 10% mieszkańców w tym dniu w pełni realizuje swoją świąteczną listę zakupów. Najpopularniejsze prezenty to: sprzęt wysokiej technologii, w szczególności telefony komórkowe, konsole, iPady i urządzenia typu Kindle (przenośne urządzenia do czytania książek elektronicznych).

Po drugie: bo kochamy kosmetyki

W przeciwieństwie do tradycji amerykańskiej zakupy w Polsce to często okazja do kilkudniowych poszukiwań prezentów idealnych. Święta i podarunki to silna tradycja, której niektórzy skłonni są oddać się z zapałem ... i zdrowym rozsądkiem. Popularne prezenty to zabawki, słodycze, książki i kosmetyki (co drugi Polak deklaruje zakup kosmetyków pod choinkę). Dlatego też w Polsce triumfy święcą przedsiębiorstwa zajmujące się produkcją bądź handlem w branży kosmetycznej. „Szczególnie ożywienie zauważamy w kręgu obsługiwanych przez nas hurtowni – nie tylko w zakresie odbieranej od nas ilości towaru, ale także w przypadku wielu nowych zgłoszeń odbiorców gotowych na rozpoczęcie z nami współpracy” – mówi przedstawicielki firmy Purity, Ewa Wielgórska i Maria Markowska, wyłączny importer i dystrybutor kosmetyków izraelskiej firmy Health&Beauty z minerałami z Morza Martwego(www.purity.pl). „Lepszy jest też kontakt z drogeriami, które przychylnie patrzą na gotowe

zestawy kosmetyków. Ożywienie widoczne jest ponadto na serwisach aukcyjnych typu allegro i w przypadku internetowych wyszukiwarek prezentów. Niestety nie możemy jeszcze pojawić się z naszą ofertą na serwisach zakupów grupowych typu Groupon – kilkudziesięcioprocentowe zniżki nie pozwoliłyby nam osiągnąć minimalnej ceny, którą musimy uzyskać za produkt. Tego rodzaju serwisy przeznaczone są głównie dla sfery usług – dodaje Maria Markowska – „Drogę do rozpowszechnienia i promocji towaru każdy dystrybutor musi odnaleźć samodzielnie, zależnie od branży, którą się zajmuje”.

Po trzecie: bo użyteczne jest piękne

Reakcje po otrzymaniu prezentu można podzielić właściwie tylko na dwa rodzaje. Pierwsza: obdarowany uśmiecha się, twierdząc, że prezent jest idealnie trafiony i ... naprawdę tak myśli. Druga: uśmiech jest podobny, umiejscawia się jednak na twarzy podejrzanie długo, a obdarowany widocznie błądzi gdzieś myślami – „Jak zdobyć paragon...”. Aby uniknąć drugiego przypadku, godnym polecenia jest wielostopniowe przemyślenie potrzeb potencjalnego prezentoodbiorcy – CO? Czy aby na pewno TO? Ten typ? W jakiej cenie? W większości przypadków użyteczne, chociaż trywialne, przedmioty mogą sprawić większą radość niż kolejna kolorowa figurka czy za ciasny sweterek w różowe prążki. Dlatego z półek szybko znikają sprzęty AGD czy zastawa stołowa. „Zakładamy oczywiście, że nie kupujemy komuś trzeciego ekspresu do kawy czy czwartego miksera” – uśmiecha się współwłaściciel firmy czyz.waw.pl, Dariusz Czyż, dystrybutor sprzętu AGD – „Odnotaliliśmy ogólny wzrost sprze-



daży, chociaż trudno jest wskazać pozycję cieszącą się największym powodzeniem. Podałbym tu chyba przykład miniaturowych maszyn do szycia – małe, lekkie i poręczne, idealne dla podróżnych, do tego bardzo tanie”.

Po czwarte: a liczby?

Jak już wspomniano – sprzedaż w okresie świątecznym rośnie, a z nią wprost proporcjonalnie uśmiechy na twarzach handlowców. Jak wygląda sytuacja pod względem liczb? Na podstawie danych finansowych udostępnionych przez Fundację Akademickie Inkubatory Przedsiębiorczości, ze wsparcia której korzystają wyżej wspomniane przedsiębiorstwa, średnie

obroty 70 firm działających w placówce przy Szkole Głównej Handlowej w 2009 roku wynosiły 320 tys. zł miesięcznie. Za miesiąc grudzień uległy one podwojeniu – mikro przedsiębiorstwa z AIP SGH wygenerowały łącznie ponad 650 tys. zł obrotu. „Z niecierpliwością czekamy na dane za rok 2010” – zdradza dyrektor AIP przy SGH Tomasz Jabłoński – „Obecnie w ramach Inkubatora przy SGH działa 120 firm – ogólny poziom realizowanych projektów stoi na wiele wyższym poziomie, zatem oczekujemy minimum podwojenia wyników sprzed roku. Pod choinkę będziemy życzyli sobie, by ten trend utrzymał się i w nowym roku 2011”. ■



Nowe wyzwania polityki pieniężnej

Winą za niedawny kryzys obarcza się Rezerwę Federalną, której niewłaściwie prowadzona polityka spowodowała bańkę spekulacyjną na amerykańskim rynku nieruchomości oraz na powiązanim z nim rynku MBS¹. Nie jest jednak oczywiste, czy dysponujący tylko tradycyjnymi instrumentami polityki pieniężnej Fed był w stanie zapobiec katastrofie.

MAREK IGNASZAK

Ryzyko a kryzys

O przyczynach niedawnego kryzysu napisano już wiele, nie będę więc czytelnika zanudzał kolejną historią o rynku CDO². Przypomnę tylko, że bezpośrednią przyczyną kryzysu była bańka spekulacyjna na rynku hipotecznym wywołana zbyt dużą skłonnością instytucji finansowych do ryzyka. Amerykański ekonomista Hyman Minsky zaproponował hipotezę niestabilności finansowej tłumaczącą jak zmienia się w czasie stosunek inwestorów do ryzyka. Podzielił on pożyczkobiorców na trzy kategorie: hedge, speculative i Ponzi.

Otóż zaraz po przezwycięzeniu recesji gospodarczej nadzór finansowy zazwyczaj zaostrza regulacje. Banki, starając się odbudować swoje bilanse, chcą podejmować jak najmniejsze ryzyko, zaostrzając kryteria przydzielania kredytów. W tym okresie finansowanie pozyskują jedynie kredytobiorcy hedge, czyli tacy, którzy są w stanie regulować dług z bieżących przepływów finansowych. Po pewnym czasie, gdy bilanse banków stają się zdrowsze, a ożywienie gospodarcze wydajną podejmować większe ryzyko. Na tym etapie finansowanie zaczynają pozyskiwać także pożyczko-

biorcy spekulacyjni, czyli tacy, których zyski z inwestycji pokrywają jedynie odsetki od pożyczonego kapitału, a podstawa kredytu musi być rolowana, bądź ponownie pożyczana z okresu na okres. Następnie, gdy ceny aktywów szybują w górę, nadzór finansowy rozluźnia regulacje, wzrost gospodarczy jest bardzo dynamiczny i wszyscy inwestorzy są przekonani, że może być tylko lepiej, finansowanie zaczynają pozyskiwać tzw. pożyczkobiorcy Ponzi³. Ich zyski z inwestycji pokrywają jedynie raty kredytu i to tylko w wypadku wzrostu wartości aktywów, w które zainwestowali. Na tym etapie cyklu instytucje finansowe mają więc dość „luźne” podejście do ryzyka.

