

TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

ISSN: 1899-4202

SZTUKA INWESTOWANIA
INWESTYCJE ALTERNATYWNE

CRASHTEST GIGANTÓW Z DETROIT

ŚWIATOWY PROBLEM Z KAWĄ

CHRISTIE'S



Zm. w okr. 28.11.2008-05.01.2009:

WIG20 1877,4 7,8% WIG 28331,9 4,4% S&P500 927,45 3,5% NASDAQ 1628,03 6%
USD/PLN 3,0099 1,3% EUR/PLN 4,0879 8,2% MIEDZ (USD/tona) 3070 -16,2% ROPA (USD/baryłka) 48,4 -12%



Pierwszy *blog maklerski*

Poblogujmy o inwestowaniu...

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

blogi.BOSSA.PL



DOM MAKLESKI
BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.

Centrala:

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

Oddziały:

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

DM BOŚ S.A. działa na podstawie zezwolenia KNF

No i nadszedł. Rozpoczął się 2009 rok. Na Słowacji mamy nową walutę, w Polsce mamy niższe podatki. Ale czy to znaczy, że będziemy bogatsi? Na takie pytanie można chyba odpowiedzieć tylko w jeden sposób. Ulubioną odpowiedzią każdego ekonomisty (a może nawet każdego w ogóle?) – To zależy!

Dawno chyba nie było roku, który wywoływałby większe rozbieżności w prognozach dotyczących gospodarki. Jedni twierdzą, że Polska pozostaje nadal oazą spokoju, która będzie rozwijać się w piorunującym tempie. Inni, że w drugiej połowie roku sytuacja powinna już się stabilizować i zaczniemy wychodzić z kryzysu. Jeszcze inni, że to dopiero początek problemów i dopiero zobaczymy jak źle może być. Nie mogę się doczekać wydania Trendu ze stycznia 2010 roku, w którym będzie można te wszystkie rozważania podsumować!

Na razie zapraszam jednak do lektury pierwszego numeru w nowym, 2009 roku. Zaczynamy go wydaniem podwójnym, w którym wprowadziliśmy nieco zmian. Liczymy, że spotkają się z aprobatą Czytelników.

Co w numerze? Tradycyjnie, nie zabraknie podsumowań, komentarzy i analiz. Tym razem skupimy się zwłaszcza na branży motoryzacyjnej. Czy czeka ją tylko redukcja biegów czy może gwałtowne hamowanie? Niestety, wielu pracowników światowych koncernów zakończyło już swój wyścig w alei serwisowej. O tym, czy fala zwolnień już się zakończyła, pisze w swoim artykule Jarosław Dębecki.

Zachęcam również do lektury artykułów na temat inwestycji w mniej popularne aktywa. Ze względu na trudną sytuację gospodarczą, warto interesować się wieloma jak najróżniejszymi rynkami. Piszemy o obligacjach i lokatach walutowych oraz produktach strukturyzowanych, kawie, a nawet dziełach sztuki! Te ostatnie mogą być szczególnie dobrą lokatą kapitału w czasie kryzysu. Nawet, jeśli nie uda nam się na nich zarobić, to widok pięknego obrazu na ścianie może ukoić nasze nerwy zszargane kryzysem finansowym. Mimo wszystko, życzę jednak wszystkim Czytelnikom z okazji Nowego Roku, żeby nie musieli korzystać z nich w ten sposób...

Piotr Niewiadomski

REDAKTOR NACZELNY
PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL



WYDAWCA: MEDIAS GROUP

AKADEMICKIE INKUBATORY PRZEDSIĘBIORCZOŚCI
PRZY SZKOLE GŁÓWNEJ HANDLOWEJ

MEDIA **S** GROUP

AKADEMICKIE INKUBATORY PRZEDSIĘBIORCZOŚCI
AL. JEROZOLIMSKIE 53 LOK. 1A 00-697 WARSZAWA
TEL. KOM. 691 954 727
BIURO@GAZETATREND.PL

REDAKTOR NACZELNY

PIOTR NIEWIADOMSKI
PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL

ZASTĘPCY RED. NACZELNEGO

ANNA GRODECKA
ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL
DOROTA SIERAKOWSKA
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL
JAKUB DOMAGALSKI
JAKUB.DOMAGALSKI@GAZETATREND.PL

WYWIAD INWESTORA

DOROTA SIERAKOWSKA
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL

WYDARZENIA

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

RYNKI

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

INWESTYCJE

DOROTA SIERAKOWSKA
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL

EDUKACJA

BARTOSZ BONIECKI
OSZ.BONIECKI@GAZETATREND.PL

WIELCY INWESTORZY

ANNA GRODECKA
ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL

INWESTOR PO GODZINACH

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

KOREKTA

ANNA GRODECKA
ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL

REKLAMA

JAKUB DOMAGALSKI
REKLAMA@GAZETATREND.PL

SKŁAD I GRAFIKA

MICHAŁ FRANKOWSKI
GRAFRA STUDIO - WWW.GRAFRA.COM

REDAKCJA MIESIĘCZNIKA TREND ZASTRZEGA SOBIE PRAWO DO PRZERE-
DAGOWANIA 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

NOTOWANIA I WYKRESY DOSTARCZA WD SOFTWARE ORAZ XTB BROKERS

FOTOGRAFIA NA OKŁADCE: PAP/EPA/JUSTIN LANE

PARTNERZY STRATEGICZNI



DOM MAKLERSKI



TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

WYDARZENIA

- 5** Euro już na Słowacji
- Jakub Domagalski
Własna firma z o.o. już od 5000 PLN
- Jakub Domagalski
- 6** Sfinks Polska S.A. traci miliony...
- Jakub Domagalski
RPP obniży stopy procentowe w 1 kwartale 2009 roku - Jakub Domagalski
- 7** GPW liderem w Europie – podsumowanie 2008 - GPW
Prestiżowe zawody: najbliższe terminy egzaminów - Jakub Domagalski

WYWIAD

- 8** Wywiad z Grzegorzem Zalewskim - Dorota Sierakowska

POLSKA

- 13** Struktury (chwilowo) mniej popularne - Artur Szczepkowski

RAPORT

- 13** Podsumowanie roku 2008 na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie - GPW

ŚWIAT

- 15** Crashtest gigantów z Detroit - Jarosław Dębecki



**PODSUMOWANIE
ROKU 2008 NA
GIEŁDZIE PAPIERÓW
WARTOŚCIOWYCH
W WARSZAWIE**

15

INWESTYCJE

- 17** Światowy problem z kawą - Dorota Sierakowska
- 19** Obligacje zyskują na wartości - Tomasz Manowiec
- 21** Sztuka inwestowania Inwestycje alternatywne - Dominik Kryzia
- 23** Lokaty walutowe - łatwy zysk czy zbyt duże ryzyko? - Tomasz Bar

KOMENTARZE

- 25** Co Słuchać na Wall Street: Początek 2009 roku może być dla Wall Street pomyślny - Piotr Kuczyński
- 26** Opcje ciążyły nad złotym - Marek Rogalski
- 27** Drastyczne cięcia stóp
Podsumowanie polityki pieniężnej w 2008 roku - Marcin Kiepas

EDUKACJA

- 29** Wskaźniki makroekonomiczne – strefa makro - Paweł Cymcyk
- 31** Jeśli nie chcesz mojej zguby, dobrą branżę znajdź mi, luby! - Bartosz Boniecki

WIELCY INWESTORZY

- 33** Michael Milken - król obligacji śmieciowych - Anna Gordecka

INWESTOR PO GODZINACH

- 34** „HISTORIA ZŁOTA” - Recenzja - Dorota Sierakowska
„Historia kryzysów finansowych” - Recenzja - Piotr Niewiadomski

CRASHTEST GIGANTÓW Z DETROIT

JAROSŁAW DĘBECKI

17



ŚWIATOWY PROBLEM Z KAWĄ

DOROTA SIERAKOWSKA

19

EURO JUŻ NA SŁOWACJI

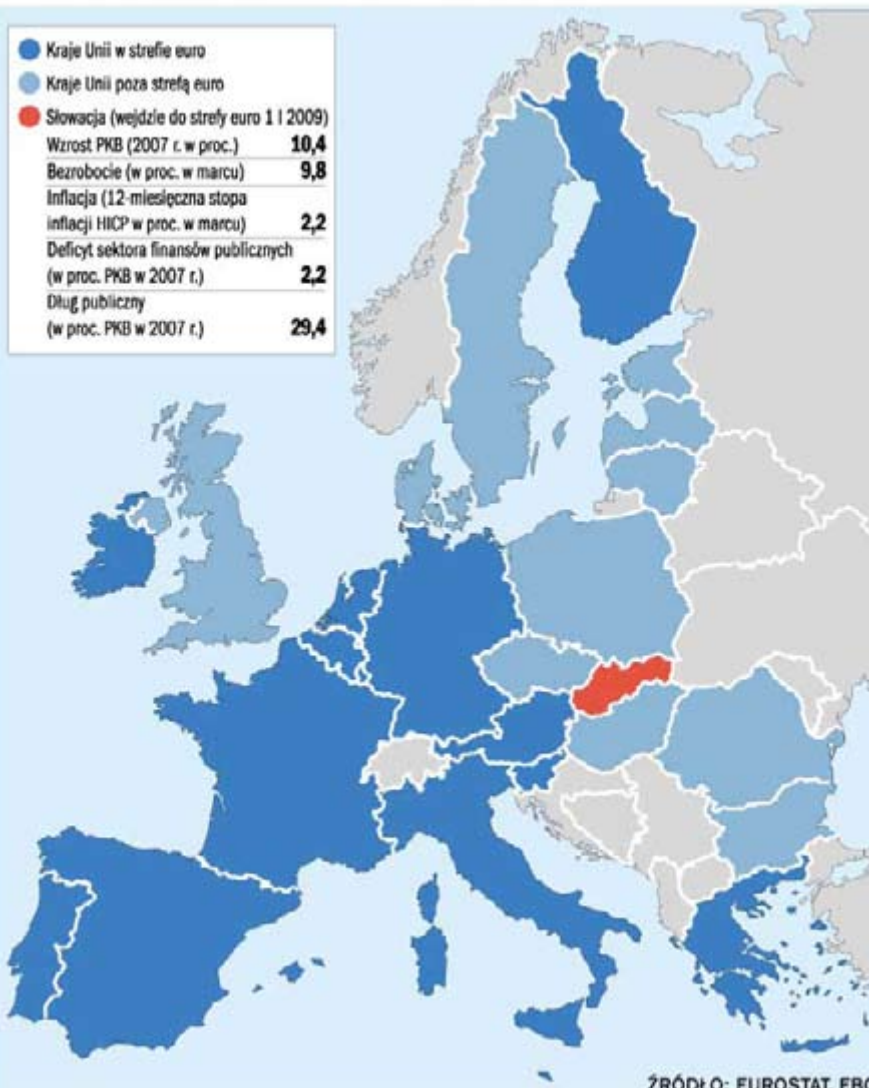
Od 1 stycznia 2009 r. euro jest oficjalnym środkiem płatniczym na Słowacji. Ważna informacja dla osób przebywających u naszego południowego sąsiada: słowacką koroną zapłacimy w sklepach tylko do 16 stycznia, ponieważ od 17 stycznia będzie obowiązywać już tylko euro. Produkcja monet i banknotów rozpoczęła się już w sierpniu ubiegłego roku, czyli dwa miesiące po zatwierdzeniu wejścia Słowacji do strefy euro przez Parlament Europejski.



Słowacja jest kolejnym krajem, po Słowenii, Cyprze i Malcie, który zdecydował się na przyjęcie wspólnej waluty. Jeszcze w czerwcu 2008 r. ważyły się losy Słowacji, jednak po głosowaniu nie było już żadnych wątpliwości – Słowacy powitają euro już 1 stycznia 2009. Podczas czerwcowego głosowania tylko 17 europosłów głosowało przeciw. Nic więc dziwnego skoro kraj ten spełnił kryteria konwergencji, m.in. deficyt finansów publicznych nie większy niż 3% PKB, inflacja nie wyższa niż 1,5% średniej UE czy stabilny kurs wal-

SŁOWACJA MA ZIELONE ŚWIATŁO DO EURO

● Kraje Unii w strefie euro	
● Kraje Unii poza strefą euro	
● Słowacja (wejdzie do strefy euro 1 I 2009)	
Wzrost PKB (2007 r. w proc.)	10,4
Bezrobocie (w proc. w marcu)	9,8
Inflacja (12-miesięczna stopa inflacji HICP w proc. w marcu)	2,2
Deficyt sektora finansów publicznych (w proc. PKB w 2007 r.)	2,2
Dług publiczny (w proc. PKB w 2007 r.)	29,4



ŹRÓDŁO: EUROSTAT, EBC

towy. Warto przyrzeć się rewersom - narodowym częściom monet. Narodowe słowackie rewersy prezentują podwójny krzyż na trzech wzgórzach natomiast euro centy przedstawiają Zamek Bratysławski i szczyt Krywań. Słowacja jest 16 krajem strefy euro. ■

KURSWYMIANY SŁOWACKIEJ KORONY



1 euro

=



30,126 SKK

WŁASNA FIRMA Z O.O. JUŻ OD 5000 PLN

8 stycznia 2009 r. weszła w życie nowelizacja Kodeksu Spółek Handlowych, która wprowadziła szereg rewolucyjnych zmian w systemie funkcjonowania przedsiębiorstw. Część zmian dotyczy młodych przedsiębiorców, ponieważ ułatwione zostaje założenie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością. Główną zmianą jest obniżenie wysokości kapitału zakładowego, który był jedną z przeszkód stojących na

drodze młodym przedsiębiorcom. Kapitał zakładowy został obniżony z 50.000 zł do 5.000 zł. Obniżenie kapitału zakładowego dotyczy również spółek akcyjnych, gdzie minimalny kapitał został obniżony o 400 000 zł i wynosi 100 000 zł. Nowelizacja ustawy licząca tylko dwie strony formatu A4 zawiera jeszcze tylko kilka zmian dotyczących m.in. kar i dywidendy. Tylko dwie strony zmian prawnych, jednakże zmian

ważnych - szkoda tylko, że na takie zmiany trzeba było tak długo czekać, bowiem tysiące przedsiębiorców mogło z takich przepisów skorzystać już w przeszłości. ■

Źródło: Dz. U. 2008 nr 217 poz. 1381



SFINKS POLSKA S.A. TRACI MILIONY...

ŹRÓDŁO: SFINKS POLSKA

Notowany na warszawskiej giełdzie Sfinks Polska wpadł w finansowe tarapaty – „nie jest w stanie uregulować w terminie zobowiązań wobec dwóch banków oraz osoby fizycznej, które w sumie wynoszą ponad 16 mln zł. Ponadto, spółka może ponieść straty na transakcjach walutowych” – poinformował 31 grudnia 2008 r. zarząd Sfinksa

w komunikacie. Spółka ma tak duże zobowiązania, że nie jest w stanie regulować na bieżąco zobowiązań kredytowych. Wszystko wskazuje na to, iż władze nie wzięły pod uwagę gorszego wariantu finansowego, zakładającego niskie wpływy ze sprzedaży usług oraz (prawdopodobnie) nadmier-nych wydatków inwestycyjnych. Spółka ma

do spłaty 4,2 mln zł - z prolongatą do 15 stycznia 2009 r. wobec Banku ING, oraz 10 mln zł wobec Raiffeisen Bank, gdzie termin płatności upłynął z końcem 2008 r. Władze Sfinksa uzyskały prolongatę na 8,5 mln do 31 marca br., pozostałe 1,5 mln zł rozbite zostało na dwie raty płatne z końcem stycznia i z końcem lutego. Ponadto władze Sfinksa Polska zaciągnęły pożyczkę od osoby fizycznej w wysokości 2 mln zł, jednak umowa została wypowiedziana przez drugą stronę ze względu na niedotrzymanie warunków umowy przez spółkę. Sprawa czeka w sądzie na uzyskanie statusu klauzuli natychmiastowej wykonalności. Ponadto „w dniu 14 października 2008 roku Sfinks wystawił opcję walutową typu call na kwotę 4,9 mln euro po cenie strike 3,3 EUR/PLN z datą realizacji 14 kwietnia 2009. Wcześniej, w dniu 8 sierpnia 2008 roku, Sfinks podpisał walutową transakcję zamiany stóp procentowych (CIRS) na kwotę PLN 15,0 mln po stopie zamiany 3,26 EUR/PLN z płatnościami gotówkowymi, z których ostatnia zapada w dniu 31 grudnia 2013 roku” - głosi komunikat. „Niestety obie powyższe umowy mają obecnie negatywny wpływ na wyniki finansowe Spółki. Jeśli powyższe transakcje zostałyby zamknięte w dniu dzisiejszym, szacunkowa wartość straty z tego tytułu mieściłaby się w przedziale około -7 do -8 mln zł” - dodano w komunikacie spółki. Sytuacja ta pewnością przełoży się na wynik za 2008 r. i 2009 r. W listopadzie 2008 r. rada nadzorcza odwołała zarząd, a spółka poinformowała, że nie zrealizuje prognozowanego zysku za rok 2008. ■

Źródło: Sfinks Polska



MARIAN NOGA - CZŁONEK RADY POLITYKI PIENIĘŻNEJ, ŹRÓDŁO: NBP

RPP OBNIŻY STOPY PROCENTOWE W 1 KWARTALE 2009 ROKU

„Jesteśmy w cyklu obniżek, więc stycznia nie można wykluczać. Pod koniec stycznia będziemy mieli pierwsze szacunki za 2008 rok, w lutym nową projekcję, a w marcu zmianę koszyka CPI. (...) Jeśli chodzi o RPP będą podstawy do podejmowania decyzji” - powiedział 2 stycznia 2009 r. w TVN CNBC. Członek RPP dodał, że „istnieje przestrzeń do obniżki w styczniu, czy w lutym, czy w marcu, czy w każdym z

tych miesięcy. Obniżki nie mogą być gwałtowne, bo wpływają na rynek walutowy. Jeżeli chodzi o moje zdanie (...) porcje obniżek nie powinny być zbyt duże”.

Marian Noga powiedział również, że złoty w niedalekiej przyszłości będzie w konsolidacji, natomiast w perspektywie średniookresowej może się umocnić. ■



ŹRÓDŁO: GPW

GPW LIDEREM W EUROPIE – PODSUMOWANIE 2008

W 2008 roku na rynkach prowadzonych przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie zadebiutowały w sumie 94 spółki: 33 na Głównym rynku GPW oraz 61 na rynku alternatywnym NewConnect. Wartość ofert przekroczyła 9,5 mld zł w 2009 r.

Mimo kryzysu na rynkach finansowych w porównaniu z 2007 rokiem liczba debiutów w Warszawie spadła tylko o 11 spółek. W ubiegłym roku na Głównym Rynku i NewConnect zadebiutowało łącznie 105 firm. Według danych Europejskiej Federacji Giełd

Papierów Wartościowych (FESE) po 11 miesiącach 2008 roku warszawski parkiet zajmuje pierwsze miejsce w Europie pod względem liczby IPO. Jedna trzecia wszystkich IPO w Europie w okresie od stycznia do końca listopada br. miała miejsce na rynkach prowadzonych przez GPW. Warszawa wyprzedziła nie tylko wszystkie giełdy naszego regionu, ale także takie rynki, jak Londyn, Euronext, czy OMX. ■

Źródło: GPW

PRESTIŻOWE ZAWODY: NAJBLIŻSZE TERMINY EGZAMINÓW

Dla kandydatów na licencjonowanych maklerów oraz doradców inwestycyjnych Komisja Nadzoru Finansowego wyznaczyła terminy państwowych egzaminów na marzec. Egzaminy na maklera giełd towarowych i papierów wartościowych odbędą się 15 marca, natomiast pierwszy etap egzaminu na doradcę inwestycyjnego wyznaczony jest na dzień 29 marca. Niestety nie zostały obniżone opłaty egzaminacyjne, które wynoszą 500 zł. Na bardziej wytrwałych zapaleńców

czeka czerwcowy egzamin na certyfikowanego analityka finansowego (CFA) – jednak w tym przypadku jest to jeden z trzech etapów, jakie trzeba zaliczyć, by uzyskać międzynarodowy certyfikat. Niestety koszty egzaminów, szkoleń i materiałów sięgają nawet 10 000 zł. Zdecydowanie tańszym i lepszym rozwiązaniem jest licencja doradcy inwestycyjnego, którą podobno (jak twierdzą niektórzy) trudniej uzyskać niż certyfikat CFA. Szkolenie na doradcę inwestycyjnego lub maklera wraz

z materiałami można odbyć już od 4000 zł. Niestety na niekorzyść kandydatów na polskim rynku podaż takich kursów jest bardzo mała, a jakość prowadzonych zajęć pozostawia niekiedy wiele do życzenia. Komisja Nadzoru Finansowego ustaliła również termin na przeprowadzenie egzaminu na brokera ubezpieczeniowego i reasekuracyjnego na dzień 13 stycznia 2009 r. ■



WYWIAD Z GRZEGORZEM ZALEWSKIM NAJWAŻNIEJSZE TO MIEĆ ŚWIADOMOŚĆ RYZYKA

DOROTA SIERAKOWSKA
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL

Dorota Sierakowska: Jest Pan autorem książki pt. „Kontrakty terminowe w praktyce”, która doczekała się już trzech wydań. Skąd wziął się pomysł napisania tej książki?

Grzegorz Zalewski: Jeszcze zanim wystartował rynek kontraktów terminowych w Polsce (w 1998r.), miałem szczęście poznać wielu ludzi, którzy zajmowali się tym rynkiem na świecie, handlowali na giełdach w

Chicago, Londynie czy Hongkongu. Miałem także dostęp do mnóstwa informacji źródłowych poprzez współpracę z wydawnictwem, rozpowszechniającym książki o tematyce finansowej. Dowiedziałem się, jak rynek kontraktów terminowych wygląda na świecie, jakie są zasady spekulacji, strategię. W tym samym czasie pracowałem także w gazecie „Parkiet”, gdzie pojawiło się kilka pomysłów, mających na celu rozpropagowanie tego rynku w Polsce.

Wszystko to sprawiło, że rynek kontraktów nie był dla mnie zaskoczeniem i w momencie jego startu miałem większą wiedzę

niż większość uczestników rynku. Ta wiedza nie była może imponująca, ale pozwoliła mi osiągać niezłe wyniki, grając na kontraktach.

Książka powstała w 2000 roku, czyli 2 lata po powstaniu rynku instrumentów pochodnych w Polsce. Przez te dwa lata mogłem zaobserwować, jak się ten rynek rozwija, i zobaczyć, jakiego rodzaju wiedza jest ludziom potrzebna.

W Polsce wydawało się wtedy mnóstwo książek o tematyce finansowej, ale pisano w nich o rynkach zagranicznych. Chciałem, aby moja książka była przystosowana do rynku polskiego i jednocześnie napisana prostym

językiem, na zasadzie podręcznika.

DS: Czas pokazał, że Pana książka była potrzebna. „Kontrakty terminowe w praktyce” stały się bestsellerem w wielu księgarniach.

GZ: Jestem tym trochę zaskoczony. Sukces książki świadczy o tym, że ludziom potrzebna była wiedza przekazana w prosty sposób. Nie znoszę języka hermetycznego, udającego profesjonalizm, a to jest grzechem wielu polskich autorów. Wiele osób sięga po „Kontrakty terminowe w praktyce” po to, żeby lepiej zrozumieć inne książki, np. „Kontrakty terminowe i opcje” Hull’a. Tymczasem książka Hull’a jest lepsza dla osób, które coś o rynku kontraktów terminowych już wiedzą i szukają tylko konkretnych rozwiązań. Natomiast początkujący po przeczytaniu tej pozycji nadal będzie miał problemy ze zrozumieniem specyfiki tego rynku.

Z jednej strony jestem więc zaskoczony, że książka o tematyce finansowej może sprzedać się w Polsce w takim nakładzie. Z drugiej strony cieszę się, że moja książka okazała się potrzebna.

DS: A jak Pan ocenia wiedzę polskich inwestorów na temat instrumentów pochodnych?

GZ: Trudno mówić ogólnie o inwestorach, bo jedni mają większą wiedzę, a drudzy mniejszą. Z reguły każdy nowy instrument finansowy powoduje, że ludzie chcą się uczyć. Tak było na przykład z kontraktami terminowymi w Polsce. Zanim pojawiły się one na rynku, wiele osób w środowisku finansowym twierdziło, że jest to bardzo trudny instrument i inwestorzy indywidualni nigdy go nie zrozumieją. Tymczasem rynek kontraktów terminowych powstał praktycznie dzięki inwestorom indywidualnym, którzy przez pierwsze 2 lata aktywnie na nim działali, mimo niewielkiej wiedzy. Tym samym pokazali oni, że grając na danym instrumencie, sporo można się nauczyć.

Ogólnie rzecz biorąc, polskich inwestorów indywidualnych cechuje wyjątkowy pociąg do wiedzy, przez co często mają oni duży zasób wiadomości na temat rynków finansowych.

DS: Można jednak mieć wrażenie, że niektóre instrumenty pochodne przerosły polskich inwestorów. Chodzi mi głównie o rynek opcji na akcje, na którym płynność była mizerna.

GZ: W przypadku opcji na akcje sytuacja była zupełnie inna. W momencie pojawienia się kontraktów na WIG20, zainteresowanie było na tyle spore, że nawet początkowo niewielkie obroty dawały szansę działania. Opcje na akcje, czy też wcześniej warranty, tej zalety nie miały. Nie miał kto dostarczyć płynności, przez co mieliśmy do czynienia z błędnym kołem: nie było płynności, więc nie było chętnych na te instrumenty, a skoro nie było chętnych, to płynność nie mogła być większa.

Od 1998 r. w Polsce notowane są też kontrakty na waluty, na które początkowo też nie było zbyt dużego popytu ze względu na niewielką płynność. Nie było po prostu dobrego animatora. W 2007 r. pojawił się na tym rynku profesjonalny animator, który dostarczył płynność i rynek tych kontraktów w końcu zaczął się rozwijać. Inwestorzy docenili to, że ryzyko braku płynności, czyli niemożności zamknięcia pozycji, zostało w znaczący sposób ograniczone.

Instrumentem, który moim zdaniem ma szansę powtórzyć sukces kontraktów na indeks WIG20, są opcje na indeks, notowane na polskiej giełdzie. Obecnie ten rynek się dość wolno rozwija, a obroty są niewielkie. Jednak niedługo ma szansę pojawić się nowy animator - duża instytucja, która prawdopodobnie doprowadzi do zwiększenia obrotów.

Rynek opcji w Polsce ma więc szansę, jednak potrzebne są wspólne działania uczestników i organizatorów rynku.

DS: Czy sądzi Pan, że obecny kryzys spowodował rozwój rynku instrumentów pochodnych w Polsce?

GZ: Sądzę, że nie. Biorąc pod uwagę liczbę inwestorów w Polsce, rozwój np. rynku kontraktów na WIG20 był bardzo dynamiczny. Należy wziąć pod uwagę także chłonność takich instrumentów w Polsce.

Na przykład kontrakty na obligacje były totalnym niewypałem - ten instrument nie był potrzebny inwestorom indywidualnym, rozwinął się tylko na rynku międzybankowym. Zainteresowanie inwestorów jest czynnikiem, który weryfikuje, czy dany instrument jest potrzebny.

Inna sprawa to wielkość tego rynku, która też jest wyznacznikiem rozwoju. Obecnie, jak przy okazji każdego kryzysu, obroty spadają. Ważne jest jednak to, żeby za każdym razem, przy nowych spadkach na rynku, pułap obrotów, do którego się one obniżają, był wyższy niż poprzednio.

Co ważne, na polskim rynku w ostatnich miesiącach pojawiło się kilku dużych inwe-

storów instytucjonalnych z zagranicy, którzy mogą wprowadzić nową jakość, zmieniać zwyczaje na rynku, a także skomplikować ten rynek. Dlatego jest szansa, że obroty na rynku instrumentów pochodnych w Polsce niekoniecznie bardzo spadną.

DS: Ostatnio można zauważyć, że instrumenty pochodne stały się niejako kołem ofiarnym - w mediach nagminnie przedstawia się je jako przyczynę kryzysu.

GZ: To świadczy o niewielkiej wiedzy dziennikarzy, którzy ujmują sprawę w ten sposób. Obecne kłopoty przedsiębiorstw, związane z opcjami (pomijając, kto zawinił: czy zawiniły banki, oferując niezbyt rzetelnie swoje produkty, czy też zawiniły firmy nie sprawdzając, na ile ten produkt jest im potrzebny), sprawiły, że całą winę zwalono na opcje jako przyczynę obecnego kryzysu - a to oczywiście jest bzdura. Opcje to instrumenty, które można wykorzystać spekulacyjnie lub do zabezpieczenia. Jak ktoś nie ma pojęcia o opcjach, to może pomylić te dwa podejścia. Jeśli więc ktoś da się oszukać albo oprze się na niepełnych informacjach, to może stracić pieniądze - ale to jest jego problem. To jest problem podmiotu, a nie przedmiotu.

Wielokrotnie na polskim rynku pojawiały się sytuacje, gdy ludzie kupowali nieruchomości u dewelopera - a deweloper splajtował albo zażądał kolejnych dopłat, bo wydał pieniądze na inny cel niż nieruchomości. Wtedy winny może być nieuczciwy deweloper, a także jego klienci, którzy nie sprawdzili wszystkiego (problemy dewelopera w przeszłości, nierzetelni właściciele) - ale przecież nikt nie oskarża nieruchomości.

DS: A tymczasem opcje chętnie wymienia się za przyczynę kryzysu.

GZ: Wiele osób dziś uważa instrumenty pochodne za zło, zabijające polską gospodarkę. Wiele znanych twarzy, zwłaszcza polskiej polityki, oskarża opcje, bo są to instrumenty związane z ryzykiem. To prawda - instrumenty pochodne są związane z ryzykiem: mogą służyć np. do ograniczania ryzyka. Ale trzeba wiedzieć, jak się nimi posługiwać.

DS: A czy w Polsce instrumentów pochodnych używa się głównie do hedgingu czy do spekulacji?

GZ: Przede wszystkim do spekulacji,

głównie ze względu na strukturę rynku. W wielkich funduszach inwestycyjnych, należących do dużych grup bankowych, podejście do instrumentów pochodnych jest takie jak podejście mediów: instrumenty pochodne to ryzyko. Na rynku istnieje także dużo biernych funduszy, które mają zaangażowanie w akcjach i nie muszą go zabezpieczać (choć niektórzy próbują).

Jeśli chodzi o zabezpieczanie przed ryzykiem walutowym, to jest to obszar, który się powoli rozwija. Instrumenty pochodne są firmom potrzebne i większość z nich nie miała z nimi problemów; takie spółki giełdowe jak np. KGHM czy PKN Orlen stosują je od wielu lat. Tu też widać pewien paradoks: niedawno w jednej z gazet opublikowano tekst, że KGHM zarobił na zabezpieczeniach. Ale jeszcze 3 lata temu pisano, że KGHM stracił na zabezpieczeniach i zwolniono osobę odpowiedzialną za hedging. A przecież na zabezpieczeniach raz się zarabia, a innym razem traci - chodzi o to, żeby saldo całej transakcji wyniosło zero.

Po wejściu Polski do Unii Europejskiej wiele rodzimych przedsiębiorstw zaczęło handlować z zagranicą i zobaczyło, jak wielkie znaczenie ma dla nich zabezpieczenie przed ryzykiem walutowym. Przedsiębiorstwa zaczęły korzystać z firm doradczych, także z usług banków. Trudno powiedzieć, czy to było doradztwo profesjonalne - na początku funkcjonowania rynku wszyscy się uczyli, także doradcy. Jednak rynek we-

ryfikuje ich umiejętności: te instytucje, które są dobre, zdobywają nowych klientów, a te, które są niekompetentne - tracą ich.

Obecnie trzeba uważać, żeby nie wylać dziecka z kąpielą: wielu osobom (zwłaszcza tym, które nie rozumieją rynku) został narzucony schemat myślenia: jeśli dana firma posiada opcje, to źle o niej świadczy, dlatego trzeba sprzedać jej akcje. Tymczasem sporo firm ma rzetelnych doradców, którzy potrafią umiejętnie ocenić ekspozycję firmy na ryzyko.

DS: Przedsiębiorstwa, które mają problemy z opcjami walutowymi, często winią za to banki. Jednak z tego, co Pan mówi, wynika, że wina leży po obu stronach?

GZ: Polskie podmioty powielają pewien schemat. W 1994 roku wybuchła wielka afera w USA: Procter&Gamble, jedno z hrabstw oraz kilka małych firm straciło mnóstwo pieniędzy na instrumentach pochodnych, sprzedanych im przez Bankers Trust. Firmy te myślały, że mają transakcje zabezpieczające, de facto były to jednak transakcje spekulacyjne. Sprawa zakończyła się ugodą, na mocy której firmy nie musiały spłacać

wszystkich długów (choć kilka z nich ogłosiło bankructwo). Okazało się, że Bankers

Trust, oferujący instrumenty pochodne, nierzetelnie informował o wszystkich aspektach ryzyka.

W Polsce musimy przyznać to samo: banki nierzetelnie informowały swoich klientów o ponoszonym przez nich ryzyku, często bardzo oględnie wspominały o nim w umowach. Tak więc obie strony są winne: banki, które łudziły się, że nic wielkiego się nie stanie, bo złoty się umacniał, i przedsiębiorstwa, które dały się skusić wizją łatwych zysków.

DS: Czyli polskie firmy muszą po prostu odrobić tę bolesną lekcję.

GZ: Tak, zdecydowanie. W II połowie lat 90., po aferze z Bankers Trust, amerykańskie przedsiębiorstwa zaczęły tworzyć swoje własne działy zabezpieczania i działy doradcze. Firmy przestały ufać bankom jako doradcom, bo zdały sobie sprawę z tego, że banki sprzedają po prostu swoje produkty.

DS: Co mógłby Pan poradzić młodym inwestorom, planującym zaangażowanie kapitału w instrumenty pochodne?

GZ: Po pierwsze: nie można mieć złudzeń, że na instrumentach pochodnych się łatwo zarabia - lepiej postawić się od razu na pozycji straconej. Trzeba mieć świadomość tej banalnej statystyki, że 90% osób na tym rynku traci.

Po drugie: warto wiedzieć, że wielkość portfela, zwłaszcza przy grze na WIG20, ma znaczenie. Osoby mające do dyspozycji poniżej 5000zł, mają mizerne szanse na przetrwanie. Oczywiście czasem zdarza się początkowa wygrana, która powiększy nasz kapitał, ale trzeba sobie zdawać sprawę z tego, że to jest kwestia szczęścia, a nie umiejętności. Dlatego po pierwszej udanej transakcji warto potem zbudować zachowawczą strategię działania.

Po trzecie: należy mieć świadomość dużego ryzyka na tym rynku. W dużej mierze zależy ono od nas samych: trzeba z góry określić akceptowalny poziom ryzyka. Brak wcześniej przygotowanego planu działania to najlepsza droga do dużych strat.

DS: Dziękuję za rozmowę. ■

Grzegorz Zalewski jest autorem książki „Kontrakty terminowe w praktyce”, a także twórcą portalu futures.pl oraz felietonistą. Działa na rynku od 1993 r. Prowadzi szkolenia dotyczące instrumentów pochodnych i analizy technicznej.





STRUKTURY (CHWILOWO) MNIEJ POPULARNE

Oferta produktów strukturyzowanych w ostatnich miesiącach mocno się pogorszyła. Atrakcyjne oprocentowanie lokat bankowych sprawiło, że popyt na struktury znacząco spadł. Zaś same instytucje finansowe niechętnie tworzą nowe oferty dla inwestorów. Wolą poczekać aż zmienność na rynkach finansowych będzie mniejsza, przez co produkty będą atrakcyjniejsze zarówno dla inwestorów, jak i dla tworzących je instytucji.

ARTUR SZCZEPKOWSKI
ARTUR.SZCZEPKOWSKI@GAZETATREND.PL

Czym są struktury?

Nie istnieje definicja w pełni wyjaśniająca czym są produkty strukturyzowane. Jest to bowiem pojęcie bardzo szerokie, które obejmuje wiele rozwiązań finansowych. Przyjęło się jednak, w dużym uproszczeniu, że są to produkty, które pozwalają chronić kapitał (lub jego część) oraz oferują szansę na dodatkowy zysk uzależniony od realizacji zakładanego scenariusza.

Z technicznego punktu widzenia „struktura” jest połączeniem dwóch instrumentów finansowych. Gwarancję kapitału dają obligacje zerokuponowe, które instytucje kupują za zdecydowaną większość środków pozyskanych od inwestorów. Chodzi o to,

by po zakładanym okresie dały oczekiwaną kwotę, która jest określana jako „gwarancja wypłaty X proc. zainwestowanych środków”. Część inwestycyjną stanowią zaś instrumenty pochodne, najczęściej opcje. Pozwalają one osiągnąć spore zyski przy założeniu, że zakładany scenariusz zostanie zrealizowany. Od tego, w jakim stopniu się on spełni, zależy ostateczny zysk inwestora. Ważny jest fakt, że różnorodność opcji jest ogromna, dzięki czemu produkty na nich oparte mogą być bardzo ciekawe. Instrumentami bazowymi mogą być zarówno akcje, surowce, indeksy giełdowe, jak i pogoda czy liczba bramek strzelonych przez reprezentację. Ważne, by ich wycena mogła być przeprowadzona w sposób obiektywny i niebudzący żadnych wątpliwości.

Mniejszy popyt...

Jeszcze kilka miesięcy temu struktury były reklamowane jako forma inwestycji bez ryzyka – gwarancja kapitału oraz szansa na duży zysk. Zainteresowanie było spore, instytucje zaczęły zatem masowo tworzyć nowe oferty. Ich jakość nie była jednak najlepsza. Aby produkt sprzedać, trzeba było zapłacić za drogie reklamy, pensje pracowników, a nierzadko także wysoką prowizję dla pośredników finansowych. Na same opcje, które miały przynosić ponadprzeciętne zyski, zostawało zatem mało pieniędzy. Doszło nawet do bardzo ciekawej sytuacji. Dwie firmy mniej więcej w tym samym czasie oferowały produkt oparty na tych samych opcjach, tyle że jeden z nich dawał szansę na zysk o ok. 70 proc. większy od drugiego. Widać zatem jak wielkie znaczenie ma optymalizacja kosztów.