Następstwem tego procesu jest bańka spekulacyjna, której pęknięcie powoduje recesję gospodarczą - cykl finansowy zatacza okrąg. Zmienne w czasie podejście do ryzyka jest w dużej mierze odpowiedzialne za cykl zmian cen aktywów na rynkach finansowych. Co zatem odpowiada za zmianę podejścia instytucji finansowych do ryzyka?

Podaż pieniądza a ryzyko

Przyczyn różnej w czasie chęci do podejmowania ryzyka przez podmioty na rynkach finansowych jest bardzo wiele: od zachowań stadnych inwestorów, przez polityczny cykl zacieśniania i rozluźniania regulacji, do zmiennego wpływu koniunktury gospodarczej na powodzenie przed-

sięwzięć inwestycyjnych. Chciałbym się skupić na jednym z elementów – podaży pieniądza.

Skłonność do ryzyka można traktować jako funkcję krańcowej użyteczności pieniądza. Otóż jeśli bank posiada mało wolnych środków, to każda kolejna dodatkowa złotówka jest dla niego cenna – ma ona dużą krańcową użyteczność. Ponieważ ma niewiele środków, musi je racjonalnie inwestować, udzielając kredyty tylko pewnym inwestorom. Gdy jednak podaż pieniądza wzrasta, a instytucje finansowe posiadają mnóstwo wolnych środków, krańcowa użyteczność każdej kolejnej złotówki jest niewielka⁴. Instytucje mogą więc sobie pozwolić na finansowanie bardziej ryzykownych inwestycji. Obrazowo mówiąc, mając mało pieniędzy, liczymy się z każdym groszem, gdy jednak mamy ich pod dostatkiem, z lekkim sercem przepuszczamy je na rzeczy wiążące się z dużym ryzykiem.

Innowacje finansowe a podaż pieniądza

Innowacje finansowe utrudniają bankom centralnym kontrolę podaży pieniądza. Zmiana szybkości w obrocie pieniądzem⁵ oraz nowe instrumenty finansowe wpływają na popyt na pieniądź a także na agregaty monetarne, powodując ustalenie się nowych równowag na rynku pieniężnym. Celem tworzenia innowacyjnych produktów finansowych jest także często

1. MBS – ang. Mortgage Backed Securities to papiery wartościowe, których zabezpieczeniem jest nieruchomości.

2. Collateralized debt obligations, papiery wartościowe których wartość zależy od powiązanych z nimi kredytów hipotecznych

3. Od nazwiska Charlesa Ponziego, twórcy jednej z największych piramid finansowych w historii.

4. Zgodnie z prawem malejącej krańcowej użyteczności dóbr.

5. Na przykład: popularyzacja kart kredytowych skutkowało zmniejszonym popytem na gotówkę, wymuszając reakcje banków centralnych po stronie podaży pieniądza.

 **akademickie
inkubatory
przedsiębiorczości**

**Kompleksowe wsparcie
dla młodych
przedsiębiorców**

www.aipsggh.pl



Prowadzenie firmy
już od 250 zł miesięcznie

chęć omięcia regulacji nadzoru finansowego.

W kontekście mijającego kryzysu taką innowacją były CDO. Papiery te kupowane były przez różne instytucje, takie jak fundusze emerytalne czy nawet samorządy terytorialne. Umożliwiły one więc napływ na rynek nieruchomości środków z instytucji, które do tej pory nie były graczami na tym rynku. Skutkowało to oczywiście napływem ogromnej ilości gotówki do podmiotów zajmujących się finansowaniem zakupów nieruchomości. Taki wzrost płynności w sektorze wiązał się z dwiema konsekwencjami: opisanym przeze mnie wyżej mechanizmem wzrostu skłonności do ryzyka i finansowaniem kredytobiorców Ponzi oraz z gwałtowną inflacją⁶. Inflacją rozumianą w tym przypadku jako ciągły wzrost wartości nieruchomości. Tak więc, dzięki innowacyjnemu produktowi finansowemu, podaż pieniądza na rynku kredytów hipotecznych oraz inflacja w tymże sektorze wymknęła się Fedowi spod kontroli, doprowadzając do kryzysu.

Czy ilościowe narzędzia polityki pieniężnej są dziś wystarczające?

Wraz ze wzrostem mobilności światowego kapitału i wprowadzaniem coraz to nowych innowacji finansowych, bankom centralnym coraz trudniej jest wypełniać powierzone im zadania. Władze monetarne Australii i Nowej Zelandii na przełomie 2006 i 2007 roku starały się zapobiec powstawaniu banki spekulacyjnej na rodzimym rynku nieruchomości, podnosząc stopy procentowe. Wysokie oprocentowanie lokat przyciągnęło jednak tak duże napływy kapitału zagranicznego, iż banki krajowe, zasilone w dodatkowe depozyty,

6. Według teorii ekonomii, wzrost podaży pieniądza wiąże się nierozłącznie z inflacją.

mogły zwiększyć wielkość oferowanych kredytów hipotecznych. W roku 2007, gdy okazało się, że pękająca bańka na rynku nieruchomości doprowadzi do recesji gospodarczej, amerykański bank centralny zdecydował się obniżyć stopy procentowe. Efektem tej decyzji był dynamiczny wzrost cen surowców wywołany dopływem taniego pieniądza na rynki finansowe, analogicznie do mechanizmu opisanego w poprzednim akapicie⁷. Rekordowy wzrost cen ważnych dla gospodarki surowców, takich jak ropa naftowa, spowodował wzrost kosztów produkcji, uderzając tym samym w amerykańską gospodarkę. Okazało się więc, że lekarstwo przeciw recesji spowodowało jej przedłużenie. Powyższe przykłady pokazują, że tradycyjne instrumenty polityki pieniężnej stają się dziś coraz mniej skuteczne.

Wyraźny jest odwrót ku niekonwencjonalnym narzędziom polityki monetarnej. Po Brazylii kolejne kraje rozwijające się, takie jak Korea czy Tajlandia decydują się na wprowadzenie podatku ograniczającego napływ krótkoterminowych kapitałów spekulacyjnych. W opublikowanym w zeszłym roku raporcie analitycy MFW stwierdzają, że jedną z przyczyn faktu, iż w 2009 roku Polska była jedyną zieloną wyspą na czerwonej mapie Europy, jest wzorowe zachowanie naszego nadzoru finansowego. Chodzi tu o wprowadzoną w 2006 roku tzw. rekomendację S, która racjonalizowała zasady przydzielania kredytów przez banki, a tym samym zapobiegła m.in. powstaniu banki spekulacyjnej na

7. Wydatny wpływ stóp procentowych głównych gospodarek świata na ceny surowców pokazują badania m.in. Johna B. Taylora oraz zespołu YU-CHIN CHEN, KENNETH S. ROGOFF, BARBARA ROSSI.

polskim rynku nieruchomości. KNF, zachęcony sukcesem poprzedniej rekomendacji, ogłosił w tym roku rekomendację T regulującą zasady przyznawania kredytów walutowych. Jest odpowiedź na problemy, jakie kredyty w walutach obcych sprawiły na Litwie oraz Węgrzech.

Nowa doktryna prowadzenia polityki pieniężnej

Sukcesy jakościowych instrumentów kontroli podaży pieniądza w połączeniu z istotnymi porażkami tradycyjnych narzędzi, takich jak stopy procentowe, pozwala przypuszczać, że będziemy mieli w najbliższej przyszłości do czynienia ze zmianą obowiązującej doktryny prowadzenia polityki monetarnej. Wydaje się, że konieczne jest zapewnienie bankom centralnym szerszego wachlarza potencjalnych instrumentów oddziaływania na sektor finansowy. Jakościowe narzędzia, takie jak rekomendacje dobrych praktyk, regulacje i obostrzenia w przyznawaniu kredytów, wydają się być skuteczniejszą bronią w erze globalnej mobilności kapitału i ciągłych innowacji finansowych. Potrzebne jest także redefiniowanie sposobu mierzenia inflacji, tak aby uwzględniała także zmiany cen niektórych aktywów finansowych.

Punktem wyjścia dla każdej dyskusji ekonomicznej powinno być założenie o wyższości mechanizmów wolnorynkowych nad innymi sposobami alokacji dóbr. Nie można zapominać jednak o defektach i miejscowych nieefektywnościach „niewidzialnej ręki”. Jak pokazuje niedawny kryzys, decyzje racjonalne z indywidualnego punktu widzenia mogą doprowadzić po agregacji do dużych nieefektywności w skali makro. Z tego powodu potrzebny jest na rynku gracz z perspektywą globalną, widzący te defekty. Takim graczem powinien być bank centralny oraz silny i skuteczny regulator. Wydaje się, że samo ustalanie stóp procentowych i bezkrytyczne akceptowanie tworzącej się na rynku równowagi, nie daje oczekiwanych rezultatów. Nadzór finansowy powinien reagować na zmiany w skłonności do ryzyka podmiotów rynkowych, nie dopuszczając do tzw. momentu Minsky'ego, czyli chwili, gdy ceny aktywów stają się kompletnie oderwane od rzeczywistości, a instytucje finansowe stają się niemal obojętne na ryzyko. ■



Carlos Slim Helú - władca Slimlandii

Już od kilku lat Carlos Slim Helú znajduje się w czołówce listy miliarderów w publikowanej przez magazyn Forbes, wymieniając się co roku miejscami z Warrenem Buffetem i Billem Gates'em. W marcu 2010 roku został ogłoszony najbogatszym człowiekiem na świecie. Kim jest ten tajemniczy miliarder, od którego nazwiska Meksyk nazywany bywa Slimlandią? Czy rzeczywiście jego majątek daje mu tak dużą władzę w rodzimym państwie?

ANNA GRODECKA

Libańskie korzenie

Carlos Slim Helú urodził się 28 stycznia 1940 roku w stolicy Meksyku. Chociaż

jego imię i nazwisko przywodzą na myśl Meksykanina, w rzeczywistości jego rodzina pochodzi z Libanu, a jego ojciec nazywał się Yusef Salim Haddad. Uciekając przed przymusowym wcieleniem do armii

Imperium Osmańskiego, po przybyciu do Meksyku w 1902 przyjął nazwisko Julián Slim. Dołączył tym samym do swoich czterech starszych braci, którzy już pod koniec XIX wieku osiedlili się w Tampico (miasto na wybrzeżu Zatoki Meksykańskiej, leżące na północny-wschód od stolicy Meksyku).

W 1911 roku rodzina przeprowadziła się do miasta Meksyk i tak dziewięć lat po przybyciu do Ameryki Południowej Julián Slim, razem ze swoim starszym bratem José, otworzył sklep, który nazwał „Gwiazda orientu” i zajął się handlem nieruchomościami w mieście Meksyk. Był przewodniczącym Libańskiej Izby Handlowej w Meksyku przez niemal 20 lat. Matka Carlosa (Linda Helú – stąd drugi człon nazwiska inwestora) miała również libańskie korzenie i pochodziła z zamożnej kupieckiej rodziny. Można więc powiedzieć, że smykałkę do biznesu młody Carlos wyssał z mlekiem matki. Był piątym spośród sześciorga dzieci małżonków Slim.

Ojciec próbował zaszczepić w dzieciach szacunek do pieniądza, dlatego każde z nich posiadało własną książeczkę oszczędnościową, gdzie notowały wszystkie swoje przychody i wydatki. Jednak na tym lekcja się nie kończyła – ta książka przychodów i rozchodów była później analizowana i ojciec podpowiadał swoim pociechom, jak mogą lepiej zarządzać swoim majątkiem. W wieku 12 lat Carlos zakupił swoje pierwsze akcje – były to papiery wartościowe Banku Meksyku. W 1953 roku ojciec Carlosa, jego autorytet i pierwszy nauczyciel biznesu i zarządzania, zmarł, pozostawiając rodzinie majątek, który posłużył jego przedsiębiorczemu synowi jako podwalina pod pierwsze inwestycje.

Edukacja i budowa grupy Carso

Carlos studiował inżynierię budowlaną na Universidad Nacional Autónoma de México i w 1961 roku ukończył uniwersytet z dyplomem inżyniera. Łączył studia z pracą, wykładając na uniwersytecie algebrę liniową i programowanie liniowe. Zaraz po studiach, podobnie jak wielu jego kolegów, zajął się handlem akcjami. W wieku 25 lat Carlos zaczął budować podwaliny swojej grupy Carso, w mniej więcej tym samym czasie poznał swoją przyszłą żonę, Soumayę Domit. Stąd wywodzi się również nazwa grupy – Carso to połączenie pierwszych liter imion Carlos i Soumaya.

Jednak pierwsza poważna inwestycja grupy Carso miała miejsce w 1981 roku, kiedy Carlos zakupił spółkę Cigatam, numer dwa na rynku tytoniowym Meksyku. Rok 1982 przyniósł Meksykowi poważny kryzys. Ogłoszenie niewypłacalności przez kraj wiązało się z przeceną wielu meksykańskich spółek, na czym zamierzał



skorzystać Carlos Slim Helú. Tym sposobem nieszczęście kraju stało się dla niego szczęśliwym zbiegiem okoliczności i w latach 80. zaczął rozbudowywać swoje imperium - Grupę Carso, w skład której weszły m.in. sieć sklepów tytoniowych, apteki, sieć restauracji i sklepów z upominkami, producent części samochodowych.