Jeszcze 2-3 lata temu struktury były produktami zarezerwowanymi głównie dla klientów zamożnych. Teraz się to zmienia, coraz częściej wystarczy jedynie kilka tysięcy złotych, by móc w nie zainwestować. Powoli stają się produktem masowym. W prasie można coraz częściej znaleźć opracowania poruszające nie tylko kwestię ich zalet, ale i wad. Okazuje się, że ryzyko jednak istnieje. Inwestorzy zaczęli zdawać sobie sprawę z tego, że pieniądź w czasie traci na wartości. 1000 złotych zainwestowane dziś nie będzie miało tej samej wartości co 1000 złotych za 3 lata. Gdy na lokatach bankowych można było zarobić 3-4 proc. rocznie, inwestorzy znacznie chętniej wybierali produkty strukturyzowane. Teraz jednak banki płacą za depozyty nawet 10 proc. Trudno zatem oczekiwać, by klienci nie zwracali większej uwagi na możliwe zyski z obu produktów. Często okazywało się, że lokaty bankowe (nawet przy założeniu sporego spadku oprocentowania w przyszłości) dadzą zysk jedynie o kilka – kilkanaście proc. niższy od teoretycznego zysku ze struktur. Teoretycznego, ponieważ nikt nie gwarantuje, że zysk będzie. Prawdopodobieństwo uzyskania jedynie zwrotu zainwestowanego kapitału jest dość spore. Wybór dla klienta w takim przypadku był prosty.

... i podaż

Institucjom nie opłaca się aktualnie two-

żyć nowych produktów. Wysoka zmienność na rynkach finansowych przełożyła się na wzrost cen opcji. Tym samym końcowa oferta dla inwestora nie jest już tak atrakcyjna jak jeszcze kilka miesięcy temu. Instytucje mogłyby podwyższać współczynniki partycypacji kosztem prowizji dla siebie, bądź mogłyby stosować inne rodzaje opcji. Tyle że produkty takie niekoniecznie będą bardziej atrakcyjne dla klienta. Alternatywą są wysoko oprocentowane lokaty. Nie bez znaczenia pozostaje także fakt, że spadło zaufanie do sektora finansowego. Aktualnie liczą się proste produkty, które można łatwo i zrozumiale przedstawić klientowi.

Mimo wszystko niektóre firmy starają się walczyć z rynkiem. New World Alternative Investments ruszył z subskrypcją produktu o nazwie „Cargo”. Niestety klientom trzeba było zwrócić pieniądze. W trakcie subskrypcji znacznie wzrosła zmienność indeksu BDIY, a tym samym wzrosła cena opcji na nim opartych. Aktualnie NWA oferuje tylko jedną „strukturę”. Wealth Solutions, który zajmuje się głównie oferowaniem produktów strukturyzowanych, także ma aktualnie w ofercie tylko jeden własny produkt tego typu. Zapewne kolejne są w przygotowaniu i będą dostępne dla inwestorów, jak tylko sytuacja na rynkach finansowych się poprawi.

Oferujący struktury doszli do wniosku, że lepiej poczekać aż sytuacja na rynkach

się uspokoi. Nie powinno to trwać długo. Rada Polityki Pieniężnej już zaczęła mocno obniżać stopy procentowe. W najbliższych tygodniach przełoży się to na spadek atrakcyjności oferty depozytowej. W 2009 roku ponownie wzrośnie zainteresowanie inwestycjami alternatywnymi, na czym w dużym stopniu skorzystają firmy oferujące produkty strukturyzowane.

Przeczekać kryzys

Można odnieść wrażenie chwilowego zastoju na rynku struktur. Są one jednak na tyle ciekawymi produktami inwestycyjnymi, że szybko nie znikną z rynku finansowego. W perspektywie kilku miesięcy można oczekiwać, że ich różnorodność będzie znacznie większa niż obecnie. Firmy ciągle pracują nad nowymi produktami. Z ich upublicznieniem czekają jednak na poprawę sytuacji na rynkach finansowych.

Dobrze by było, gdyby instytucje wykorzystały okres mniej wyťažonej pracy na poprawę jakości oferowanych produktów. Dotyczy to głównie przejrzystości struktur. Aktualnie inwestor nie ma bowiem pojęcia o tym, ile faktycznie płaci za „złożenie” opcji z obligacją. Może mieć jedynie nadzieję, że inna firma nie zaoferuje produktu identycznego, tyle że ze znacznie większym współczynnikiem partycypacji... ■

CYTATY MIESIĄCA

WYBÓR CYTATÓW:

MIKOŁAJ ATANASOW

MIKOŁAJ.ATANASOW@GAZETATREND.PL

„To powinien być „byczy” sygnał dla Berkshire. Wykazując się wielkimi zdolnościami prognostycznymi dawno temu zainwestowałem w materace, wchodząc w biznes meblarski. Teraz materace stają się w pełni konkurencyjne jako miejsce, gdzie można przechować pieniądze. Sprzedaż materaców wkrótce wzrośnie.”

- Warren Buffet w piśmie do rady dyrektorów Berkshire Hathaway na wieść o informacji, że Fed jest gotów sięgnąć po mniej konwencjonalne narzędzia, by pobudzić wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych

„To tak, jak by do jadłodajni dla ubogich przyszedł facet w cylindrze i smokingu. To budzi podejrzenia.”

- Gary Ackerman po tym, jak szefowie koncernów Ford, Chrysler i General Motors poprosili Waszyngton o 25 mld USD pożyczki, natomiast przyłecili na spotkanie prywatnymi odrzutowcami

„Teraz jest świetny moment na inwestycje. Jeśli ktoś ma dzisiaj pieniądze, może budować przyszłą fortunę. Ja kupuję. Nie obejdzie się jednak bez spektakularnych bankructw.”

- Roman Karkosik, znany inwestor giełdowy

„Sprawy jeszcze się pogorszą, zanim zaczną iść ku lepszemu.”

- Barack Obama, prezydent elekt, poproszony o komentarz w sprawie sytuacji gospodarczej USA

„Tusk z Rostowskim myślą, że jak nie będą głośno mówić, że kryzys jest, to... go nie będzie.”

- Ryszard Czarnecki, poseł Pis, wcześniej Samoobrony

PODSUMOWANIE ROKU 2008 NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE



W 2008 roku na rynkach prowadzonych przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie zadebiutowały w sumie 94 spółki: 33 na Głównym rynku GPW oraz 61 na rynku alternatywnym NewConnect. Wartość tegorocznych ofert przekroczyła 9,5 mld zł. Mimo kryzysu na rynkach finansowych w porównaniu z 2007 rokiem liczba debiutów w Warszawie spadła tylko o 11 spółek. W ubiegłym roku na Głównym Rynku i NewConnect zadebiutowało łącznie 105 firm.

GPW liderem w Europie

Według danych Europejskiej Federacji Giełd Papierów Wartościowych (FESE) po 11 miesiącach 2008 roku warszawski parkiet zajmuje pierwsze miejsce w Europie pod względem liczby IPO. 1/3 wszystkich IPO w Europie w okresie od stycznia do końca listopada br. miała miejsce na rynkach prowadzonych przez GPW. Warszawa wyprzedziła nie tylko wszystkie giełdy naszego regionu, ale także takie rynki, jak Londyn, Euronext, czy OMX.

Główny Rynek GPW

Na głównym parkiecie warszawskiej giełdy zadebiutowały w 2008 roku 33 spółki, a wartość ich ofert wyniosła 9,4 mld zł, z czego 3,7 mld zł stanowiła wartość nowych emisji akcji. Do notowań trafiły akcje 3 spółek zagranicznych: Atlas Estates Ltd. (Wyspa Guernsey), Belvedere (Francja) oraz NWR (Czechy). Debiut NWR był największą pod względem

wartości tegoroczną ofertą na GPW (5,5 mld zł). Jeśli chodzi o wartość tylko nowej emisji akcji, na pierwszym miejscu plasuje się oferta Enei warta blisko 2 mld zł. To jednocześnie trzecia pod względem wartości nowa emisja akcji w historii GPW.

W 2008 roku po raz pierwszy mieliśmy do czynienia z przejściem spółki z rynku alternatywnego na rynek regulowany. W grudniu br. pierwszą spółką, która z NewConnect przeszła na Główny Rynek GPW była firma MW Trade.

W 2008 roku również spółki już notowane na rynku sięgały po nowe środki dzięki emisjom wtórnym (tzw. SPO). Wartość wtórnych emisji za okres 11 miesięcy 2008 wyniosła blisko 2 mld zł.

NewConnect

Bardzo dynamicznie rozwijał się alterna-

tywny rynek NewConnect. Uruchomiony pod koniec sierpnia 2007 roku, jako jeden z najmłodszych rynków alternatywnych w Europie, zdołał oprzeć się niekorzystnej koniunkturze i przyciągnął na swój parkiet 61 nowych spółek w 2008 roku. Wartość tych ofert to ponad 180 mln zł, z czego prawie cała ta kwota (176,5 mln zł) to nowe emisje akcji (przeprowadzane głównie w ramach ofert prywatnych).

W 2008 roku na NewConnect zadebiutowała pierwsza spółka międzynarodowa – czeski Photon Energy, pozyskując na naszym rynku 2,16 mln zł.

GPW atrakcyjna dla spółek międzynarodowych

W 2008 roku w Warszawie zadebiutowały w sumie 4 zagraniczne spółki: 3 na rynku regulowanym i jedna na NewConnect.

2008 rok to także okres, w którym GPW

Liczba IPO na giełdach w Europie.

(styczeń-listopad 2008; wszystkie rynki prowadzone przez daną giełdę)

Giełda (rynek podstawowy + alternatywny)	Kwartał 2008 r.	2008			
	I	II	III	IV*	Suma
Warsaw Stock Exchange	19	38	13	12	82
London Stock Exchange	16	41	12	3	72
Euronext	5	7	8	1	21
OMX Nordic Exchange	5	8	2	3	18
Luxembourg Stock Exchange	4	6	3	2	15
Oslo Børs	3	5	1	1	10
Bulgarian Stock Exchange	4	0	2	1	7
Borsa Italiana	2	2	2	0	6
Deutsche Börse	2	3	0	0	5
Malta Stock Exchange	2	1	0	0	3
Athens Exchange	1	0	1	0	2
Bucharest Stock Exchange	1	0	1	0	2
Budapest Stock Exchange	0	0	2	0	2
Cyprus Stock Exchange	0	1	1	0	2
Prague Stock Exchange	0	1	0	0	1
Spanish Exchanges (BME)	0	0	1	0	1
Bratislava Stock Exchange	0	0	0	0	0
Irish Stock Exchange	0	0	0	0	0
Ljubljana Stock Exchange	0	0	0	0	0
Wiener Börse	0	0	0	0	0

* dane bez grudnia 2008 r.

Źródło: FESE, GPW

stała się największą giełdą w regionie Europy Środkowo-Wschodniej i Południowo-Wschodniej. Pod względem kapitalizacji wyprzedzamy już giełdy w Wiedniu i Atenach. Różnica w kapitalizacji Wiednia i Warszawy zmniejszała się systematycznie od kilku lat.



Jeszcze na koniec 2005 roku kapitalizacja Wiener Boerse była o ponad 27 mld euro większa niż kapitalizacja GPW. W lipcu br. wartość spółek notowanych w Warszawie przewyższyła o 9 mld euro kapitalizację spółek z Wiener Boerse. Obecnie wartość spółek notowanych w Warszawie jest o 15 mld euro większa. Na koniec listopada br. kapitalizacja GPW była także o blisko 2 mld euro wyższa niż kapitalizacja giełdy w Atenach (Athens Exchange). Jest to kapitalizacja spółek krajowych.

We wrześniu 2008 r. Polska awansowała do grupy „Advanced Emerging” w klasyfikacji rynków FTSE, jednej z największych na świecie instytucji opracowującej i publikującej 120 tys. różnego rodzaju indeksów. Decyzja FTSE pokazuje rosnącą rolę naszego rynku kapitałowego na arenie międzynarodowej. W uzasadnieniu swojej decyzji FTSE podaje, że Polska charakteryzuje się silnym środowiskiem inwestycyjnym i dzięki wprowadzeniu znacznych zmian w regulacjach, procedurach oraz systemach zwiększyła dostęp międzynarodowych inwestorów do swojego rynku. ■

Źródło: GPW



Ludwik Sobolewski

Ludwik Sobolewski o minionym 2008 roku zapytany przez redaktorkę portalu IPO.pl Ninę Hamernik: Bardzo ciężki rok, jeśli chodzi o sytuację kursową, wyceny, zmienność indeksów, a także pogorszenie się klimatu inwestycyjnego i istotne pogorszenie na rynku IPO. Zarazem rok, w którym udowodniliśmy, jako rynek kapitałowy, że infrastruktura rynku działa prawidłowo i bezpiecznie, podstawowe interesy klientów nie są zagrożone w jakimkolwiek stopniu, że jest nadal ogromne zainteresowanie giełdą ze strony przedsiębiorców, a więc że rynek IPO nie zamarł. Na pewno jednym z najważniejszych zadań na rok 2009 jest odbudowa zaufania do inwestycji w akcje, zwłaszcza wśród potencjalnych klientów funduszy inwestycyjnych. Ich reakcja na gwałtowne przewartościowanie akcji w 2008 roku wpłynęła poważnie na obraz całego rynku w 2008 roku. To zagadnienie wymaga odrębnej analizy i wyciągnięcia wniosków, tak aby w przyszłości w sytuacjach kryzysowych miał szansę zaistnieć inny model reakcji na dekoniunkturę.

CRASHTEST GIGANTÓW Z DETROIT



Zdziwienie i zaskoczenie ogarnęło wszystkich na wieść o rozprzestrzenieniu się kryzysu z sektora finansowego na branżę samochodową. Trzej giganci z Detroit - Daimler Chrysler, General Motors i Ford - firmy o długiej tradycji, dające zatrudnienie dla setek tysięcy osób i stanowiące jeden z filarów amerykańskiej gospodarki, chyliły się ku upadkowi. Czy kryzys, który rozwija się na naszych oczach spowoduje upadek firm samochodowych, które już dawno wpisały się w legendę Ameryki samochodami takimi jak: Ford Mustang, Jeep Wrangler czy Dodge Challenger?

JAROSŁAW DĘBECKI
JAROSLAW.DEBECKI@GAZETATREND.PL

Rynek chwiał się od dawna

General Motors i Ford Motor Company już w sierpniu zanotowały dziesiąty z kolei miesiąc spadku sprzedaży, gdyż konsumenci zaczęli ograniczać jazdę samochodem z powodu wysokich cen benzyny, która u szczytów hossy ropy naftowej kosztowała na stacjach benzynowych w okolicach \$4 za galon (1 galon = 3,784 litra).

Akcje tych firm już wtedy były przeceniane o ponad 20%, a akcje Toyoty i Hondy o niewiele mniej niż 10%, ale tylko i wyłącznie dzięki dobrej sprzedaży dwóch nowych modeli tych marek.

Według danych Autodata Corp. średnia roczna skorygowana sprzedaż aut w Ameryce wyniosła w lipcu ubiegłego roku 13,7 miliona sztuk, natomiast w tym roku ta wartość wyniosła zaledwie 12,6 miliona, a na koniec grudnia 2008 wartość wskaźnika plasowała się na poziomie 10,17 miliona. (bloomberg.com, kwotowania dla wskaźnika SAARTO-TL:IND). Erich Merkle - analityk firmy

konsultingowej Crowe Chizek & Co. - w wywiadzie powiedział, że „mamy właśnie do czynienia z recesją w branży samochodowej”, ale były to dopiero początki rozwoju zawirowań w branży samochodowej i najgorsze było jeszcze daleko przed nami.

Cięcia w produkcji

Już po pierwszej połowie roku firmy musiały ograniczyć swoje apetyty i zweryfikować plany co do produkcji samochodów na następne półrocze. Ford zmniejszył swoją produkcję o 5,3% do 890 000 samochodów i 890 000 ciężarówek. GM co prawda zaplanował zwiększenie produkcji w III kwartale, ale i tak była ona niższa od tej z poprzedniego roku o 10%, a produkcję na IV kwartał zaplanowano o 16% niższą niż w analogicznym okresie ubiegłego roku.

Na tle amerykańskich gigantów europejskie marki wypadają bardzo dobrze. BMW zwiększył sprzedaż swoich Mini o 1%, a sprzedaż Volkswagena w USA wzrosła w 2,6%. W lipcu europejskie marki miały 7,6% amerykańskiego rynku sprzedaży samocho-

dów w stosunku do 7% rok wcześniej.

Czy zatem nie był to sygnał, że Amerykanie odchodzą od klasycznych amerykańskich krążowników i przesiadają się w bardziej komfortowe, a na pewno bardziej oszczędne, europejskie auta?

Sytuacja pod koniec 2008 roku rozwinęła się bardzo szybko i w ciągu kilku miesięcy amerykańskie firmy produkujące samochody, napędzające wiele gałęzi przemysłu, zaczęły obawiać się o swoją przyszłość i szybko zwróciły uwagę polityków, że kryzys gospodarczy nie dotyczy już tylko sektora finansowego, ale rozprzestrzenił się na dominującą branżę USA.

Senat odmawia pomocy

„Wielka trójka z Detroit”, jak zwykle się mówi o czołowych producentach amerykańskich samochodów, już niedługo może stanąć na skraju bankructwa. Firmy, których zyski w najlepszych w czasie hossy sięgały łącznie dziesiątek miliardów dolarów, mają teraz problem z płynnością finansową i zwracają się do amerykańskiego rządu o pomoc,

aby uchronić się przed upadkiem.

Pomimo wysłania delegacji złożonej z prezesów tych firm i ich błagalnych próśb (na spotkanie pojechali samochodami, które sami produkują), 11 grudnia amerykański Senat odrzucił projekt ponad 14 miliardów dolarów pomocy dla producentów samochodów i postawił ich prezesów przed nie lada problemem – skąd wziąć pieniądze na dalszą działalność? Jeśli odpowiednia pomoc nie nadejdzie, pierwsze bankructwa mogą nas spotkać już na początku roku, a to spowoduje pogłębienie kryzysu w całej gospodarce. Erich Merkle – konsultant z Crowe Chizek w Grand Rapids, Michigan, twierdzi, że „...następnym krokiem GM będzie wytrwanie do stycznia a następnie wyznaczenie daty bankructwa”.

Wszystkiemu winne banki?

Chrysler – uważany za najsłabszą firmę z wielkiej trójki – winą za kryzys w branży samochodowej obarcza banki, które nie udzielają kredytów na zakup nowych samochodów. Chrysler szacuje, że z tego powodu jego sprzedaż spadnie o 20% - 25%.

Z drugiej strony firmy są krytykowane przez samych Amerykanów, wśród których amerykańskie samochody tracą na popularności. Głównie przez mało atrakcyjne projekty, design i wykończenie wnętrza, ale również z powodu wojny, jaką producenci samochodów wytoczyli przeciwko coraz bardziej restrykcyjnym standardom zużycia paliwa. Czyżby Amerykanie, którzy do tej pory jeździli olbrzymimi paliwożernymi półciężarówkami i SUV'ami zaczęli się martwić o ekologię, czy może raczej mają jeszcze w pamięci astronomicznie wysokie ceny ropy z lipca 2008 i martwią się o swoje portfele?

Bush rzuca koło ratunkowe

Z odsieczą dla firm ruszył sam prezydent który zaoferował 17,4 miliarda dolarów pomocy dla producentów, ale jednocześnie postawił warunek, że do 31 marca 2009 firmy będą w stanie udowodnić, iż są w stanie przetrwać kryzys i przeprowadzić restrukturyzację. Bush zwrócił uwagę na to, że w normalnych warunkach nie popiera ingerencji w wolny rynek, ale w obecnej sytuacji gospodarka jest zbyt wrażliwa, aby móc pozwolić sobie na zwolnienie tysięcy pracowników.