Ekspansja w Ameryce Łacińskiej i nie tylko...

W 1990 roku Carlos Slim Helú nabył po okazjnej cenie (podobno dzięki politycznym znajomościom) w procesie prywatyzacji większościowe akcje spółki Telmex, która jest praktycznie monopolistą na rynku telekomunikacji w Meksyku (kontroluje 90% linii telefonicznych w kraju), co pozwala jej znacznie zawyżać ceny. Ten biznes został rozszerzony również na inne kraje Ameryki Łacińskiej, gdzie funkcjonuje w segmencie telefonów komórkowych w ramach firmy América Móvil. Jej meksykański odpowiednik, Telcel, kontroluje ok. 80% telefonii komórkowej państwie. Carlos Slim Helú jest również posiadaczem akcji spółki Televisa - producenta telewizyjnego z siedzibą w mieście Meksyk.

Jednak ekspansja w rejonie Ameryki Łacińskiej nie zaspokoiła biznesowego apetytu meksykańskiego potentata. W ostatnich latach jego nowe inwestycje koncentrują się na Stanach Zjednoczonych - nabył m.in. udziały w Philip Morris (tytoniowy gigant produkujący m.in. marki Marlboro i L&M), OfficeMax i sieć handlową Saks. Ma również udziały w Apple, które nabył jeszcze przed wprowadzeniem pierwszego iMaca na rynek. W sumie magnat jest właścicielem akcji około 200 firm. Podobnie jak w Indiach większość produktów powiązanych jest z imperium Tata, w Meksyku prawdopodobieństwo, że właśnie kupiliśmy lub konsumujemy coś wyprodukowane przez jedną ze spółek Carlos Slim Helú, jest bardzo duże.

Filantropia odpowiedzią na ataki oponentów

Jak działalność wielu bogatych ludzi, także kroki podejmowane przez Carlosa Slim Helú spotykają się ze społeczną krytyką. Zarzuca mu się przede wszystkim praktyki monopoli-



Ciekawostki

- W 2000 roku Carlos Slim Helú założył fundację wspierającą restaurację historycznego Starego Miasta stolicy Meksyku.
- W 2007 roku był pomysłodawcą akcji rozdawania laptopów dzieciom, w ramach której podarował tysiącom meksykańskich dzieci komputer, jak również zafundował wyposażenie szkołom.
- Podczas konferencji prasowej po ogłoszeniu go najbogatszym człowiekiem na świecie Carlos Slim Helú, pytany o komentarz, powiedział: „Rynek akcji porusza się w górę i w dół” i zauważył, że jego zyski mogą szybko stopnieć. Miliarder nie przywiązuje dużej wagi do tytułu najbogatszego człowieka na świecie.
- Podobno, gdy zarzucano mu zbyt egoizm w kontekście biedy meksykańskiego społeczeństwa, odpowiedział: „Zamożność jest jak posiadanie sadu owocowego – dzielisz się owocami, ale nie całym ogrodem.”
- Sztuki handlowania i biznesu Carlos Slim Helú uczył się w dzieciństwie, handlując kolekcjonerskimi kartami baseballowymi.

styczne, wykorzystywanie politycznych znajomości do interesów, co w kraju, gdzie około 17% ludności żyje w ubóstwie, nie jest dobrze widziane. Szacuje się, że magnat razem z rodziną produkuje ok. 5% meksykańskiego PKB rocznie. Jego przeciwnicy zarzucają mu, że przez monopolistyczne praktyki małe firmy nie mają w Meksyku szans na przeżycie, przez co wielu jego rodaków jest bezrobotnych i musi emigrować w poszukiwaniu pracy.

Tymczasem sam styl życia Carlosa Slima Helú nie jest zbyt wystawny - być może w obawie o zwiększone ataki na jego osobę. Miliarder nie wywyższa się ubiorem i innymi symbolami zamożności, ale pozwala sobie na dobre cygara. Jest również znanym miłośnikiem sztuki, a to - jak wiadomo - kosztuje.

Podobnie jak jego koledzy z podium listy Forbesa, Carlos Slim Helú angażuje się w działalność filantropijną, czyni to m.in. za pośrednictwem Fundacji

Carso, która zajmuje się m.in. problematyką zdrowia i edukacji. Pod jego opieką działa również Fundacja Telex, która organizowała m.in. akcje sponsorowania rowerów, okularów dla biednych dzieci; funduje operacje zdrowotne i stypendia dla studentów. Należy przy tym zaznaczyć, że w krajach Ameryki Łacińskiej, inaczej niż np. w USA, nie ma dużej tradycji filantropijnej, co czyni meksykańskiego magnata pionierem w tej dziedzinie, bez względu na przesłanki, które nim kierują. ■



Miejsce, gdzie zatrzymał się czas



Indie są krajem, wobec którego ciężko mieć obojętny stosunek - albo się je uwielbia albo z trudem toleruje. Dla jednych jest to kraj kolorów, smaków i zapachów, natomiast dla innych brudu, tropikalnych chorób i ubóstwa. Jednym i drugim można polecić wizytę w dużych kosmopolitycznych miastach, takich jak Delhi czy Bombaj, lub... na Goa.



KATARZYNA CHAŁUPCZAK

Goa to najmniejszy stan w Indiach (o powierzchni połowę mniejszej niż aglomeracja warszawska), leżący na ich południowo-zachodnim brzegu. I mimo że całe Indie są bardzo zróżnicowane, to moim zdaniem stan ten najbardziej odróżnia się od reszty kraju. Wynika to zarówno z uwarunkowań historycznych, jak i jego turystycznego charakteru. Prawo jest tu bardziej liberalne, opinia społeczna pozwala na więcej (np. trzymanie się publicznie za ręce lub noszenie spódnicy do kolan;)), dużą grupą wyznaniową są chrześcijanie i jest to jedyne znane mi miejsce, gdzie jeżdżą taksówki-skutery.

Portugalskie akcenty

Goa to indyjska wersja Francuskiej Riwiery - wg mnie nawet lepsza, bo mniej zdeptana i bardziej naturalna, aczkolwiek nie tak luksusowa, a miejscami biedna. Można tu naprawdę wypocząć, ale też aktywnie spędzić czas. Na charakter tego miejsca wpływ miała portugalska kolonizacja, która rozpoczęła się na początku XVI w. Mam wrażenie, że Portugalczycy lepiej od Brytyjczyków traktowali ludność w swojej kolonii, gdyż chrześcijaństwo jest tam nadal religią o dużym udziale, wiele nazw funkcjonuje w języku portugalskim, a jednym z bardziej popularnych festiwali jest ten odbywający się na cześć świętego Franciszka Ksawerego, jezuita hiszpańskiego pochodzenia, który w XVI w. katechizował lokalną ludność i walczył o poprawę ich bytu, a obecnie jest świętym patronem Goa. I tak jak jednym z najbardziej znanych hinduskich słów jest masala, czyli mieszanka (przede wszystkim przypraw), tak na Goa mieszają się nie tylko religie i kultury, ale także tradycja z nowoczesnością.

Na początku można odczuwać pewien dysonans poznawczy, oglądając krzyże (a uwierzcie mi, jest ich dużo, gdyż miejscowa ludność jest bardzo religijna) obwieszane wieńcami z kwia-

tów, pod którymi składane są ofiary z kwiatów i owoców i palone kadzidelka, czy nowoczesne hotele obok historycznych budowli lub łodzie rybackie o portugalskich nazwach, ale bardzo szybko człowiek się do tego przyzwyczaja. I o dziwo, funkcjonuje to tu na tyle dobrze, że tak naprawdę zlewa się w jedną całość i czasami ciężko powiedzieć, z jakiej religii wywodzi się które święto.

Popływać z delfinami...

Goa to oaza spokoju i pięknej przyrody. To mały raj z czystą oceaniczną wodą, piaszczystymi plażami i palmami. Niesamowitymi widokami można też nacieszyć serce, zapuszczając się w głąb łąd lub płynąc łodzią wzdłuż rzeki - można podziwiać tropikalną roślinność, rybaków w małych łódkach, przybrzeżne wioski lub kolorowe świątynie budowane, jakby się mogło wydawać, w samym środku niczego. Ma się wrażenie, że w takim miejscu czas się już dawno zatrzymał.

Inaczej jest w bardziej turystycznych miejscach, czyli w okolicy bardziej popularnych plaż, m.in. Miramar, Calangute i Baga. W ciągu ostatnich lat powstało tam wiele luksusowych hoteli i restauracji, a w sezonie można uprawiać sporty wodne, popłynąć w rejs, aby zobaczyć delfiny lub oddać się zabiegom spa. Na Goa można również udać się na wyprawę do któregoś z kilku starych fortów, np. osadzonego na skale Fortu Aguada z latarnią morską, zwiedzić przepiękne świątynie różnych religii, z których najbardziej znanymi są Kościół Matki Bożej Niepokalanej Poczęcia w Panami (stolicy Goa) oraz Basílica do Bom Jesus w Starym Goa, którego zabytki zostały wpisane na Listę Światowego Dziedzictwa UNESCO. Dla Europejczyka niezwykłym przeżyciem jest nawet wybranie się na lokalny targ lub odwiedzenie wioski rybackiej. Bardziej aktywnym polecam surfing oraz wycieczki ze wspinaczką skałkową lub „zwiedzanie” wodospadów. ■

...lub zwiedzić plantację przypraw

Mi najbardziej przypadła do gustu wycieczka na plantację przypraw w pobliżu Ponda, w której sposób uprawy nie zmienił się od lat. Na własne oczy zobaczyłam, jak rosną najdroższe przyprawy świata, jak dojrzewa kawa, skąd wyrastają ananasy oraz że muszkatołowce (te od galki muszkatołowej) występują w formie drzew męskich i żeńskich. Miałam też przyjemność obejść się miejscowymi ekologicznie hodowanymi specjami podawanymi na liściach bananowca oraz spróbować feni, czyli lokalnego likieru, wytwarzanego metodą fermentacji z nerkowca zachodniego lub kokosu. Mmmm... rewelacja!

Będąc na Goa, można również obejrzyć pokaz tradycyjnego tańca hinduskiego, oddać się zabiegom medycyny naturalnej oraz spróbować lokalnej kuchni. W tej ostatniej dominują przede wszystkim ryby, owoce morza, można także dostać drób i jagnięcinę. Do tego pija się kolorowe drinki podawane prosto do stolików na plaży lub leżaków. Zaskakującą rzeczą jest to, że codziennie wcześniej rano na plaży pojawiają się miejscowe kobiety i oczyszczają ją ze śmieci, tak że jest ona utrzymana w bardzo dobrym stanie.

Jak, kiedy i za ile

Jeżeli udało mi się przekonać Was do spędzenia urlopu na Goa, to teraz podam kilka przydatnych informacji. Przed wycieczką do Indii należy wyrobić wizę oraz, dla własnego bezpieczeństwa, przejść kilka zalecanych szczepień. Na Goa dolecieć można na lotnisko w Vasco da Gama. Dalej można udać się autobusem lub, co jest bardzo wygodne, wypożyczyć skuter. Za najpiękniejszą plażę uchodzi Palolem Beach, gdzie do dyspozycji turystów są m.in. domki na palach.

Ceny w Indiach są bardzo korzystne dla Polaków, aczkolwiek okolice Świąt Bożego Narodzenia i Sylwestra to szczyt sezonu i wtedy ceny hoteli są dużo wyższe. Warto się tam wybrać pomiędzy listopadem i kwietniem, czyli poza porą monsunową. Ja pojechałam we wrześniu i miało to zarówno plusy, jak i minusy. Do tych pierwszych należą niewątpliwie mała liczba turystów, puste plaże, niższe ceny i krótkie kolejki w niektórych miejscach turystycznych - do Fortu Aguada dostałam się po kilkunastu minutach czekania, a na plantacji przypraw mieliśmy kilkuosobową grupę - a nie ponad dwudziestoosobową. Pamiętajcie jednak należy, że trzeba się wtedy liczyć z ryzykiem monsunów, część punktów usługowych jest zamknięta (np. pływanie z delfinami) i jest trochę bardziej niebezpiecznie. Na Goa przyjeżdżają wtedy bowiem reprezentanci średnich warstw społecznych z małych miast, dla których biały człowiek to ciekawostka przyrodnicza i czasami się mogą zachowywać nachalnie, chociaż z reguły obcokrajowcy spotykają się w Indiach z serdecznością i życzliwością. Z drugiej strony, czyż nie jest dobrym pomysłem wybranie się na urlop w styczniu, wygrzanie się w środku zimy i powrót do zimnej Europy z rewelacyjną opalenizną? ■

Narciarstwo biegowe alternatywa czy uzupełnienie dla narciarstwa zjazdowego?

ANNA PATEK

Narciarstwo biegowe jest zdecydowanie uzupełnieniem narciarstwa zjazdowego. Dostarcza dużo wrażeń - zwłaszcza przy wybiciu nart - i jest uniwersalne - to sport zarówno dla trzy-, jak i osiemdziesięcioletka (tak, w Skandynawii w takim właśnie wieku niektórzy zaczynają swoją przygodę z narciarstwem biegowym!). Ten typ narciarstwa jest również powszechnie dostępne - uprawiając je, można korzystać z uroków zimy w pobliskim lesie. Ponadto ma właściwości prozdrowotne - angażuje ponad 90-95% naszych mięśni i poprawia wydolność organizmu.