Wszystkie te działania nie mogły oczywiście obyć się bez wiedzy prezydenta – elekta Baracka Obamy, który już 20 stycznia obejmie stanowisko głowy państwa. To na jego

kadencję przypadnie większa część rozwoju kryzysu gospodarczego, ciężar udźwignięcia pomocy i przeprowadzenie niezbędnych reform. Poza tym prezydent elekt zapowiedział, że kluczowym celem jego administracji będzie stworzenie 2 milionów nowych miejsc pracy, między innymi w branży samochodowej.

Chrysler dostanie 4 mld dolarów w ramach pomocy natychmiastowej. W odpowiedzi na to firma zapowiedziała „znaczny redukcję kosztów”. Kolejne 13,4 mld dolarów popłynię do GM, który oznajmił, że dzięki tej pomocy firma wyjdzie z tego kryzysu silniejsza. Ford, który utrzymuje, że na razie nie potrzebuje środków, zapowiedział, że będzie dążył do restrukturyzacji bez pomocy rządowej.

Warunki nałożone przez Białą Dom zakładają uzyskanie autoryzacji planu restrukturyzacji przedsiębiorstw do 31 marca. Dodatkowo nałożono limity na wynagrodzenia dla prezesów, a w zamian za pomoc rząd otrzyma warranty na akcje nieme.

Honda i Toyota notują straty

Kryzys, jaki powoli rozlewa się na cały świat, nie omija również Japonii. Jest prawdopodobne, że największa na świecie firma produkująca samochody – Toyota – zanotuje pierwszą w swojej historii stratę operacyjną.

Główną przyczyną takiej sytuacji jest umocnienie jena w stosunku do dolara amerykańskiego. Toyota wypracowała 140 mld jenów przychodu operacyjnego w pierwszej połowie roku obrotowego (rok obrotowy dla tej firmy kończy się 31 marca), natomiast straty z tytułu przewalutowania wyniosły 300 mld jenów i jeśli kurs nadal utrzyma się poniżej 89 JPY/USD, strata na koniec roku jest prawie pewna.

Drugi co do wielkości japoński producent – Honda – już trzy razy w tym roku obniżał prognozę przychodu operacyjnego. Tym razem o 2/3 z 550 mld jenów do zaledwie 180 mld jenów na koniec marca 2009. Również i w tej sytuacji głównym powodem jest silny jen, a firmy nie ukrywają, że bardziej preferowanym kursem są okolice 100 JPY/USD.

Miejsca pracy zagrożone

Szacuje się, że GM, Chrysler i Ford zatrudniają łącznie ok. 250 000 pracowników w swoich fabrykach, a około 100 000 osób jest ich podwykonawcami, dla których branża samochodowa jest strategicznym odbiorcą. Szacuje się też, że 1 na 10 miejsc pracy jest połączone z produkcją samochodów. Jeśli

zatem kryzys dotknie branżę samochodową w takim stopniu w jakim się przewiduje, Ameryka zanotuje kolejny gwałtowny wzrost bezrobocia, na który nie stać amerykańskiej gospodarki.

Kilka dni po odrzuceniu pomocy w senacie, Chrysler zapowiedział zamknięcie swoich wszystkich fabryk na miesiąc. Większość pracowników jest zrzeszona w związku zawodowym UAW (United Auto Workers) i oni dostaną prawie całkowite wynagrodzenie za miesiąc przestoju fabryki. Niemniej dla wielu osób oznacza to brak pracy i środków do życia.

GM zapowiedział, że zmniejszy produkcję o 60% w pierwszym kwartale w stosunku do tego samego okresu sprzed roku.

Oszczędności wyparowują

Wizja bankructwa firm samochodowych to nie tylko utrata miejsc pracy przez tysiące osób i zmniejszenie PKB stanów Zjednoczonych. To również wymierne zagrożenie dla funduszy emerytalnych, firm inwestycyjnych, często również i zwykłych ludzi, którzy swoje oszczędności ulokowali w akcjach tych firm.

Kapitalizacja rynkowa GM, Daimlera i Forda to ponad 41 mld dolarów, a zatem można się spodziewać, że sprowadzenie cen ich akcji do zera wpłynie negatywnie na wyniki instytucji finansowych i zmniejszenie emerytur zwykłych ludzi, którzy pracowali na nie całe życie. Chociaż z drugiej strony, czy to ważne, skoro roczna stopa zwrotu w tych przypadkach i tak przekracza 60%?

Wielka trójka dostała od rządu kredytu zaufania i w przeciągu trzech miesięcy dowiemy się, jak udało im się wykorzystać ten czas. Jest bardzo prawdopodobne, że walka o przetrwanie tych firm będzie trwała długo i będzie bardzo kosztowna. Co więcej, dowiemy się, jaką politykę będzie uprawiał nowy prezydent Barack Obama – czy będzie to protekcyjizm, czy raczej pozwoli działać wolnemu rynkowi.

Zadziwiające jest tylko, że kraj, który w innych przypadkach tak jednoznacznie opowiada się za doprowadzaniem do bankructwa nierentownych przedsiębiorstw i zaciekle broni wolności rynkowej, nie jest konsekwentny w działaniach, jeśli chodzi o niego samego i gdy przychodzi co do czego, ucieka się od sztucznego podtrzymywania życia umierających ikon swojej gospodarki. ■



ŚWIATOWY PROBLEM Z KAWĄ

Rynek kawy, jak każdy rynek surowcowy, rządzi się innymi prawami niż rynki finansowe. Aby go poprawnie analizować, warto poznać specyfikę samego produktu, jakim jest kawa, a także poznać podstawowe czynniki, wpływające na jej cenę.

DOROTA SIERAKOWSKA
DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL

Kawa kawie nierówna

Pisząc o rynku kawy jako o całości, łątwo o niezbyt trafne uproszczenia. Istnieje bowiem wiele rodzajów kawy, które różnią się między sobą jakością, smakiem, technologią produkcji i, co za tym wszystkim idzie, ceną. Na ogół wyróżnia się dwa podstawowe gatunki kawy: arabikę i robustę. Ta pierwsza uważana jest za gatunek szlachetniejszy, o łagodniejszym smaku i mniejszej zawartości kofeiny. Arabica jest bardziej ceniona przez konsumentów, stąd też uprawia się jej na świecie więcej niż kawy z gatunku robusta. Ze względu na dużą różnorodność wewnątrz gatunku, często dokonuje się dokładniejszego podziału na podgatunki arabiki (Colombian Milds, Brazilian Naturals, Other Milds), różniące się między sobą smakiem i ceną.

Z kolei gatunek robusta jest uważany za gorszy jakościowo - co za tym idzie, także tańszy - od arabiki. Jednak ma on ważne dla producentów zalety: większą odporność na choroby, zmiany temperatury i ilości opadów. Gatunek ten charakteryzuje się również krótszym okresem uprawy. W produkcji kawy z gatunku robusta specjalizują się kraje afrykańskie, jednak od kilku

lat największym jej eksporterem jest Wietnam. Robusta charakteryzuje się dwukrotnie większą zawartością kofeiny niż arabica, ma też bardziej wyrazisty, gorzki smak.

Kawowa mapa świata

W produkcji kawy od wielu lat przoduje Ameryka Południowa, w której wytwarza się niemalże połowę światowej produkcji kawy. Wśród największych producentów kawy znajduje się sporo państw Ameryki Łacińskiej, w tym Brazylia (1. miejsce na świecie) i Kolumbia (3. miejsce na świecie).

Pod względem produkcji kawy strategicznym regionem jest także Azja Południowo-Wschodnia. Tu prym wiodą Wietnam (2. miejsce na świecie), a także Indonezja (4. miejsce na świecie). Rola Wietnamu w światowej produkcji systematycznie wzrasta od 1994 roku, kiedy to Stany Zjednoczone zniosły embargo nałożone na Wietnam 19 lat wcześniej. Wkroczenie tego kraju na rynek kawy było wyzwaniem dla dotychczasowych liderów, ponieważ Wietnamczycy postawili na ostrą konkurencję cenową.

Natomiast Afryka - mimo że jest kolebką kawy - produkuje niewiele ponad 10% światowej kawy. Liderami w regionie są

Etiopia, Uganda i Wybrzeże Kości Słoniowej.

Kontrakty w Europie i USA

Centrum światowego handlu kawą z gatunku arabica stanowi Nowy Jork, gdzie można handlować kontraktami na kawę na IntercontinentalExchange (ICE). Tzw. Coffee 'C' Futures opiewają na surowe ziarna kawy z gatunku arabica, pochodzącej z jednego z kilkunastu krajów (w zależności od kraju pochodzenia oraz jakości kawy cena jest różna). Rozliczenie kontraktu następuje dostawnie - ziarna kawy są dostarczane do jednego z kilku portów w Stanach Zjednoczonych lub Europie.

Natomiast handel kawą z gatunku robusta odbywa się głównie w Londynie na London International Financial Futures and Options Exchange (LIFFE). Istnieją dwa rodzaje kontraktów futures na kawę - nr 406 i nr 409. Różnią się one między sobą m.in. ilością kawy, na jaką opiewa jeden kontrakt (nr 406: 5 ton, nr 409: 10 ton).

ICE również oferuje kontrakty futures na kawę z gatunku robusta, jednak handel odbywa się tu na dużo mniejszą skalę niż w Londynie, a rozliczenie kontraktu następuje rzadziej niż na LIFFE. Charakterystyczne dla kontraktów na ICE jest różnicowanie ceny w zależności od jakości kawy, a także

podawanie ilości kawy, na którą opiewa jeden kontrakt, nie w tonach, lecz w funtach.

Popyt w rękach „Wielkiej Czwórki”

Głównymi odbiorcami kawy są przedsiębiorstwa z tzw. „Wielkiej Czwórki”: Nestlé (SWX: NESN), Kraft (NYSE: KFT), Procter&Gamble (NYSE: PG) i Sara Lee (NYSE: SLE). To one skupują w sumie ponad połowę zasobów surowych ziaren kawy na świecie. Dlatego też monitorowanie działalności tych firm jest bardzo ważne przy analizowaniu popytu na rynku kawy.

Co ważne, popyt na kawę nie jest elastyczny cenowo, co sprawia, że wiele przedsiębiorstw kupuje kawę w podobnych ilościach bez względu na aktualną cenę.

Niezbyt wolny rynek

Od prawie pół wieku cena kawy nie jest wynikiem czystej gry popytu i podaży. Od początku lat 60. XX wieku jest ona w pewnym stopniu regulowana za pomocą odnawianych co kilka lat międzynarodowych porozumień, tzw. International Coffee Agreements (ICA). Nad przestrzeganiem zasad handlu, zawartych w tych porozumieniach pomiędzy uczestnikami rynku kawy, czuwa utworzona przy ONZ w 1963 roku International Coffee Organization (ICO). Dotychczas International Coffee Agreements podpisywano w latach: 1962, 1968, 1976, 1983, 1994, 2001 i 2007.

Potrzeba regulacji ceny kawy wynikała z niestabilności zbiorów kawy w poszczególnych latach. Przyczyną fluktuacji ilości i jakości produkowanej kawy były przede wszystkim zmienne warunki pogodowe w poszczególnych latach, sposób uprawy kawy w różnych krajach, a także niespodziewane choroby roślin. Porozumienie między uczestnikami rynku kawy uczyniło ceny bardziej przewidywalnymi, ponieważ stabilizowało podaż kawy, głównie poprzez forсовany przez USA system kontyngentów.

Warto wspomnieć, że do końca lat 80. Stany Zjednoczone miały szczególny interes w partycypowaniu w „kawowych” porozumieniach. W czasach zimnej wojny USA liczyły bowiem na to, że wspieranie biednych gospodarek krajów Ameryki Łacińskiej zapobiegnie rozprzestrzenianiu się władzy komunistów w tym rejonie świata.

Ciekawostki

- Przedmiotem międzynarodowego handlu jest kawa w postaci zielonej (tzw. green coffee), czyli ziarna jeszcze przed prażeniem. Nazwa „zielona kawa” może być czasem myląca - wprawdzie surowe ziarna arabiki są zielonkawe, jednak surowe ziarna robusty mają najczęściej brązowy kolor.
- Jakość kawy ocenia się w procesie znanym jako cupping lub cup tasting. Podczas tego procesu specjalista, tzw. cupper lub Master Taster, ocenia jakość kawy na podstawie jej smaku, aromatu oraz konsystencji.
- Powszechną miarą ilości kawy jest 60-kilogramowy worek (bag).
- Najdroższym gatunkiem kawy jest kopi luwak. Do jego produkcji używa się nadtrawionych i lekko sfermentowanych ziaren, wydobywanych z odchodów cywety - niewielkiego zwierzęcia, żyjącego w Południowo-Wschodniej Azji i żywiącego się owocami kawowca.
- Według szacunków ICO, producenci kawy otrzymują przeciętnie mniej niż 2% ceny detalicznej końcowego produktu.

Niekończący się kryzys

W latach 1963-1989 International Coffee Agreements rzeczywiście przyczyniły się do wzmocnienia gospodarek biednych państw Afryki i Ameryki Łacińskiej. Jednak w 1989 roku Stany Zjednoczone postanowiły wycofać się z dotychczasowych porozumień, co wywołało spore zaniepokojenie wśród eksporterów i importerów kawy. W tej sytuacji ICO postanowiła przedłużyć postanowienia porozumienia z 1983 roku, zawieszając jednak system kontyngentów. Jednak mimo starań ICO, nie udało się w krótkim czasie podpisać nowej ugody, a cena kawy gwałtownie spadła.

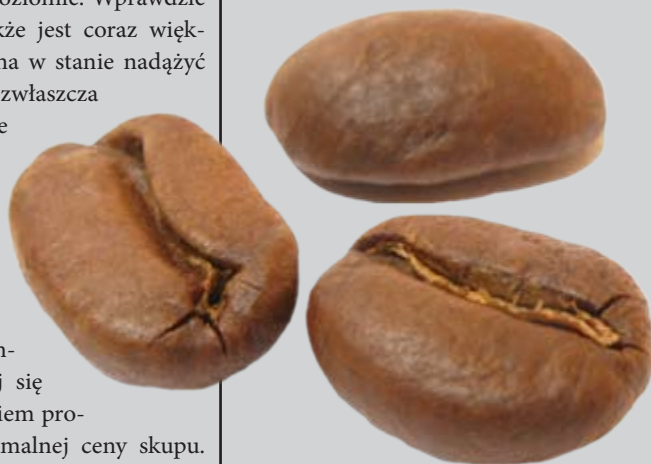
Lata 90. XX wieku przyniosły dwie gwałtowne wyższe cen kawy wywołane mrozem i obawami o zbiory w Brazylii - jednak pod koniec dekady ceny wróciły do niskiego poziomu, który uniemożliwiał wielu producentom kawy pokrycie kosztów produkcji. Od tej pory głośno mówi się o kryzysie na rynku kawy, z którym nie poradzono sobie do dzisiaj. Przyczyną trudnej dla producentów sytuacji jest przede wszystkim duża nadwyżka podaży nad popytem, której wynikiem jest trwałe utrzymywanie się cen kawy na niskim poziomie. Wprawdzie konsumpcja kawy także jest coraz większa, jednak nie jest ona w stanie nadążyć za wzrostem zbiorów, zwłaszcza w Wietnamie oraz we wprowadzającej mechanizację upraw Brazylii.

Początek XXI wieku wiązał się z rozpowszechnianiem idei fair trade na rynku kawy, objawiającej się głównie gwarantowaniem producentom kawy minimalnej ceny skupu.

Mimo że kawa pochodząca z certyfikowanych upraw coraz lepiej sprzedaje się na świecie, również jej producentów dotyka problem nadpodaży. W rezultacie certyfikowani producenci kawy otrzymują gwarantowaną kwotę często tylko za niewielką część sprzedanych zbiorów.

Gdy kawa jest problemem

Pod względem wielkości handlu, kawa jest drugim najważniejszym surowcem na świecie, po ropie naftowej. W krajach rozwiniętych kawa kojarzy się raczej z przyjemnością, jednak dla wielu osób na świecie jest to jedyne źródło utrzymania. Z kryzysem na rynku kawy próbowano sobie poradzić w przeróżny sposób - w wielu krajach wspiera się konsumpcję kawy, próbując w ten sposób zwiększyć na nią popyt. Jednak rynek ten wymaga gruntownej i długotrwałej przemiany, dlatego ci mniej cierpliwi radzą sobie sami - tak jak niektórzy kolumbijscy producenci kawy, którzy przerzucili się na uprawę koki. ■



OBLIGACJE ZYSKUJĄ NA WARTOŚCI

Obecna sytuacja na rynku akcji, polegająca na utrzymującym się trendzie spadkowym oraz charakteryzująca się bardzo dużą zmiennością notowań, nie sprzyja inwestowaniu w te instrumenty. Dlatego ciekawą alternatywą jawi się rynek obligacji notowanych na GPW.

TOMASZ MANOWIEC

ANALITYK RYNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

BIURO MAKLESKIE BGŻ S.A.

Ze względu na ogólne oczekiwania kontynuacji rozpoczętego w listopadzie cyklu obniżki stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej, w najbliższym czasie warto zwrócić uwagę na obligacje o stałym oprocentowaniu (obligacje oznaczone skrótami DS, PS, SP i WS) oraz obligacje zerokuponowe (oznaczenie OK). Zmiana stóp procentowych nie ma wpływu na wysokość kuponów wypłacanych z tytułu posiadania tych obligacji, a jednocześnie zwiększa ich bieżącą wartość ze względu na niższą stopę dyskontową stosowaną do wyceny obligacji.

Zmiana stopy dyskontowej wywiera różny wpływ na poszczególne instrumenty. Ogólną zasadą jest, że różnica w wycenie będzie tym większa, im bardziej odległy jest termin zapadalności obligacji. Przy obligacjach o bliskim terminie wykupu zmiana stopy dyskontowej nie wywiera istotnego wpływu na ich bieżącą wartość. Najbardziej znaczące wahnięcia cen mają miejsce dla obligacji emitowanych na dziesięć bądź więcej lat, ponieważ wtedy zmianie ulega wartość wielu składników.

Drugim elementem różnicującym wpływ zmiany stopy dyskontowej na wycenę bieżącą obligacji jest jej oprocentowanie. Wraz ze wzrostem oprocentowania obligacji rośnie znaczenie obniżki stopy dyskontowej, ponieważ dyskontowaniu ulegają kupony o większej wartości. Przy niskich kuponach zmiana stopy dyskontowej nie wywiera znaczącego wpływu.

Kolejną istotną zmienną jest częstotliwość wypłaty kuponów. W przypadku obligacji skarbowych kupony wypłacane są co sześć lub co dwanaście miesięcy. Większa częstotliwość wypłaty kuponów wiąże się z większą wrażliwością na zmianę stopy dyskontowej. Uwzględnienie wszystkich powyższych czynników pozwala stwierdzić, które papiery mogą najbardziej zyskać na cięciu stóp procentowych przez RPP.

Tabela 1 zawiera wycenę wybranych obligacji o stałym kuponie i zerokuponowych w zależności od przyjętej stopy dyskontowej. Znajdują się tu papiery dostępne na GPW, które charakteryzują się najbardziej

Tab. 1 Wycena obligacji przy różnych stopach dyskontowych

nazwa obligacji	bieżąca cena*	rentowność bieżąca	wycena obligacji przy różnych stopach dyskontowych				
			5,75%	5,00%	4,50%	4,00%	3,00%
DS1013	99,88	5,23%	97,77	100,86	102,99	105,17	109,73
DS1015	108,10	5,01%	103,83	108,15	111,17	114,29	120,87
DS1017	101,42	5,18%	97,44	102,65	106,27	110,05	118,13
DS1019	101,96	5,37%	98,97	105,05	109,37	113,92	123,77
OK0710	92,22	5,27%	91,57	92,60	93,30	94,01	95,45
PS0511	102,03	4,47%	99,22	100,84	101,95	103,07	105,37
PS0412	101,60	5,27%	100,22	102,43	103,93	105,47	108,65
PS0413	104,54	4,98%	101,64	104,46	106,40	108,39	112,52
PS0414	106,38	5,19%	103,84	107,28	109,65	112,10	117,21
SP0610	102,17	5,50%	101,84	102,85	103,53	104,21	105,61
SP0910	99,80	5,43%	99,29	100,46	101,24	102,04	103,66
SP1210	99,52	4,95%	98,11	99,43	100,33	101,24	103,10
WS0922	106,45	5,23%	101,47	108,80	114,08	119,70	132,08

* cena „brudna” (uwzględnia odsetki) określona na podst. bieżących zleceń sprzedaży

odległymi terminami zapadalności. Zgodnie z przedstawionymi powyżej założeniami, największa zmiana wyceny ma miejsce właśnie dla tych instrumentów. Przedstawiona tu cena bieżąca to tzw. „cena brud-

na”, czyli cena zakupu obligacji powiększona o odsetki narosłe od ostatniego dnia odsetkowego. Jest to suma, którą musimy wypłacić, by nabyć daną obligację. Na rynku wtórnym obowiązuje bowiem zasada,

Tab. 2 Wzrost wartości obligacji w stosunku do ceny bieżącej dla różnego poziomu stopy dyskontowej

nazwa obligacji	bieżąca cena*	oprocentowanie	zmiana wyceny w wyniku spadku rentowności**				całkowity zysk***
			5,00%	4,50%	4,00%	3,00%	
DS1013	99,88	5,00%	0,98%	3,11%	5,30%	9,86%	10,30%
DS1015	108,10	6,25%	0,05%	2,84%	5,73%	11,82%	11,98%
DS1017	101,42	5,25%	1,21%	4,78%	8,51%	16,47%	13,76%
DS1019	101,96	5,50%	3,02%	7,26%	11,73%	21,39%	17,23%
OK0710	92,22	-	0,41%	1,17%	1,94%	3,50%	6,70%
PS0511	102,03	4,25%	-1,16%	-0,08%	1,02%	3,28%	5,27%
PS0412	101,60	4,75%	0,81%	2,30%	3,81%	6,94%	8,56%
PS0413	104,54	5,25%	-0,07%	1,78%	3,69%	7,64%	8,94%
PS0414	106,38	5,75%	0,85%	3,08%	5,38%	10,18%	11,13%
SP0610	102,17	5,00%	0,67%	1,33%	2,00%	3,37%	7,00%
SP0910	99,80	4,40%	0,66%	1,44%	2,24%	3,87%	6,64%
SP1210	99,52	4,50%	-0,09%	0,81%	1,72%	3,59%	6,22%
WS0922	106,45	5,75%	2,21%	7,17%	12,45%	24,08%	18,20%

* cena „brudna” (uwzględnia odsetki) określona na podst. bieżących zleceń sprzedaży

** stosunek wyceny po obniżce do bieżącej ceny

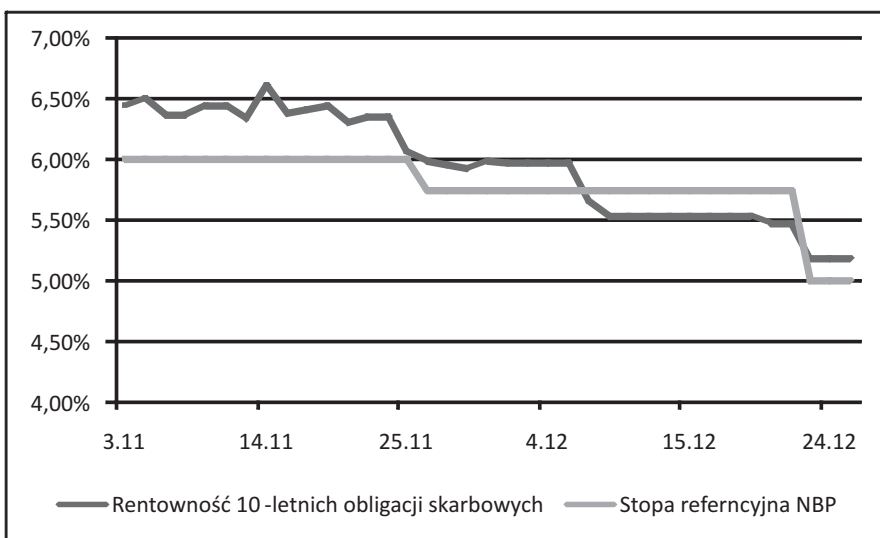
*** wzrost wartości obligacji przy stopie 4% powiększony o roczny kupon

zgodnie z którą kupujący obligację wypłaca sprzedawcy równowartość należnych mu odsetek. Bieżąca rentowność wyliczona jest dla aktualnych cen zakupu, dlatego zachodzą między nimi rozbieżności.

Tabela 2 obrazuje procentową zmianę wartości obligacji w stosunku do ceny bieżącej przy założeniu obniżenia stopy dyskontowej. Spadek stopy dyskontowej o 25 pkt. bazowych zwiększa wycenę niektórych obligacji nawet o 2-3%. Zgodnie z prognozami stopa procentowa w perspektywie kilku lub kilkunastu miesięcy może obniżyć się do 4%, co pozwalałoby już na zyski na poziomie kilkunastu procent. Należy również pamiętać, że dodatkowo otrzymujemy odsetki należne posiadaczom danego papieru – albo w formie wypłaty kuponu, albo w formie uzupełnienia ceny sprzedaży o narosłe odsetki od ostatniego dnia odsetkowego. Zatem całkowity zysk z inwestycji równy jest odsetkom powiększonym o procentową zmianę wyceny papieru. Wartość ta dla poszczególnych obligacji znajduje się w ostatniej kolumnie tab. 2 (dla wariantu 4%).

Inwestycja wydaje się być bardzo korzystna, nie jest jednak pozbawiona ryzyka. Nie można bowiem wykluczyć sytuacji, w której Rada nie zdecyduje się na tak daleko idące złagodzenie polityki pieniężnej, jeśli presja inflacyjna zdecyduje się nie obniżyć, a gospodarka nie pokaże wyraźnych oznak spowolnienia. Nie ma również pewności, że cięcie stóp przełoży się na zmianę rentowności obligacji, choć do tej pory taka prawidłowość miała miejsce. Potwierdzeniem tego jest zamieszczony obok wykres ukazujący rentowność dziesięcioletnich

Rentowność 10-letnich obligacji skarbowych vs. stopa referencyjna NBP



obligacji względem stopy referencyjnej NBP. Wyraźnie widać, że rynek dostosowuje się do zmian, nawet zanim faktycznie one zajdą.

Ważniejszym w tym przypadku aspektem jest jednak płynność na rynku obligacji. Spread (różnica między kursem kupna a kursem sprzedaży) dla mniej płynnych serii obligacji, jakimi są papiery długoterminowe, może sięgać nawet kilku procent, co przy konieczności szybkiego pozbycia się papieru, bardzo ogranicza zyski inwestycji. Często zdarza się także sytuacja, kiedy brak jakichkolwiek zleceń po stronie kupna lub sprzedaży.

Zagrożeniem może być również zwiększona podaż obligacji na potrzeby finansowania długu publicznego i deficytu Skarbu Państwa, co w sytuacji nadchodzącego

spowolnienia jest bardzo prawdopodobne. Uplasowanie kolejnej emisji papierów dłużnych zmusza emitenta do zapewnienia korzystnego oprocentowania, które będzie hamować spadek rentowności już notowanych serii.

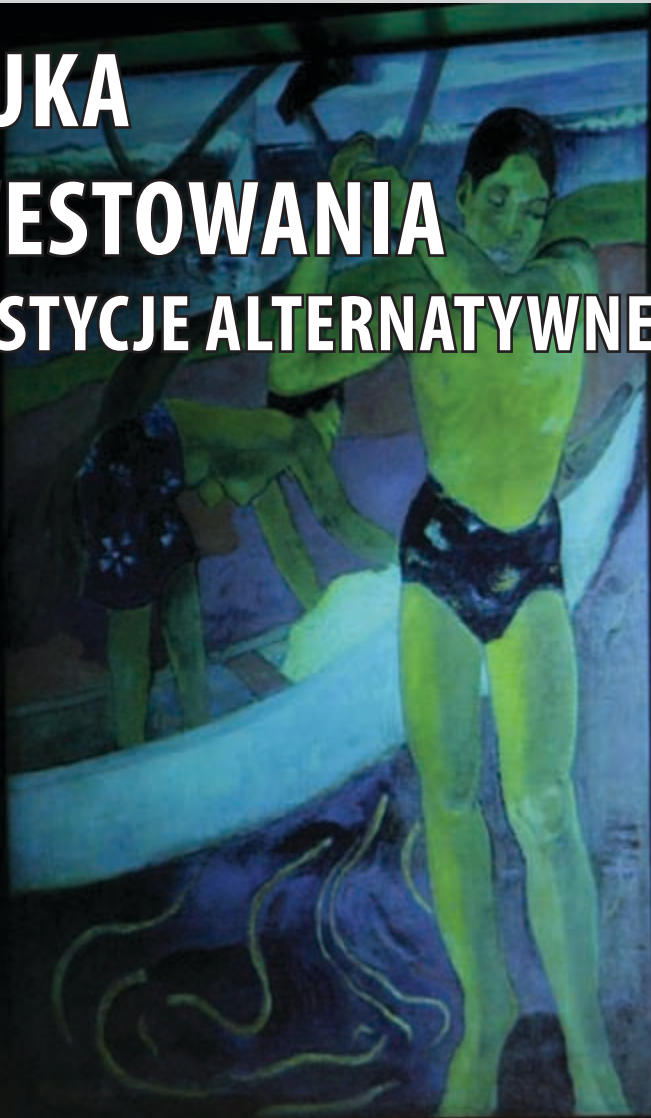
Oprocentowanie obligacji znacząco odbiega obecnie od odsetek płaconych przez banki na lokatach terminowych, gdzie można otrzymać nawet 10% w skali roku. Dlatego gra pod obniżkę stóp procentowych może być traktowana jako możliwość poprawy rentowności inwestycji w obligacje. Dodatkowym atutem obligacji jest fakt, iż wcześniejsze wyjście z inwestycji nie pociąga za sobą utraty wypracowanych odsetek, jak to jest w przypadku lokat terminowych. O ile uda nam się taką obligację korzystnie sprzedać. ■



MIESIĘCZNIK TREND DOSTĘPNY ONLINE

WWW.GAZETA.TREND.PL

SZTUKA INWESTOWANIA INWESTYCJE ALTERNATYWNE



CHRISTIE'S



PAP/EPA/JUSTIN LANE

Inwestycje alternatywne stanowią nową klasę aktywów, które dzięki niskiej korelacji z tradycyjnymi produktami inwestycyjnymi skutecznie dywersyfikują portfel, pozwalając zwiększyć rentowność wyników i jednocześnie istotnie ograniczyć ryzyko inwestycyjne poprzez zmniejszenie zmienności wahań portfela. Do tej klasy aktywów zaliczamy między innymi cieszące coraz większym zainteresowaniem wśród inwestorów dzieła sztuki.

DOMINIK KRYZIA
DOMINIK.KRYZIA@GAZETATREND.PL

Polski rynek sztuki powstał w 1989 roku. Wtedy to pojawiły się pierwsze antykwariaty i domy aukcyjne, które były zdominowane przez sztukę dawną, dopiero po roku 2000

proporcje zaczęły się wyrównywać na korzyść sztuki współczesnej, pod pojęciem której rozumie się dzieła powstałe po II wojnie światowej. Spośród wielu gałęzi sztuki największą popularnością cieszy się malarstwo. Jak podaje firma Wealth Solutions, w I połowie 2008 roku wartość sprzedaży malarstwa

w Polsce wyniosła 32,6 mln zł, co stanowiło 94% całego obrotu na rynku aukcyjnym.

Obrót ma miejsce głównie w renomowanych domach aukcyjnych, chociaż pewna ilość dzieł sztuki sprzedawana jest także na aukcjach internetowych organizowanych przez różne portale. Najwięcej aukcji odbywa się w Warszawie, gdzie istnieje i działa siedem domów aukcyjnych, w których sprzedawane jest niemal 95% obiektów. Licytacje dzieł sztuki odbywają się także w domach aukcyjnych w Krakowie, Katowicach i Łodzi.

Specyficzny segment rynku

Jak na każdym rynku, tak samo i na rynku sztuki panują określone trendy. W przeciwieństwie do tradycyjnych rynków bardzo trudno jest określić, kiedy dany styl w sztuce stanie się popularny i co jest tego przyczyną. Jednak głównym problemem w art inwestingu jest jego słaba przejrzystość, przez co spadki i wzrosty są trudne do przewidzenia. Dlatego często zrozumiały jest tylko dla wąskiej grupy znawców i ekspertów. Ponadto dzieła sztuki należą do aktywów o ograniczonej płynności transakcyjnej i znacznej zmienności, szczególnie widocznej w przypadku prac współczesnych, młodych i mało znanych artystów, co sprawia, że ryzyko inwestycyjne jest wyższe niż w przypadku obligacji czy akcji; a porównywanie ich z tradycyjnymi inwestycjami jest trudne. Wynika to również z tego, że rynek sztuki w kategoriach informacji jest dużo mniej przejrzysty. Dużym minusem jest także brak stałego dochodu z posiadania cennego dzieła.

Charakterystyczne dla art inwestingu są wysokie koszty manipulacyjne sięgające na ogół ok. 10% wartości transakcji. Często prowizja jest pobierana od kupującego i od sprzedającego. Składają się na nią weryfikacja autentyczności pracy, wycena jej wartości, transport, przechowywanie, ubezpieczenie i konserwacja. Ponadto domy aukcyjne i galerie muszą pokryć koszty przygotowanych katalogów, wernisaży i targów. Dodatkowo dochodzą koszty ubezpieczenia i konserwacji już zakupionych dzieł. W przypadku przechowywania ich w domu koszty ubezpieczenia są znacznie wyższe niż gdyby zostały zdeponowane w muzeum. W tym drugim przypadku koszty te zazwyczaj bierze na siebie muzeum, co pozwala na pewnym stopniu na ograniczenie opłat, jednak nie rekompensuje to w pełni utraconej przyjemności częstego obcowania z dziełami sztuki.

Główną zaletą dzieł sztuki jest to, że w

niewielkim stopniu zależą od czynników rynkowych. Spowodowane jest to tym, że ich nabywcy kierują się innymi, oryginalnymi wartościami. Teoretycznie generują wyższe zyski dla inwestorów, równocześnie przynosząc korzyści pozafinansowe, polegające na uzyskaniu „dywidendy emocjonalnej”, mierzonej satysfakcją z dokonanego zakupu.

Kluczowe determinanty cen

Rynek sztuki podlega grze systematycznego wzrastającego popytu i ograniczonej podaży, jednak na wartość dzieł sztuki wpływ dodatkowo mają czynniki bardziej subiektywne. Jednym z najważniejszych jest pozycja twórcy oraz rozpoznawalność międzynarodowa jego dorobku artystycznego. Bardzo ważna jest również wartość artystyczna i historyczna dzieła, jego autentyczność. Innymi czynnikami, które wpływają na cenę dorobku artystycznego twórcy są ogólny stan dzieła, panująca moda, popularność katalogowa oraz czas i okoliczności powstania danej twórczości. Istotny jest również ogólny stan bogactwa społeczeństwa oraz promocja pewnego stylu życia. Należy też zwrócić uwagę na dostępność substytutów sztuki jako inwestycji oraz w mniejszym stopniu na koszty produkcji i sprzedaży obiektów twórczości artystycznej.

Po rynku sztuki poruszają się kolekcjonerzy i inwestorzy. Ci pierwsi nie szukają zysku, ale mają pasję i kochają sztukę. To dzięki nim rynek sztuki nie jest spekulacyjny, ale systematycznie wzrasta, dając stałe zyski inwestorom. Najszybciej rosnący poziom zamożności Polaków w całej Europie oraz wciąż bardzo słabo rozwinięty ten segment rynku w Polsce daje art inwestingowi duży

potencjał. Zapotrzebowanie na dzieła sztuki w bardzo dużym stopniu zależy od bogactwa społeczeństwa, ponieważ część nadwyżek finansowych jest lokowana właśnie w nie. Wpływ na popyt mają także architekci wnętrz, którzy są naśladowani przez snobistycznych i podążających za modą bogaczy. Dlatego warto obserwować trendy w tej dziedzinie.

Sztuka współczesna

Coraz cenniejsza staje się sztuka współczesna, jednak jej zakup jest obciążony większym ryzykiem. Jednocześnie daje znacznie większe możliwości zysku. To sprawia, że młode malarstwo cieszy się coraz większym zainteresowaniem, a przełomem na polskim rynku była błyskawiczna kariera Wilhelma Sasnala. Nic więc dziwnego, że skupiono uwagę na najmłodszych polskich twórcach, często świeżo upieczonych absolwentach uczelni artystycznych. Jednym z dobrze rokujących artystów jest Michał Frydrych.

Prace młodych i mało znanych artystów to inwestycja niosąca ze sobą spore ryzyko, jednak z drugiej strony niewymagająca dużych nakładów finansowych (przeciętnie za dzieło sztuki współczesnej w I połowie 2008 roku trzeba było zapłacić 9 594 zł), a mogąca przynieść pokaźny zysk. Należy też zwrócić uwagę na rosnące zainteresowanie fotografią, gdzie średnia cena wyniosła 1 535 zł oraz grafiką, którą wyceniano na poziomie 1 392 zł. Są to obiekty łatwe do oszacowania, a ich ceny wahają się zdecydowanie mniej niż ceny obrazów czy rzeźb.

Mei Moses Fine Art Index vs. S&P 500

Specjaliści twierdzą, że w ciągu ostatnich 30 lat najbardziej dochodową alokacją kapitału były inwestycje w malarstwo i rzeźby, gdzie rentowność mogła oscylować koło 10-15% rocznie. Potwierdza to specjalistyczny wskaźnik - Mei Moses Fine Art Index - odzwierciedlający koniunkturę na rynku sztuki. Wynika z niego, że w ostatniej dekadzie wycena dzieł sztuki wzrosła o 12,6% rocznie w porównaniu do 10% wzrostów indeksu cen akcji S&P 500. Najbardziej zyskiwały na wartości dzieła artystów już nieżyjących. Można je traktować jako stabilną inwestycję, wprowadzając o relatywnie niewielkiej płynności, ale też niskim stopniu ryzyka inwestycyjnego. Szacunkowe zyski z inwestycji po uwzględnieniu wszystkich kosztów są znacznie niższe i wynoszą ok. 1,6% w skali roku w okresie pierwszych pięciu lat, dlatego na atrakcyjną stopę zwrotu niejednokrotnie trzeba poczekać kilkanaście lat.

Inwestowanie w praktyce

Samodzielne inwestowanie jest najtrudniejszą formą inwestowania w sztukę, ponieważ wymaga dużej wiedzy i dobrej znajomości tematu. Pomaga w tym odwiedzanie galerii, branie udziału w wernisażach i aukcjach oraz śledzenie trendów. W przypadku braku czasu można skorzystać z usług art bankingu oferowanych przez wiodące banki, polegających na kompleksowym doradztwie. Jest to jednak segment dla zamożnych klientów. Innym sposobem inwestowania w sztukę jest inwestowanie poprzez zakup udziałów, np. akcji firm wyspecjalizowanych w tej formie inwestycji. Usługi tego typu oferuje spółka Stilnovisti. Do art inwestingu, zdominowanego przez inwestorów indywidualnych, przekonuje się coraz więcej inwestorów instytucjonalnych. Pierwszy fundusz inwestujący w sztukę narodził się w Europie w roku 1904. W trakcie 10 lat funkcjonowania funduszu udziałowcy pomnożyli wartość swoich inwestycji czterokrotnie.