Być jak Justyna Kowalczyk

W Polsce boom na narty biegowe rozpoczął się od czasu sukcesów Justyny Kowalczyk w 2006 roku, która w Turynie zdobyła brązowy metal (styl dowolny). Wtedy do sklepów sportowych ruszyły tłumy. Wszyscy chcieli zaopatrzyć się w odpowiedni sprzęt. Jak grzyby po deszczu powstawały lokalne kluby zrzeszające miłośników narciarstwa biegowego. Zaczęto organizować coraz więcej biegów. Nie był to jednak krótkofalowy trend - moda na narciarstwo biegowe trwa nadal i już nikogo nie zaskakuje widok narciarzy podążających w kie-

runku pobliskiego lasu. Rosnąca popularność tego sportu widoczna jest przy okazji organizowanych wydarzeń narciarskich. Nie można przejść obojętnie obok największej imprezy narciarstwa biegowego, która jest organizowana w Jakuszycach, a która co roku ściąga tysiące zawodników i kibiców, nie tylko z naszego kraju. W ostatnich latach w Biegu Piastów, bo to o nim mowa, wzięło udział 6 tys. zawodników i 3 tys. kibiców.

Początki są zawsze trudne i narciarstwo biegowe nie jest tu wyjątkiem. Żeby wyruszyć na narciarskie szlaki, i w pełni czerpać przyjemność z biegania na nartach, należy odpowiedzieć sobie na wiele pytań dotyczących doboru nart, butów czy stroju. Z każdym rokiem przybywa wiele innowacyjnych rozwiązań w dziedzinie narciarstwa biegowego i bardzo łatwo można się zgubić w gąszczu nowych modeli i rodzajów nart.

Klasycznie czy łyżwowo?

Wybór na rynku jest dosyć duży, zwłaszcza, gdy zajrzymy do specjalistycznych sklepów (np. Świat Podróżnika) lub internetowych (np. nartybiegowe.pl). Każdy z pewnością znajdzie coś odpowiadającego jego potrzebom. Wszystko zależy

od tego, jak chcemy jeździć i które trasy chcemy wybierać. Narciarstwo biegowe można uprawiać dwoma stylami: stylem klasycznym i stylem łyżwowym. Stylem klasycznym z pewnością będą poruszali się początkujący narciarze. Jest on bowiem łatwiejszy i bardziej intuicyjny. Styl łyżwowy to już wyższy poziom zaawansowania. Niektórzy narciarze, jeżdżący bardzo dobrze, pozostają przy stylu klasycznym chociażby z uwagi na fakt, że ten styl nadaje się na każdy rodzaj śniegu, a „łyżwą” można biegać tylko na przygotowanych trasach.

Narty - na miarę naszych potrzeb

Jeżeli zdecydujemy się na przygotowane trasy (w Polsce uważane za najlepsze są Jakuszyce i Kubalonka, w Austrii - praktycznie każdy rejon narciarski posiada trasy o wysokim standardzie), powinniśmy zakupić klasyczne narty biegowe. Są one nieważsze ze wszystkich dostępnych na rynku i dlatego każda zaspas może być dla nich problemem. Ich niewątpliwą zaletą jest to, że są lekkie i oferują możliwość szybkiego, dynamicznego poruszania się.

Jeżeli terenem, po którym będziemy się głównie poruszać, będzie przydomowy las, nieprzygotowane trasy i świeże zaspasy (najpopularniejsze miejsca w Warszawie to Las Kabacki, Bielański, Kampinos),

to zdecydowanie najlepsze będą narty biegowe ślizgowe. Są one znacznie szersze niż tradycyjne klasyczne biegówki (5-6cm) oraz wzmocnione na brzegach. Pozwalają na bieganie po dziewiczych, zasypanych świeżym śniegiem terenach, ponieważ są bardziej stabilne i mniej odporne na uszkodzenia.

Narty biegowe będące kompromisem pomiędzy nartami klasycznymi a nartami śladowymi, to tzw. biegowe nordic cruising. Pozwalają na korzystanie z uroków jazdy zarówno po przygotowanych alpejskich trasach, jak i po pobliskim lesie. Są one próbą połączenia narciarstwa biegowego, biegania i nordic walking. Z tego powodu są zazwyczaj krótsze niż inne rodzaje nart biegowych.

Istnieją również narty typowo dostosowane do tras off-road, tzw. narty biegowe back country. Jak nazwa wskazuje, pozwalają one na jazdę na nieprzygotowanych trasach (nawet o dużym kącie nachylenia). Są najszersze z zaprezentowanych nart, a także posiadają specjalne metalowe krawędzie.

Ważne parametry

Narty dla początkujących powinny mieć tzw. „łuskę”, która zapewni lepszą przyczepność i nie pozwoli na „cofanie się” narty (dotyczy to tylko nart klasycznych). Na wyższym poziomie wtajemniczenia zaleca się narty bez łuski. Wymagają one jednak sporo samodyscypliny i czasu. Należy je pokrywać różnymi smarami w zależności od panujących warunków i pokrywy śnieżnej, a także ściągać specjalnym rozpuszczalnikiem. Wydaje się, że to sporo pracy, ale doświadczeni narciarze podkreślają, że komfort z jazdy na przygotowanych wcześniej nartach wynagradza wszelkie niedogodności.

Przy wyborze idealnych nart warto zwrócić uwagę na oznaczenia - pomogą one wybrać nam właściwy model. W tabeli zostały przedstawione najbardziej popularne.

Oznaczenie	Charakterystyka
S	narty sportowe (profesjonalne)
A, A/L, A/S	narty sportowo-rekreacyjne
L	narty śladowe (rekreacyjne)
W	narty back country
I	narty specjalnego przeznaczenia (telemark, ski-alpinizm)

Podobnie jak w przypadku narty zjazdowej, należy wybrać odpowiednią twardość narty, w zależności od stopnia zaawan-

Miejscowości, w których można uprawiać narciarstwo na przygotowanych trasach w Polsce



sowania narciarza. Dla początkujących proponuje się S (miękkie), dla średniozaawansowanych M (średnie), dla zaawansowanych H (twarde) – w przypadku bardzo dobrej kondycji fizycznej można sobie pozwolić na przeskoczenie jednego poziomu twardości.

Niezbędne dodatki

Istotne są przede wszystkim buty. Muszą być wygodne, ciepłe i oddychające. Dobrze byłoby, gdyby miały dodatkowe zabezpieczenia przy kostce - zwłaszcza dla tych, którzy preferują jazdę off-road. Powinny współgrać z wiązaniami - do wyboru: „kaczki” (kiedyś popularne, obecnie się od nich odchodzi), SNS (Salomon), NNN (Rossignol, Rottefell). Buty do klasycznych nart biegowych są zazwyczaj lżejsze niż do nart back country.