Ekspert twierdzi, że kluczem do sukcesu przy inwestycji w sztukę jest odnalezienie mniej znanego, wschodzącego artysty i zainwestowanie w takie jego prace, które będą dawać radość z ich posiadania. Niezwykle istotne jest korzystanie z efektu synergii, który wynika z systematycznego tworzenia przemyślanej kolekcji, a wtedy całość będzie warta więcej niż każdy obiekt z osobna. Warto również pamiętać o aktywnym zarządzaniu posiadanymi pracami, w tym celu można podjąć współpracę z galerią. ■

REKORDY AUKCYJNE NA ŚWIECIE	
140 mln USD	No. 5, 1948 - Jackson Pollock
104 mln USD	za taką cenę w maju 2004 roku na aukcji Sotheby's w Nowym Jorku sprzedano obraz Picasso - Chłopiec z fajką.
135 mln USD	za tyle sprzedano Portret Adeli Broch-Bauer autorstwa Gustav'a Klimt'a. Nabywca, magnat branży kosmetycznej - Ronald S. Lauder, stwierdził po dokonaniu zakupu, że takiej transakcji dokonuje się raz w życiu.
82,5 mln USD	cena Portretu doktora Gacheta - Van Gogh'a 16 lat temu. Dziś obraz jest wart ośmiokrotnie mniej.
49,5 mln GBP	rynkowa wartość Rzezi niewiniątek - Rubens'a.
12,6 mln GBP	cena, za którą sprzedano Widok Krumau - Egon'a Schiele na aukcji w domu aukcyjnym Sotheby's.
2 mln dolarów	taką cenę uzyskał obraz La Ballata di Trotsky autorstwa włoskiego malarza Cattelan'a. Trzy lata wcześniej zakupiono go w Londynie za 876 839 dolarów.
REKORDY AUKCYJNE W POLSCE	
2 mln 130 tys. PLN	Rozbitek - Henryk Siemiradzki.
1 mln 600 tys. PLN	Polonia - Jacek Malczewski.
1 mln 400 tys. PLN	Mandolinista - Eugeniusz Żak.

ŹRÓDŁO: BANKIER.PL



LOKATY WALUTOWE

- ŁATWY ZYSK CZY ZBYT DUŻE RYZYKO?

Rosnące stopy procentowe oraz spadki na rynkach akcji spowodowały renesans lokat terminowych. Do niedawna banki prześcigały się w wysokości oferowanego oprocentowania. Stawki sięgały nawet 9-10% (Polbank, BPH, Alior Bank). Rzeczywistość nie jest już jednak taka kolorowa. Bardzo często okazuje się, że owe 9% czy więcej jest dostępne pod pewnymi warunkami, np. obowiązuje w ściśle określonym terminie, pod warunkiem zdeponowania na lokacie sporej kwoty (min. 20 tys. zł) lub dostępne jest po spełnieniu innych wymogów stawianych przez banki (posiadanie konta w danym banku). Jednym słowem banki, oprócz konkurencji oprocentowaniem, tworzą coraz bardziej wymyślne „haczyki” na klienta.

TOMASZ BAR
TOMASZ.BAR@FINANSEOSOBISTE.PL

Coraz atrakcyjniejsza oferta lokat terminowych objęła również lokaty walutowe. I choć dotyczy to nielicznych banków: Getin Bank, BZ WBK, Deutsche Bank (w większości oprocentowanie jest znikome), to warto się przyjrzeć ofercie. Należy jednak liczyć się z tym, że w odróżnieniu od lokat złotych, gdzie określony zysk jest gwarantowany, w lokatach walutowych kwestia zysku jest problematyczna. Bez względu na wysokość oferowanego oprocentowania musimy pamiętać o kosztach pośrednich takiej lokaty.

Oprocentowanie to nie wszystko

Część naszego ewentualnego zysku pomniejszą różnice kursowe oraz podatek „Belki”.

Pamiętajmy, że zakładając lokatę walutową kupujemy od banku walutę. Bank przelicza środki według kursu sprzedaży, a więc mniej korzystnego dla klienta, a po zakończeniu lokaty przewalutowanie następuje według kursu kupna. Identycznie jak podczas kupna i sprzedaży walut w kantorze. Na takiej operacji tracimy sporą część zysku.

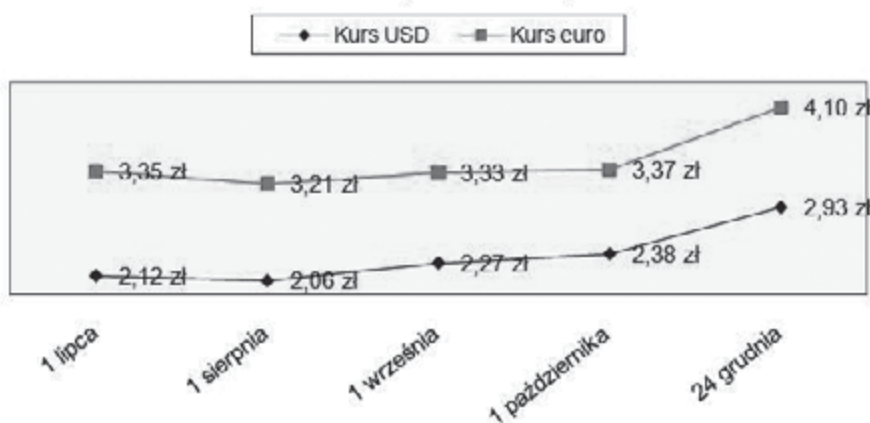
Nie kierujmy się danymi historycznymi.

To jedna z podstawowych zasad inwestowania. Wystarczy przypomnieć, w jaki sposób rekordowe zyski z lat poprzednich wykorzystywały fundusze inwestycyjne. Ci, którzy dali się zwieść reklamom i zainwestowali w połowie ubiegłego roku, ponieśli straty rzędu 40-60% w zależności od rodzaju funduszu.

Podobna sytuacja może mieć miejsce obecnie. Wystarczy zerknąć na poniższy wykres, aby zrozumieć, jakie ryzyko wiąże się z zakładaniem lokaty walutowej.

Wzrost średniego kursu dolara i euro w okresie 1 lipca –24 grudnia (dane NBP).Ta-

Średnie kursy NBP - USD, EUR



Jak pokazuje wykres, kurs dolara wzrósł w badanym okresie aż o 39% (z 2,12 zł do 2,93 zł) a euro o 22% (z 3,35 zł do 4,10 zł).

kie dane idealnie służą reklamie lokat dolarowych.

„Nasi klienci zarobili 40% w 6 miesięcy*” - to tylko przykładowe hasło reklamowe, jakie można by wykorzystać w kampanii promującej lokaty walutowe.

Problem w tym, że mało prawdopodobny jest tak duży wzrost kursów walut w najbliższym czasie. Tu właśnie tkwi ryzyko. Lokując dziś nasze oszczędności na lokacie dolarowej oprocentowanej na 6% (tyle oferował do niedawna np. Deutsche Bank) możemy się srodcie zawieść. Wystarczy bowiem, że podczas trwania lokaty dolar osłabi się wobec złotówki o kilka procent, a zamiast zysku będziemy mieli stratę. Identyfikacja sytuacja wygląda w przypadku lokat w euro oprocentowanych na 6%.

Komu można zatem polecić lokaty walutowe?

Z pewnością osobom, które mają oszczędności w walucie. Będą to np. osoby zarabiające w walutach lub otrzymujące pieniądze od rodzin pracujących na emigracji. Jak wynika z danych NBP, w pierwszym półroczu 2008 r. emigranci przesłali do Polski 2,6 mld euro (9,5 mld zł). Są to bardzo duże kwoty i z pewnością część z nich leży na kontach bankowych. Osoby posiadające oszczędności w walutach, a z drugiej strony spłacające kredyty walutowe, mogą częściowo zabezpieczyć się przed ryzykiem kursowym. Jeśli kurs waluty idzie w górę, rosną ich raty, ale rośnie również wartość ich oszczędności. Warto wspomnieć o jeszcze jednej korzyści wynikającej z posiadania walut. Zakładając lokatę w walucie unikamy zakupu waluty od banku. Mamy więc niższe koszty transakcyjne całej operacji.

Nim podejmiemy decyzję o założeniu lokaty walutowej prześledźmy wszystkie za i przeciw. Zagrożeń bowiem jest sporo.

Lokata terminowa to zamrożenie pieniędzy

Nikt nam nie zagwarantuje, że na przestrzeni 3-4 miesięcy waluta, w jakiej założymy depozyt, dalej będzie się umacniać. Osłabienie wartości USD o 15% w ciągu kwartału jest prawdopodobne tym bardziej, im szybciej amerykańska waluta umacniała się w przeszłości. Praw rynku nie da się oszukać. Duży gracz z pewnością zechce zrealizować zyski. To, że mają co realizować, pokazał już wcześniejszy

wykres. Dlatego jeśli mamy obawy przed lokatą, oszczędności w walutach możemy trzymać na zwykłym koncie walutowym. Jest ono oprocentowane wręcz symbolicznie, ale za to zapewnia nam płynność, tj. możliwość przelewania środków z rachunku złotówkowego na walutowy w każdej chwili. Obserwując zmiany kursów walut można zauważyć, że często wynoszą one 2-3% dziennie. Dzięki takiej minispekulacji walutowej możemy zarobić nie gorzej niż na lokacie.

Moda modą, a chłodna kalkulacja zawsze się przyda

Nie tak dawno panowała moda na inwestycje w złoto, ropę naftową czy produkty strukturyzowane. Prasa, banki i liczne firmy doradztwa finansowego zachęcały do lokowania oszczędności w te produkty. Ich główną zaletą miał być dalszy wzrost cen surowców i odporność na wahania koniunktury (produkty strukturyzowane). Ci, którzy kilka miesięcy temu ulegli namowom i zainwestowali w w/w produkty na dzień dzisiejszy albo ponieśli spore straty (rynek ropy), albo zamrozili pieniądze w „strukturach” i póki co nie mogą liczyć na poprawę koniunktury. Obroniła się tylko inwestycja w złoto.

Jak zmieniały się ceny ropy i złota od wakacji:

Cena baryłki ropy naftowej spadła z poziomu 147 USD w lipcu b.r. do 40 USD w połowie grudnia. Ceny złota spadła z 929 USD za uncję 1 lipca do 836 USD za uncję 24 grudnia. Jedynie dzięki silnemu umocnieniu dolara inwestycja ta nadal jest zyskowna. Spadek ceny kruszcu wyniósł bowiem 10%, podczas gdy USD zyskał wobec PLN aż 39%.

Tylko nieliczni, bardziej doświadczeni inwestorzy zauważają korelację między wzrostem kursu dolara a spadkiem cen złota. To prawidłowość, która sprawdza się od lat. Złoto traktowane jest bowiem jako alternatywa dla słabnącego dolara. Jeśli dolar słabnie, zyskuje złoto, i na odwrót.

Nie ulegajmy zatem ani reklamom, ani namowom doradców zapewniających, że lokata walutowa to „superatrakcyjny” produkt na obecne czasy. Miejmy własny rozum i jeśli już założymy taką lokatę, niech złoży się na nią 20-30% naszych wolnych środków.

„Czasem lepiej nie zarobić niż stracić” – warto to sobie zapamiętać. ■

AUTOR JEST WŁAŚCICIELEM PORTALU
WWW.FINANSEOSOBISTE.PL





CO SŁYCHAĆ NA WALL STREET?

POCZĄTEK 2009 ROKU MOŻE BYĆ DLA WALL STREET POMYŚLNY

PIOTR KUCZYŃSKI
XELION. DORADCY FINANSOWI

W końcu roku na giełdach w USA nadal było bardzo nerwowo. Bardzo męczyła graczy ciągnąca się sprawa pomocy upadającemu przemysłowi producentów aut. Izba Reprezentantów przegłosowała ustawę, która pomogłaby im przetrwać, ale Senat plan odrzucił. Wiadomo jednak było, że to nie koniec. Administracja prezydenta Busha nie zgadzała się na użycie środków z TARP (dawniej plan Paulsona), ale w końcu musiała ulec. GM i Chrysler przeżyją do stycznia – do następnego zebrania się Senatu.

Dlaczego producenci samochodów są tacy istotni? Z dwóch powodów. Po pierwsze i bardziej widoczne – ich upadek załamałby olbrzymią część gospodarki USA (kooperanci, warsztaty, kredyty itp.). Mówi się, że pracę straciłoby nawet 3 mln osób. Po drugie, upadek GM, Forda i Chylera uruchomiłby swapy CDS (przeniesienie ryzyka bankructwa dłużnika). To podobno doprowadziłoby do konieczności znalezienia przez instytucje

finansowe gotówki wielokrotnie większej niż ta wynikająca z CDS po upadku Lehman Brothers (365 mld USD). Poza tym na długu koncernów wyhodowano obligacje CDO (tak, te same, które hodowane były na rynku kredytów hipotecznych). Szukanie tysiąca miliardów (może nawet więcej) musiałoby doprowadzić do dramatycznej przeceny na rynku akcji.

W grudniu pojawił się też całkiem nowy problem. Była nim szokująca informacja o aresztowaniu przez FBI Bernarda Madoffa, byłego przewodniczącego rady nadzorczej NASDAQ oraz założyciela Bernard Madoff Investment Securities. Jest on podejrzany o stworzenie piramidy finansowej i zdefraudowanie 50 miliardów dolarów. Taka afera bardzo podważa (o ile można je jeszcze bardziej podważyć) zaufanie do sektora finansów. Nie wiemy, ile utraconych zysków będzie ona kosztowała sektor finansów. Jeśli tak znanemu człowiekowi nie można zaufać (podkreślić trzeba, że to nie była upadłość, a po prostu piramida finansowa), to komu można ufać? Ilu potencjalnych inwestorów

zrezygnowało z inwestycji i ilu się z nich przez tę sprawę wycofało? Nikt nie zna odpowiedzi na te pytania.

Wydaje się, że w końcu roku giełdy zaczęły znajdować twarde dno. Zmasowane akcje rządów i banków centralnych muszą w końcu utworzyć masę krytyczną, której przekroczenie zmieni nastroje. Szczególnie spektakularne były działania amerykańskiego FOMC. W grudniu stopy znowu spadły i to do niewyobrażalnego poziomu. Fed nie mówi już o konkretnej wartości, a o przedziale 0 – 0,25 pkt. To niżej niż w Japonii (0,3 proc.) i najniżej w historii. W komunikacie po posiedzeniu wyraźnie zapowiedziano, że następnym krokiem będzie kupno długu (obligacji), czyli zalanie rynku realnymi pieniędzmi. Kiedyś za to zapłacimy olbrzymią inflacją. To „kiedyś” to jednak nie będzie jeszcze rok 2009. Ten kierunek działania Fed zapewni w niedalekiej przyszłości długoterminowy upadek dolara i gwałtowny wzrost cen złota. Osłabienie amerykańskiej waluty już w 2009 roku powinno cenę złota podnosić.

Najważniejsze jest jednak czekanie na to, co zrobi nowy prezydent USA. Trzeba wyraźnie powiedzieć, że Barack Obama, prezydent – elekt, traktowany jest jak wybawiciel rynków finansowych. Obama zapowiada, że jego program inwestycji w infrastrukturę będzie największy od lat 50. tych (nawet 1000 mld dolarów). Ma on między innymi zwiększyć zatrudnienie o 2,5 miliona osób. Ten program połączony w jedną całość z działaniami Rezerwy Federalnej ma odbudować gospodarkę USA. Właśnie te działania, a raczej ich skutki, są najważniejsze dla koniunktury na rynkach finansowych w 2009 roku. Dopiero późną wiosną 2009 roku zobaczymy, czy plan Obamy działa, czy gospodarka amerykańska, tak jak zakłada obecnie Rezerwa Federalna, wychodzi już z recesji.

Od skutków programów pomocy gospodarce i reformowania sektora finansowego zależy to, co będzie się działo na rynkach. Jeśli uda się zatrzymać recesję, to okaże się, że dno bessy zostało osiągnięte w listopadzie 2008 roku. Indeksy będą wtedy przez cały 2009 rok rosły. Jeśli jednak wiosną okaże się, że podjęte działania nie wystarczą, to na wykresie indeksu S&P 500 zmaterializuje się kilkunastoletnia formacja głowy z ramionami, a sam indeks w ciągu roku spadnie do poziomu 400 pkt., czyli o kolejne 50 procent. Problem w tym, że prawdopodobieństwo obu scenariuszy jest równe. ■

OPCJE CIĄŻYŁY NAD ZŁOTYM

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

Grudzień upłynął pod znakiem słabszego złotego. Kilkuletnie, niechlubne rekordy pobiły euro (4,2060 zł), oraz szwajcarski frank (2,8054 zł). Względnie stabilnie zachowywał się amerykański dolar, oscylując wokół poziomu 2,90 zł, co było wynikiem zestawienia ze sobą dwóch czynników: wspomnianej wcześniej słabości złotego, ale i też potężnych strat dolara na rynkach światowych w relacji do euro (notowania EUR/USD powróciły powyżej poziomu 1,40). Złoty umocnił się tylko do taniejącego względem głównych walut, brytyjskiego funta (4,22 zł), co nieszczerólnie ucieszyło emigrantów wracających do Polski na święta. Zresztą miniony grudzień był dość specyficznym okresem. Nie zaobserwowaliśmy tradycyjnego umocnienia się złotego w końcówce roku, które zwłaszcza przysłużyłoby się budżetowi – kursy z Sylwestra są księgowym odniesieniem do wyceny naszych zobowiązań. To w dużej mierze „wina” opcji walutowych, a

konkretnie niewłaściwych strategii, które zastosowały polskie przedsiębiorstwa w połowie 2008 r. Systematycznie zyskujący złoty sprawił, iż część z nich poza tradycyjnym zabezpieczeniem swoich wpływów eksportowych, postanowiła na tym zarobić. Zawiodł jednak system kontroli ryzyka, gdyż każde wystawienie opcji walutowych sprawia, że jest ono nieograniczone. I tak strategia asymetrycznego korytarza zero-kosztowego polegająca na zakupie opcji put i wystawieniu opcji call o nominale kilkukrotnie wyższym od opcji put, dość brutalnie się zemściła na jesieni, kiedy nasza waluta z dnia na dzień zaczęła gwałtownie słabnąć. Według szacunków Komisji Nadzoru Finansowego straty firm z tego tytułu mogły przekroczyć poziom 5 miliardów złotych. Dodatkowo fakt, iż opcje zwykle wystawia się z terminem zapadalności na koniec kwartału, bądź roku, został dość cynicznie wykorzystany przez część spekulantów. Świadomość, iż firmy będą musiały kupić walutę na rynku, aby domknąć trefne transakcje opcyjnie, sprawiła, że złoty nie raz był sztucznie osłabiany, co zaobserwowaliśmy zwłaszcza w okresie świątecznym, kiedy to kilka większych zleceń sprzedaży złotych podbijały w górę notowania EUR/PLN przed ustaleniem fixingu Narodowego Banku Polskiego o godz. 11:00. Przy niewielkiej płynności rynku w tym okresie, nie było to zbyt trudne.