Kije są bardzo ważne i niezbędne do jazdy. Powinno się je dobierać w zależności od wzrostu narciarza - muszą sięgać do barków (styl klasyczny) bądź być o kilka cm dłuższe i zawierać się w przedziale od barków do nosa (styl lyżkowy). W sklepach można spotkać kije wykonane z dwóch materiałów. Najpopularniejsze i zarazem najtańsze są kije wykonane ze stopów aluminium. Wygodniejsze, bo lżejsze i niestety zarazem droższe, są te z włókien węglowych.

Odzież

Aby przeprawić się przez świeżą warstwę śniegu w pobliskim lesie, należy zaopatrzyć się w bieliznę termoaktywną, lekki polar (lub bluzę techniczną) oraz kurtkę. O ile dwie pierwsze warstwy możemy za-

pożyczyć z narciarstwa zjazdowego, o tyle kurtka i spodnie muszą być przeznaczone do narciarstwa biegowego. Są one znacznie lżejsze i bardziej przewiewne od swoich zjazdowych odpowiedników. Podobnie jak odzież przeznaczona do zjazdów, ubranie to jest wyposażone w systemy ochraniające przed wiatrem. Ciepłe skarpety (np. z dodatkiem wełny z merynosa) oraz czapka i rękawice z windstopperem są niezbędne, aby nasza pierwsza wyprawa na nartach biegowych nie zakończyła się przeziębieniem. Aby ochronić nasze oczy, warto zaopatrzyć się w okulary z trzema rodzajami szkiełek (np. Uvex), które będziemy używali w zależności od panujących warunków. Przyciemniane - przy dużym, rażącym słońcu, żółte - w pochmurny, a przezroczyste - w pogodny dzień.

Podsumowując, wybór odpowiednich nart, butów i akcesoriów, jak również stroju narciarskiego ma wpływ na późniejszy komfort jazdy i awaryjność sprzętu, dlatego warto poświęcić temu chwilę uwagi i wybrać się do sklepu bądź na giełdę po sprzęt, który sprostasz naszym oczekiwaniom.

Z uwagi na niezliczoną ilość zalet narciarstwa a także minimalne ryzyko kontuzji, dyscyplina ta, obok pływania, siatkówki czy roweru, ma szansę podbić serca Polaków. Wzorem Justyny Kowalczyk, powinniśmy być konsekwentni w treningach. Dzięki temu poprawi się nasza kondycja, sylwetka oraz przede wszystkim nastrój. Wszystko, czego nam potrzeba, to świeży puch, o który w ostatnich latach w trakcie polskiej zimy wcale nie jest tak trudno. ■

Aby osiągnąć sukces, trzeba działać

Anthony J. Mayo, Nitin Noria, „Czas rekinów. Liderzy amerykańskiego biznesu XX wieku”, Wydawnictwo Onepress

KATARZYNA GRUSZKA

Książka „Czas rekinów” nie podaje gotowej recepty na to, jak stać się rekinem biznesu, ale opisuje wiele inspirujących do działania historii, m.in.: jak z upadającej firmy stworzyć maszynę przynoszącą wielomilionowe zyski; jak mały, lokalny zakład rozwinąć w międzynarodową korporację i, w końcu, jak mało znany produkt przeistoczyć w ponadczasowy, kulturowy przedmiot pożądania. Ford, Disney, Hewlett-Packard, Dell, Marriott, Gillette to znane na całym świecie marki, za którymi kryją się

wybitni liderzy, przedsiębiorcy i dyrektorzy generalni. Czytając historie tych wyjątkowych przywódców, przenosimy się w czasie i dowiadujemy się, jak rodził się obecny świat biznesu.

Książka prezentuje sylwetki wybranych liderów i dzieje prowadzonych przez nie firm w XX wieku. Każdy rozdział jest poprzedzony wstępem zawierającym opis danej dekady, w tym: charakterystykę społeczeństwa, przebieg zmian demograficznych, rządy polityczne, rozwój technologii i globalizacji. Kontekst i otoczenie, w jakim działały dane jednostki, miały olbrzymi wpływ na rozwój i kształt kie-



rowanych przez nie przedsiębiorstw. Jednak to osobowość i determinacja liderów decydowały o sukcesie firmy - np. w czasie wielkiego kryzysu lat 30. powstała firma kosmetyczna Revlon, a konkurencyjny Max Factor przeprowadził w tym okresie udaną ekspansję rynkową. ■

Jak zmierzyć efektywność działania banków?

Katarzyna Kochaniak, „Efektywność finansowa banków giełdowych”, Wydawnictwo Naukowe PWN

MAŁGORZATA KOSIECKA

Książka Katarzyny Kochaniak, adiunkta w Katedrze Finansów Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, z pewnością zainteresuje wszystkich inwestujących lub planujących inwestycję w akcje polskich banków. Autorka przybliży czytelnikowi istotę i rolę pomiaru efektywności działania banków oraz możliwe metody jego wykonania. W książce przedstawione i porównane zostały takie miary efektywności finansowej, jak: tradycyjna analiza wskaźnikowa, koncepcja wartości dodanej i metodologia RAPM (Risk Adjusted Performance Measurement). Całość rozszerzono o omówienie podstawowych elementów bilansu banku oraz rachunku zysków i strat.

Teoretyczne aspekty badania efektywności uzupełnione zostały o wyniki badań przeprowadzonych przez autorkę. Zaprezentowana analiza omawia kształtowanie się efektywności działania polskich banków giełdowych w okresie 1998 - 2007 i ocenia opłacalność inwestowania w ich akcje na tle portfela reprezentującego całą grupę banków oraz wartość dodaną poszczególnych instytucji w porównaniu do efektywności finansowej całej grupy. Działalność banków w badanych latach przedstawiona została w kontekście sytuacji makroekonomicznej w Polsce, co pogłębia analizę i pozwala lepiej zrozumieć trendy panujące na badanym rynku.

Omawiana publikacja dobrze opracowuje zadany temat. Czytelnik zapoznany z po-



szczególnymi metodami oceny efektywności, ich wadami i zaletami, oraz wynikami, jakie generują w praktycznym badaniu, jest w stanie przeanalizować zasadność ich stosowania i jednocześnie ocenić, jak w badanym okresie działał sektor bankowy. Książka, przeznaczona dla studentów kierunków ekonomicznych oraz dla praktyków finansów i bankowości, pozwala ukształtować własny pogląd dotyczący użyteczności wspomnianych metod badawczych. Zwraca także uwagę na różnorodność czynników, które kształtują rentowność inwestycji w akcje banków. ■

Egzotyka dla finansistów

Izabela Pruchnicka-Grabias, „Egzotyczne opcje finansowe. Systematyka, wycena, strategie”, Wydawnictwo CeDeWu

KATARZYNA GRUSZKA

Standardowe kontrakty opcyjne nie należą do najłatwiejszych zagadnień z rynków finansowych, a jeszcze trudniej jest zrozumieć skomplikowane mechanizmy działania i wyceny egzotycznych opcji finansowych. Jedną z niewielu publikacji w języku polskim, która przybliży nam tę tematykę jest książka pt. „Egzotyczne opcje finansowe” Izabeli Pruchnickiej-Grabias. Autorka prezentuje skomplikowane instru-

menty opcyjne z uwzględnieniem mechanizmu działania, ryzyk ponoszonych przez wystawcę i kupującego, a także wyceny kontraktów. Niewątpliwym atutem książki są zilustrowane na przykładach możliwości zastosowania egzotycznych opcji finansowych w różnych strategiach.

Książkę polecam osobom, które opanowały już zagadnienia związane z opcjami waniliowymi i ich wyceną, gdyż zostały one przedstawione dość ogólnie i lakonicznie. Wystraszyć mogą również rozbudowane wzory, jednak dodat-



kowe wyjaśnienia autorki i odwołania do konkretnych przykładów sprawiają, że nawet zawile zagadnienia nie powinny sprawić większej trudności dla czytelnika. ■

ROZWIĄŻ I WYGRAJ

I MIEJSCE:
Zestaw trzech książek
 („Kompendium wiedzy o konkurencyjności”,
 „Jak zarobiłem 2000000 \$...”,
 „Finanse behawioralne”)
 + Pamięć USB 2.0 Gb

III MIEJSCE:
 Trump „Nigdy się nie
 poddawaj”
 + Pamięć USB 2.0 Gb

II MIEJSCE:
Zestaw dwóch książek
 „Giełda. Podstawy inwestowania”
 „Wyzwania ekonomiczne
 w warunkach kryzysu”
 + Pamięć USB 2.0 Gb

IV MIEJSCE:
 Taylor „Zrozumieć
 kryzys finansowy”

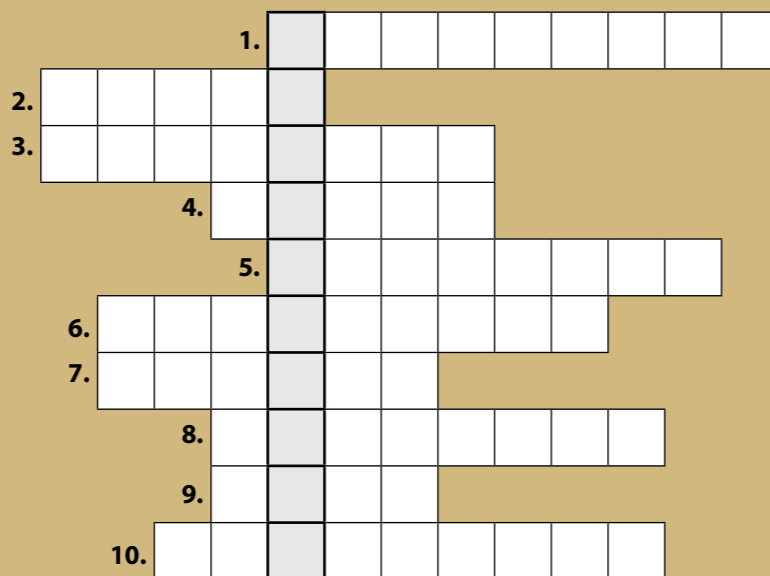
V MIEJSCE:
 M.Shipman
 „Pieniądze lubią
 zarabiać”

**W grudniu możesz wygrać więcej... Premiujemy aż pięć pierwszych miejsc!
 Wyślij prawidłowe rozwiązanie i zrób sobie prezent na gwiazdkę!**

- System sprzedaży, na którym swój rozwój opiera supermarket Piotr i Paweł.
- Nazwisko twórcy jednej z największych piramid finansowych w historii.
- Rynek obligacji GPW.
- Ojczyzna przodków Carlosa Slim Helú.
- Południowoamerykański członek grupy BRIC.
- Część Szklarskiej Poręby, odbywa się tam Bieg Piastów.
- Twórca hipotezy niestabilności finansowej.
- Zlecenie sprzedaży akcji, chroniące przed nadmierną stratą.
- Lokalny likier, wytwarzany na Goa metodą fermentacji z nerkowca zachodniego lub kokosu.
- Opcje knock-in i knock-out to opcje...

Zapraszamy do rozwiązania naszej grudniowej krzyżówki, bazującej na informacjach zawartych w aktualnym numerze Trendu.

Na zwycięzców czekają atrakcyjne nagrody książkowe oraz pendrive'y! Prosimy o przesłanie hasła i jego krótkiego wyjaśnienia (jedno zdanie) do dnia **23 grudnia 2010** na adres konkurs@gazetatrend.pl



Lista zwycięzców zostanie ogłoszona na stronie internetowej

www.gazetatrend.pl/konkurs do dnia 27.12.2010r.

Regulamin konkursu na stronie www.gazetatrend.pl/konkurs

Sponsorami nagród w konkursie są:



BOSSA FX.PL

FOREX NA BANK.

BOSSA FX – to pierwsza platforma walutowa bankowego domu maklerskiego

BOSSA FX – waluty, surowce, indeksy on-line

BOSSA FX – wielokrotnie nagradzany standard obsługi transakcji

www.bossafx.pl Bądź jednym z pierwszych zadowolonych!



DOM MAKLERSKI
 BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.

Centrala:

ul. Marszałkowska 78/80, 00-517 Warszawa, makler@bossa.pl, www.bossa.pl
 tel.: (+48) 22 50 43 000, (+48) 22 50 43 104, infolinia: 0-801 104 104

Oddziały:

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

Dom Maklerski BOŚ S.A. działa na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego oraz podlega jej nadzorowi

- Pracujesz w rachunkowości lub finansach?
A może dopiero planujesz swoją ścieżkę rozwoju w tej dziedzinie?
- Czy wiesz, że dyplomy ACCA, CIMA i CFA to najlepsza przepustka do międzynarodowej kariery w finansach?
- Sprawdź swoją wiedzę z rachunkowości i finansów i wygraj kupony szkoleniowe ACCA, CIMA lub CFA.

KONKURS WIEDZY O RACHUNKOWOŚCI I FINANSACH

Jest o co walczyć!

Nagroda Główna

kupon szkoleniowy wartości 5000 zł
do wykorzystania na szkoleniach ACCA, CIMA lub CFA.

13 nagród pocieszenia

kupony szkoleniowe ACCA, CIMA, CFA,
nośniki pamięci USB

To proste.

Odwiedź www.bpp.pl lub www.gazetatrend.pl
i zaloguj się w platformie konkursowej.

Jeśli rachunkowość i finanse to dziedziny,
z którymi wiążesz swoją przyszłość zawodową,
pytania nie powinny sprawić Ci problemu.

Podejmij wyzwanie!



Organizator i fundator nagród:



Partner główny:



Partnerzy medialni:



KARIERA w FINANSACH.PL
Najlepsze oferty pracy i szkoleń w branży finansowej