Na szczęście problem opcji w dużej części zniknie wraz z Sylwestrem. Pozostanie jednak szara rzeczywistość, którą opisują coraz gorsze dane makroekonomiczne napływające z polskiej gospodarki. One już sprawiły, że rząd być może po raz kolejny będzie musiał się „przeprzeć” z rynkiem i zrewidować zbyt optymistyczne prognozy na 2009 r. W sytuacji, kiedy z tygodnia na tydzień napływają coraz gorsze dane z zachodnich gospodarek, zwiastujące najpoważniejszą od ponad 15 lat recesję, założenie mówiące o 3,7 proc. r/r wzroście PKB Polski w 2009 r. musi być zrewidowane. Wydaje się, że w najbardziej optymistycznej wersji w przyszłym roku gospodarka będzie się rozwijać w tempie 3 proc. r/r. Zauważalny będzie spadek tempa inwestycji w firmach, co będzie wynikiem zaostrzenia polityki kredytowej przez banki, które zresztą już ma miejsce od jesieni (moim zdaniem niesłusznie, gdyż odsetek tzw. złych kredytów jest niski). Rosnące obawy przed utratą pracy wpłyną na wyraźne ograniczenie poziomu konsumpcji, co już znalazło swoje przełożenie w listopadowych danych o dynamice sprzedaży detalicznej, która wzrosła jedynie o 2,7 proc. r/r. Bardziej radykalne działania staną się także domeną Rady Polityki Pieniężnej, która w całym 2009 r. może obniżyć stopy o 150 punktów bazowych, tj. do poziomu 3,50 proc. Jak to wszystko wpłynie na złotego w 2009 roku? Myślę, że warto będzie podzielić ten okres na dwie części. W pierwszym półroczu złoty pozostanie słaby, nie będą mu sprzyjać utrzymujące się zawirowania w światowej gospodarce, a także spekulacje odnośnie wejścia do systemu ERM-II. Moim zdaniem dojdzie do rewizji założeń w sprawie przyjęcia euro w 2012 r. W efekcie za euro możemy zapłacić ponad 4,30 zł. Druga połowa 2009 r. będzie już lepsza. Powinniśmy zobaczyć pierwsze sygnały wychodzenia końca kryzysu w USA i Europie Zachodniej, co zacznie być dość szybko dyskontowane przez giełdy. Tym samym 2009 r. będzie dość ciekawym okresem dla długoterminowych graczy polujących na inwestycyjne perełki. Jeżeli natomiast chodzi o prognozy złotego na koniec 2009 r., to za jedno euro możemy płacić 3,70 zł, za dolara poniżej 2,50 zł, a za franka 2,25 zł. ■





DRASTYCZNE CIĘCIA STÓP PODSUMOWANIE POLITYKI PIENIĘŻNEJ W 2008 ROKU

Rok 2008 był na świecie rokiem gwałtownych obniżek stóp procentowych. Ich kumulacja nastąpiła w IV kwartale, gdy po bankructwie Lehman Brothers w połowie września 2008 roku przez rynki finansowe przetoczyła się ogromna fala wymuszonej wyprzedaży, w efekcie czego sytuacja na tych rynkach stała się wręcz dramatyczna.

MARCIN KIEPAS
X-TRADE BROKERS

W dniu 8 października m.in. amerykańska Rezerwa Federalna, Europejski Bank Centralny, Bank Anglii i Bank Kanady zdecydowały o skoordynowanej obniżce stóp procentowych po 50 punktów bazowych, natomiast Narodowy Bank Szwajcarii, który również uczestniczył w tej „akcji”, obniżył koszt pieniądza o 25 punktów.

Ta rozpaczliwa decyzja czołowych banków

centralnych podyktowana była przede wszystkim chęcią opanowania chaosu na rynkach finansowych (paniczna wyprzedaż akcji, silnie rosnący LIBOR, gwałtownie drożejący dolar wobec większości światowych walut). Zmierzano jednak też do wsparcia gospodarek, na kondycji których już wcześniej kryzys kredytowy odbił silne piętno, a jego eskalacja po upadku Lehman Brothers niemal gwarantowała silną recesję.

Październikowa skoordynowana obniżka była dopiero początkiem drastycznych cięć

stóp procentowych. Amerykański Fed sprowadził na koniec roku stopę funduszy federalnych do przedziału 0-0,25 proc. z 2 proc. przed październikową decyzją i wobec 5,25 proc. w wakacje rok wcześniej.

Bank Anglii w ostatnich trzech miesiącach 2008 roku obciął stopy o 300 punktów bazowych, sprowadzając główną stopę do poziomu 2 proc. z 5,25 proc. na początku 2008 roku. Narodowy Bank Szwajcarii obniżył w tym czasie środek przedziału dla 3-mies. LIBOR-u do 0,5 proc. z 2,75 proc. Bank Rezerw Australii zdecydował się na cięcie o 275 punktów do 4,25 proc.

Europejski Bank Centralny, który jeszcze w lipcu 2008 roku zaostrzył politykę monetarną o 25 punktów bazowych w obawie przed wystąpieniem efektów drugiej rundy, w okresie październik-grudzień sprowadził główną stopę z poziomu 4,25 proc. do 2,5 proc.

Rok 2009 będzie rokiem dalszego łagodzenia polityki pieniężnej. W Stanach Zjednoczonych, Szwajcarii i Japonii stopy procentowe pozostaną na obecnych, zbliżonych do zera poziomach (odpowiednio 0-0,25 proc., 0,25 proc. i 0,1 proc.).

Ich spadku oczekuje się natomiast w przypadku pozostałych głównych banków centralnych. Rynek prognozuje, że Europejski Bank Centralny i Bank Anglii obniżą w 2009 roku koszt pieniądza przynajmniej o 25 punktów bazowych, natomiast Bank Rezerw Australii i Bank Rezerw Nowej Zelandii dokonają minimum dwóch cięć w podobnym wymiarze.

Nie można wykluczać jeszcze bardziej drastycznych obniżek, jeżeli sytuacja gospodarcza będzie znacznie gorsza, niż obecnie się oczekuje. W tej chwili można natomiast całkowicie wykluczyć podwyżki. Takie decyzje pod koniec 2009 roku należałoby rozważać tylko przy założeniu, że odbicie w światowej gospodarce przyjmie0 znaną giełdowym graczom formację V, co automatycznie skutkowałoby eksplozją inflacji. Tymczasem to bardzo mało prawdopodobny, wręcz nierealny, scenariusz.

O ile pod koniec 2008 roku główne banki centralne świata zakończyły lub też znacznie zbliżyły się do zakończenia cyklu łagodzenia polityki pieniężnej, to w Polsce ten proces dopiero się rozpoczął.

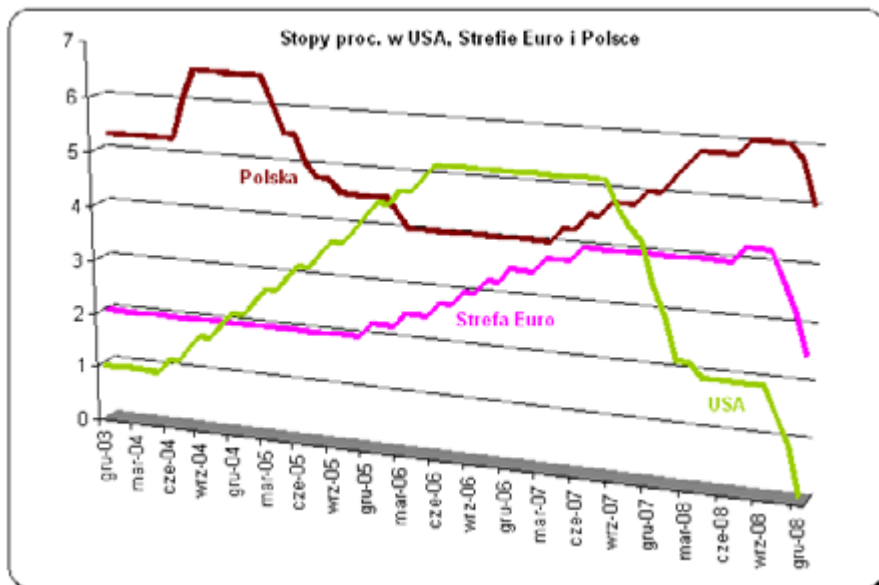
W listopadzie i grudniu Rada Polityki Pieniężnej, w odpowiedzi na coraz słabsze dane makroekonomiczne, które rodziły uzasadnione obawy silnego spowolnienia gospodarczego w 2009 roku, jak również reagując na globalną tendencję obniżania stóp, obcięła koszt pieniądza najpierw o 25 punktów bazowych, a później o 75 punktów, sprowadzając główną stopę do poziomu 5 proc. Był to zwrot o 180 stopni w stosunku do pierwszej połowy roku, gdy Rada, obawiając się inflacji, podwyższyła

stopy do 6 proc. z 5 proc. na koniec 2007 roku

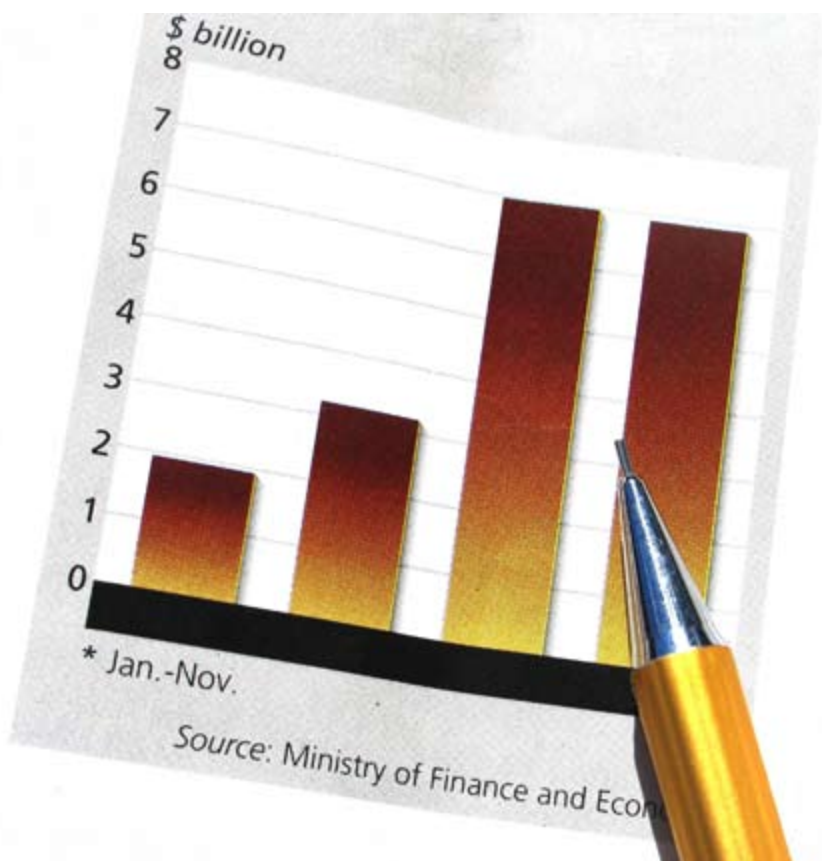
Rok 2009 powinien przynieść dalsze cięcia stóp w Polsce. I to cięcia zdecydowane. Grudniowa obniżka o 75 punktów bazowych (przy rynkowym konsensusie na poziomie 50 punktów), która sprowadziła stopę referencyjną do 5 proc., nie tylko zerwała z charakterystyczną dla Rady zachowawczą postawą, ale przede wszystkim była wyrazem zaniepokojenia jej członków konsekwencjami kryzysu finansowego oraz skalą spowolnienia gospodarczego w Polsce. Tym samym była ona pierwszym sygnałem, że zadeklarowane „gołębienie” w Radzie (Sławomir Skrzypek, Mirosław Pietrewicz, Stanisław Owsiak i Stanisław Nieckarz) zdołali przekonać do wizji dużych i szybkich obniżek członków reprezentujących nieco bardziej umiarkowane stanowisko.

Być może nie musieli oni nawet mocno przekonywać, gdyż w sposób zdecydowany przekonywały dane makroekonomiczne. Odnotowany w listopadzie spadek produkcji przemysłowej w Polsce o 13,1 proc. w relacji miesięcznej i o 8,9 proc. w relacji rocznej, przy odnotowanym w tym samym miesiącu spadku sprzedaży detalicznej o 9 proc. miesiąc do miesiąca i wzroście tylko o 2,7 proc. rok do roku, wyraźnie sugerują, że bez dodatkowego wsparcia wzrost gospodarczy w przyszłym roku mógłby nie przekroczyć 1 proc.

Grudniową decyzją Rada zasygnalizowała, że jest zdeterminowana do wspierania wzrostu gospodarczego poprzez zdecydowane cięcia stóp, tak jak to czynią czołowe banki centralne



Nazwa banku	Wysokość głównej stopy procentowej na koniec 2007	Maksymalny poziom głównej stopy procentowej w 2008	Wysokość głównej stopy procentowej na koniec 2008
Rezerwa Federalna	3,50%	3,50%	0-0,25%
Europejski Bank Centralny	4%	4,25%	2,50%
Bank Anglii	5,50%	5,50%	2%
Bank Japonii	0,50%	0,50%	0,10%
Narodowy Bank Szwajcarii	2,75%	2,75%	0,50%
Bank Kanady	4%	4%	1,50%
Bank Rezerw Nowej Zelandii	8,25%	8,25%	5%
Bank Rezerw Australii	6%	7,25%	4,25%
Narodowy Bank Polski	5%	6%	5%
Bank Centralny Węgier	7,50%	11,50%	10%



świata. Rynek oczekuje na koniec 2009 roku spadku stopy referencyjnej do 3,75 proc., czyli do najniższego poziomu w historii. Przy czym, już w I kwartale 2009 roku prognozowane jest jej obniżenie przynajmniej o 75 punktów do 4,25 proc.

O tym, czy faktycznie Rada Polityki Pieniężnej obniży stopy do 3,75 proc. pod koniec 2009 roku, zdecydują trzy czynniki. Mianowicie skala spowolnienia gospodarczego, kształtowania się kursu złotego oraz termin przystąpienia Polski do systemu ERM II.

Wpływ pierwszego czynnika na decyzje Rady nie ma wymaga wyjaśnienia. W przypadku dwóch pozostałych, kontynuacja przeceny polskiej waluty oraz perspektywa wejścia do ERM II w I połowie 2009 roku zawężą pole do zdecydowanego cięcia stóp procentowych. Natomiast aprecjacja złotego oraz przesunięcie w czasie o kilka miesięcy wejścia Polski do ERM II nie tylko otworzyłoby drogę do spełnienia rynkowych oczekiwań, ale również pozwoliłoby sprowadzić stopę referencyjną do 3,75 proc. znacznie wcześniej, niż to obecnie się prognozuje. ■

WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

STREFA MAKRO

Wskaźniki ekonomiczne odgrywają istotną rolę w gospodarkach i na giełdach. Są źródłem informacji m. in. dla ekonomistów oraz inwestorów. Pierwsi wykorzystują je do tworzenia modeli ekonometrycznych, których celem jest prognozowanie przyszłych zmian gospodarczych, a drudzy do wyboru dobrych momentów inwestycyjnych i osiągnięcia stóp zwrotu wyższych od zysku bez ryzyka gwarantowanego na lokatach.

PAWEŁ CYMCYK
A-Z FINanse
MAKLER/ANALITYK

Miesiąc temu opisaliśmy definicję wskaźnika ekonomicznego oraz problemy, jakie możemy napotkać przy jego analizie. Największy nacisk położyliśmy na problematyczną obiektywność wskaźnika i efekt bazy. Dodatkowo pokazaliśmy dlaczego nie istnieje i nigdy nie będzie istniał najważniejszy wskaźnik, który kompleksowo opisze sytuację gospodarczą kraju lub przedsiębiorstwa. Mimo tych wszystkich wad wskaźniki odgrywają istotną rolę i warto wiedzieć, co konkretnie opisują i jakie wnioski można z nich wyciągać. Rozpocznemy opisywanie poszczególnych grup od najszerszej strefy makroekonomicznej. W jej skład wejść dane o PKB, inflacji, stopie procentowej, sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej.

PKB

Najpopularniejszym i najszerzej komentowanym wskaźnikiem opisującym stan gospodarki danego kraju jest Produkt Krajowy Brutto (PKB). Na ten podstawowy miernik dochodu krajowego i wielkości gospodarki składają się cztery czynniki, co najłatwiej zobrazować wzorem:

$$\text{PKB} = \text{konsumpcja krajowa} + \text{inwestycje} + \text{wydatki rządowe} + (\text{eksport} - \text{import})$$

Wielkości tych czterech składowych i ich wzrost oznacza, że gospodarka ma się dobrze. Zwróćmy uwagę, że w nie jest tu uwzględnione pochodzenie kapitału. Rozróżnienie na finansowanie krajowe i zagraniczne możemy zobaczyć porównując daną wartość do PNB (Produkt Narodowy Brutto). Ostatni czynnik będący różnicą między eksportem i importem określa się bilansem handlowym kraju. Może być on dodatni (kraj więcej eksportuje niż importuje), co przekłada się na powstawanie rezerw (sytuacja Chin) lub ujemny, kiedy popyt wewnętrzny nie może być zaspokojony przez wewnętrzną produkcję i należy sprowadzać dobra do kraju. Taka sytuacja występuje w USA, które miesięcznie notują ok. 60 mi-

liardów dolarów ujemnego bilansu handlowego. Dla porównania bilans handlowy Polski wynosi miesięcznie -1,2 mld euro.

PKB występuje w kilku odmianach. Nominalny wzrost PKB określa się wg bieżącej wartości pieniądza, ale istotniejszy jest „PKB realny”, oznaczający zmianę przy realnej wartości pieniądza, zatem z inflacją. Porównując obecne wartości PKB z przeszłymi, otrzymujemy procentowy wzrost lub spadek. Najczęściej porównuje się wartości PKB rok do roku (r/r) oraz kwartał w poprzednim roku do obecnego kwartału (kw/kw). Dwa następujące po sobie kwartałne spadki PKB definiuje się jako klasyczną recesję gospodarczą.

PKB mimo dość kompleksowego opisu gospodarki ma jednak bardzo ograniczony wpływ na rynki i indeksy. Głównie wynika to z faktu, że w momencie publikacji jest to już mocno historyczna wartość, a dodatkowo jest ona jeszcze dwukrotnie weryfikowana. A weryfikacje potrafią być spore. Przykładem pierwszym z brzegu jest odczyt za trzeci kwartał 2008 w USA. Pierwsza dana mówiła o poziomie -0,3 proc. kw/kw, a po aktualizacji było to już -0,5. Do wad PKB trzeba również zaliczyć brak uwzględnienia liczby ludności, szarej strefy, jakości usług i zróżnicowania dochodów w społeczeń-

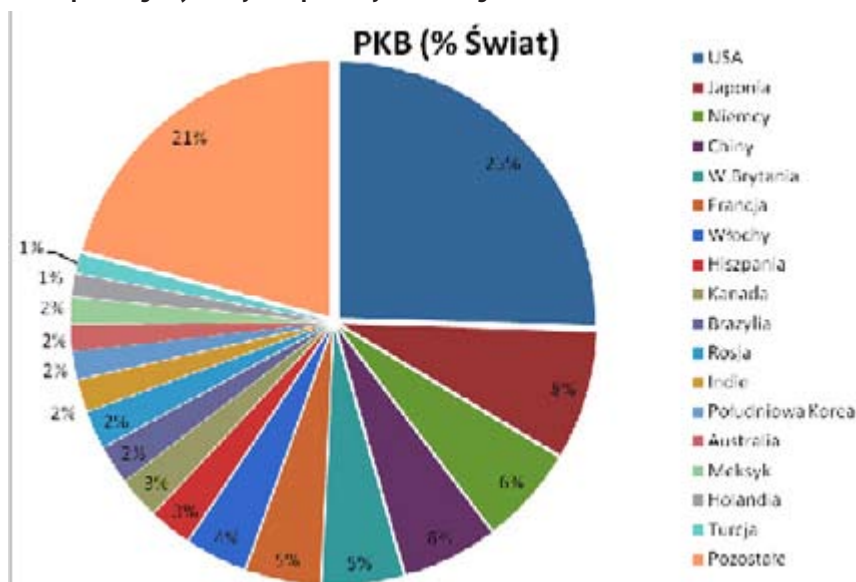
stwie. Wyeliminować można tylko pierwszą wadę - dzięki wielkości PKB per capita (na osobę).

Inflacja

Kolejnym równie ważnym wskaźnikiem opisującym sytuację w całej gospodarce jest wielkość inflacji. Proces inflacji w gospodarce oznacza wzrost cen wywołany szybszym przyrostem ilości pieniądza niż produkcji. Mówiąc prostymi słowami - pieniądz nie znajduje pokrycia w wytworzonych dobrach, a zatem jego wartość spada. Wielkość inflacji to nic innego jak indeks wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych. Określa się go na podstawie koszyka towarów, który jest budowany w oparciu o badania wybranych gospodarstw domowych. I tu już przy budowie wskaźnika można zauważyć istotną wadę. Raz do roku następuje zmiana jego elementów składowych. Zmienia się wagi składników, odejmuje lub dodaje nowe elementy (np. usługi internetowe), co powoduje istotne zmiany porównaniach z poprzednimi odczytami.

Inflacja występuje w dwóch rodzajach - całkowitej i bazowej. Inflację całkowitą określa się jako CPI (ang. Consumer Price Index), czyli indeks cen konsumentów. Z kolei CPI Core to inflacja po wyłączeniu

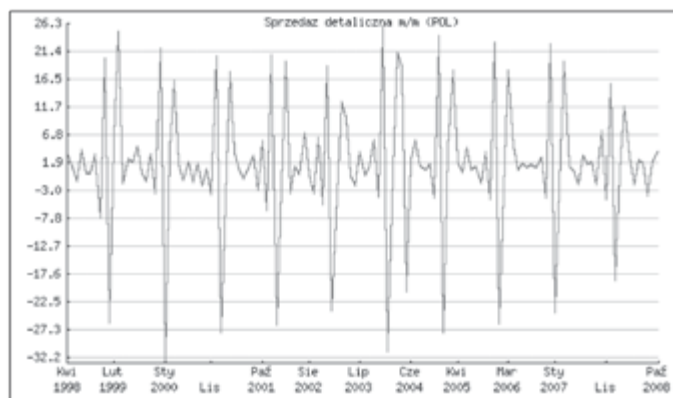
Udział poszczególnych krajów w produkcji światowego PKB:



Sprzedaż detaliczna w Polsce



Sprzedaż detaliczna w Polsce (źródło: bankier.pl)



cen energii i żywności. To rozróżnienie było szczególnie widoczne w pierwszym i drugim kwartale 2008, kiedy ceny ropy i żywności wzrosły o 60 procent, a ceny pozostałych dóbr nie zmieniały się. Innym typem inflacji jest inflacja PPI (ang. Producer Price Index). Nazywa się ją inflacją w cenach producentów, a w jej skład wchodzi surowce, półfabrykaty i produkty gotowe. Występuje również podział na PPI i PPI Core. Odczyt PPI jest o tyle istotny, że następuje około dwa dni przed CPI, a więc pomaga prognozować istotniejsze dane.

Waga tego wskaźnika dla rynków zmienia się bardzo dynamicznie. Jeszcze rok temu banki centralne (poza amerykańskim FED) uważnie obserwowały każdy ruch inflacji i w obawie przed jej wzrostem nie podejmowały liberalnych działań. Dziś sytuacja zmieniła się o 180 stopni. Troska o wzrost gospodarczy całkowicie zmarginalizowała ryzyka inflacyjne. Pamiętajmy jednak, że to wyjątkowa sytuacja i inflacji wróci do pierwszego szeregu danych od razu po uspokojeniu sytuacji na światowych rynkach.

Stopy procentowe

Wielkość opisanej inflacji ma bezpośredni wpływ na stopy procentowe w danym kraju. Stopa procentowa to ustalana przez Bank Centralny cena za wypożyczenie kapitału, czyli popularnie koszt długu. W teorii im niższa jest inflacja, tym niższa może być stopa procentowa. Zbyt szybki rozwój gospodarczy to wzrost inflacji, który niesie ryzyko przegrzania gospodarki, więc należy ją „chłodzić” przez podwyżkę kosztu pieniądza (wzrost stopy procentowej).

Stopy procentowe to istotny wskaźnik gospodarczy ilustrujący jak kształtują się perspektywy dla danego kraju. Wysokość stóp jest ustalana w wyniku głosowania komitetów. W Polsce tę rolę pełni Rada Polityki Pieniężnej, w Europie – ECB, a w USA – FOMC (ang. Federal Open Market Committee). Patrząc pod tym względem, jest to najbardziej nieobiektywny z wymienionych wskaźników, bo pokazuje rzeczywistość taką, jak interpretuje ją zaledwie parę osób.

Stopy procentowe należy analizować wraz z inflacją danego kraju. Nominalna stopa procentowa to wielkość oficjalnego oprocentowania. Dla inwestycji i portfeli ważniejsze jest jednak oprocentowanie realne, a więc różnica pomiędzy stopą nomi-

nalną a stopą inflacji. Jeżeli jest ono ujemne i inflacja przewyższa stopę procentową (USA), to opłacalne jest branie kredytu i inwestowanie, ponieważ z biegiem czasu nasz dług będzie się automatycznie zmniejszał. To powinno pobudzić rozwój i prowadzić do wzrostu gospodarczego. W otoczeniu realnych ujemnych stóp procentowych całkowicie nieopłacalne jest lokowanie pieniędzy na depozyt, ponieważ będą one traciły na wartości.

Obecnie trudno o jednoznaczną interpretację rynkową zmian stóp procentowych. Najważniejsze banki i rządy na całym świecie, martwiąc się o skutki kryzysu finansowego od sześciu miesięcy utrzymują silną presję na ujemne realne oprocentowanie, a mimo to efektów gospodarczych nie widać. W obecnych warunkach ekonomicznych z pewnością można oczekiwać dalszych obniżek stóp procentowych przez kraje, które mają jeszcze taką możliwość (Polska, Anglia, UE).

Sprzedaż detaliczna i produkcja przemysłowa

Kolejne dwa wskaźniki opisują dokładnie część konsumpcyjną i produkcyjną gospodarki. Bieżącą konsumpcję i jej zmiany widać w publikowanych comiesięcznie danych o dynamice sprzedaży detalicznej. Zmiana tej dynamiki to zmiana wartości sprzedaży w porównaniu do poprzedniego okresu. Podobnie jak w przypadku PKB, publikowane porównania dotyczą rok do roku, ale istotniejsze są informacje o zmianie miesiąc do miesiąca (m/m). Dane te szczególnie zyskują na znaczeniu w okresie poświęconym. Święta to czas, w którym część detalistów notuje nawet 30 procent rocznego obrotu, więc najmniejsze zmiany są szeroko komentowane i analizowane pod kontem nastrojów i oczekiwań społecznych oraz przyszłych wydatków i gromadzonych oszczędności. Jak widać zmiany tego para-

Wskaźnik makroekonomiczny	Definicja
PKB = Produkt Krajowy Brutto	(ang. GDP = Gross Domestic Product) opisuje zregulowaną wartość dóbr i usług finalnych wytworzonych na terenie danego kraju w określonej jednostce czasu
Inflacja	proces wzrostu cen w gospodarce wywołany szybszym przyrostem ilości pieniądza niż produkcji
Stopa procentowa	(ang. Interest rate) cena wypożyczenia kapitału, koszt długu ustalany przez Bank Centralny
Sprzedaż detaliczna	(ang. Retail Sales) mierzy wartość sprzedaży detalicznej realizowanej przez przedsiębiorstwa
Produkcja przemysłowa	(ang. Industrial Production) mierzy zmiany w całkowitej produkcji sektora przemysłowego wydobywczego i użyteczności publicznej
Bilans Handlowy	(ang. Trade Balance) mierzy różnicę wartości eksportu i importu w gospodarce

metru rozlewają się na cały system.

W przypadku sprzedaży detalicznej podawana jest wielkość całkowitej sprzedaży opisująca całą konsumpcję oraz węższy wskaźnik, w którym wykluczona jest sprzedaż samochodów. Informacja o „sprzedaży bez samochodów” pokazuje konsumpcję rynkową bez sztucznego zniekształcenia, więc jest ważniejsza. Wskaźnik, jak widać po wykresie, i tak jest niezwykle sezonowy i czuły na zmiany z uwagi na ruchome święta i liczbę dni wolnych od pracy w danym miesiącu. Największa wada to brak uwzględnienia wydatków na usługi, które w rozwiniętych krajach stanowią nawet 70 procent gospodarki. Innym mankamentem jest również brak uwzględnienia inflacji i zmian cen. Gdy promocje sięgają 50 procent to nawet przy dwukrotnym wzroście wielkość sprzedaży jej wartość się nie zmienia.

Podobnie przedstawia się sytuacja z produkcją przemysłową. Mierzy ona zmiany w całkowitej produkcji sektora przemysłowego, wydobywczego i użyteczności publicznej. W połączeniu ze sprzedażą detaliczną daje dokładne prognozy szybkości rozwoju gospodarki. Interpretacja rynkowa jest identyczna jak przy sprzedaży detalicznej. Im więcej tym lepiej, choć dwucyfrowy wzrost utrzymujący się zbyt długo stwarza zagrożenia przegrzania gospodarczego. Wraz produkcją przemysłową publikowane są możliwości produkcyjne oraz wykorzystanie mocy produkcyjnych. Obie informacje znajdują się w drugiej lidzie istotności danych, ale znacznie zyskują na znaczeniu w słabych warunkach gospodarczych. Wtedy, w przeciwieństwie do okresu dynamicznego rozwoju, istotne są „zapasy produkcyjne” jakie zgromadziły firmy, aby lepiej radzić sobie w gorszych czasach i to, ile produkcji da się „wycisnąć” z obecnych maszyn i kard.

Podsumowanie

Zakończyliśmy opis wskaźników gospodarczych opisujących ekonomię w szerokim ujęciu makroekonomicznym. Mimo wad historyczności odczytu, analitycy szeroko komentują aktualne wartości wskaźników i na ich podstawie prognozują przyszłość. Wagę każdego z opisanych wskaźników podkreśla to, że mierzy on fakt, a nie nastrój czy odczucia, które szybko mogą się zmienić. Wszystkie wartości mają twarde odzwierciedlenie w rzeczywistości.

W kolejnym numerze zajmiemy się opisem i interpretacją wskaźników opisujących rozwój gospodarczy. ■

JEŚLI NIE CHCESZ MOJEJ ZGUBY, DOBRA BRANŻĘ ZNAJDŹ MI, LUBY!

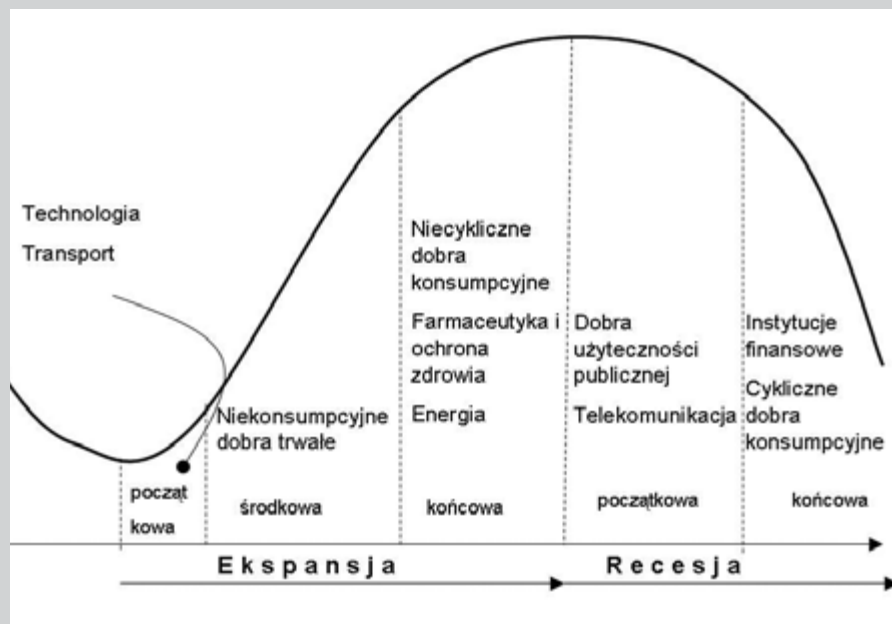
Szanowny Czytelniku, w poprzednim artykule omówiono podstawy analizy makrootoczenia w kontekście ekonomicznym, porównanej do „klimatu” gospodarczego. Niniejsze opracowanie dotyczy będzie kolejnego etapu analizy fundamentalnej, jaką jest analiza sektorowa, zwana także analizą branżową. Można ją żartobliwie porównać do zbadania „mikroklimatu” konkretnego miejsca, sektora w gospodarce. Zatem po dokonaniu oceny atrakcyjności makrootoczenia, należy przejść do kolejnego etapu – wyboru najlepiej rokujących branż – przemysłowych, lub usługowych. Metodyka tego etapu uszczegółowiona jest poniżej.

BARTOSZ BONIECKI
BARTOSZ.BONIECKI@GAZETATREND.PL

Jaka branża, taki zysk

Zawężając pole widzenia do optyki poszczególnych branż, należy na początku określić fazę cyklu koniunkturalnego. W zależności bowiem od tego, czy aktualnie na rynku króluje recesja, czy ożywienie gospodarcze, w każdym przypadku inne branże będą brane pod uwagę, oferując tym samym akcje innych firm, jako potencjalnych gwiazd w danym portfelu inwestycyjnym. Sam Stovall w swej książce „Sector Investing” wyróżnia 5 faz cyklu, tj. początkową, środkową i końcową ekspansję gospodarczą oraz początkową i końcową recesję, przyporządkowując każdej z tych faz poszczególne sektory, które powinny się najlepiej zachowywać w danej części cyklu.

I tak w fazie early expansion najlepiej ulokować środki w spółkach przemysłu transportowego – zwłaszcza specjalizującego się w przewozie towarów. Kiedy nastaje lepsza koniunktura, zwiększa się konsumpcja, poprawia się „ruch w interesie” – zwiększając popyt usługi transportowe. Tym bardziej, że często ożywienie gospodarcze stymulowane jest przez obniżkę stóp procentowych – dzięki czemu przewoźnicy korzystający z leasingu środków transportu, płacą mniej za ich użytkowanie, co czyni ich ofertę bardziej konkurencyjną. Również trendy cen akcji spółek nowych technologii dość szybko (aczkolwiek, wedle modelu, nieco później niż spółek transportowych) ulegną odwróceniu – ponownie obniżki stóp towarzyszące ożywieniu skłonią firmy do realizacji nowych projektów inwestycyjnych, które często wymagają inwestycji w odpowiednie oprogramowanie.



Kiedy już gospodarka zacznie się szybko rozwijać, przechodząc do fazy ekspansji środkowej (middle expansion), warto skierować uwagę na niekonsumpcyjne dobra trwałe - wzrost tego sektora może być powodowany nadwyżką popytu na różne dobra nad podażą, która wymusi decyzje o powiększeniu mocy produkcyjnych skutkujących większymi wydatkami inwestycyjnymi.

Z kolei w fazie końcowej ekspansji boom przeżywają branże: energetyczna (nieco wcześniej), ochrony zdrowia i dóbr konsumpcyjnych niecyklicznych. Dlaczego akurat te? Odpowiedź jest prosta – rynek szuka szczytu. Po pierwsze, tempo wzrostu cen walorów maleje, a po drugie, chcąc być przygotowanym na nadejście bessy, inwestorzy kupują akcje spółek defensywnych - podlegających mniejszym wahaniom cenowym – takie spółki raczej nie odnotowują spektakularnych zysków, ale i nie są liderami spadków podczas bessy; idealna sytuacja jest wtedy, gdy dane przedsiębiorstwo płaci akcjonariuszom wysokie dywidendy i zarazem ich akcje podlegają stosunkowo niewielkim zmianom cen. Dzieje się tak z powodu niezależności popytu na dobra lub usługi, jakie świadczą, od sytuacji na rynku. I tak na przykład wydaje się, że niewiele osób, mimo obecnego kryzysu, znacząco zredukowało zużycie energii, które cechuje ciągle jeszcze niewielka elastyczność – prócz żarówek energooszczędnych nie oferuje się klientom możliwości drastycznego ograniczenia konsumpcji energii, dzięki czemu przychody sektora są względnie stabilne. Inną branżą defensywną jest ochrona zdrowia i związana z nią farmaceutyka. Ryzyko choroby nie jest raczej uzależnione od sytuacji na rynkach, więc dochody firm farmaceutycznych oraz prywatnych placówek opieki zdrowotnej także cechują się stabilnością. Tym niemniej możliwe są przypadki, gdzie firma świadcząca usługi zdrowotne będzie odnotowywać poprawę rentowności podczas finansowej „niepogody” – kiedy, wskutek stresu i niepowodzeń w pracy, wzrasta zapotrzebowanie na psychologów, tabletki anty-depresyjne itp.

Trzecią rekomendacją na gorsze czasy są konsumpcyjne dobra niecykliczne. Kupuje się je niezależnie od wydarzeń na parkiecie – np. żywność, napoje, kosmetyki. Szczególny przypadek to napoje wysokowe; ich producenci to firmy, które mogą poprawić wyniki w gorszych czasach – nie-

jednokrotnie trzeba się przecież odprężyć po serii złych danych z parkietu...

Kiedy więc na rynku zaczyna dominować bessa (early recession), sugerowanym rozwiązaniem jest realokowanie kapitału w spółki użyteczności publicznej – działających w takich obszarach jak: systemy wodne i kanalizacyjne, systemy przesyłowe – wodne, gazowe i ciepłe, itd. W Polsce jest to działalność słabiej rozwinięta w sensie stopnia prywatyzacji, tj. bardzo niewiele spółek jest oddawanych w ręce prywatne (istnieją plany co do Poczty Polskiej, na giełdzie notowane jest PGNiG, która zajmuje się także przesyłem gazu). Warto zauważyć, że o ile strukturę konsumpcji żywności, napojów, czy kosmetyków można nieco zmodyfikować, wybierając tańsze substituty, o tyle w powyższym przypadku mamy często do czynienia z monopolami naturalnymi (infrastruktura kolejowa, wodociągowa, czy wodna), przez co ich sprzedaż i zyski powinny zachowywać się jeszcze stabilniej, niezależnie od aktualnej fazy cyklu koniunkturalnego.

Wreszcie, w końcowej fazie bessy, największym zainteresowaniem cieszą się banki i instytucje finansowe oraz producenci konsumpcyjnych dóbr cyklicznych. W tym pierwszym przypadku jest to spowodowane oczekiwaniami co do obniżenia stóp procentowych (ceny pieniądza spada), co w założeniu ma prowadzić do ekspansji kredytowej i poprawy sytuacji banków, które udzielą między innymi więcej kredytów konsumpcyjnych. W konsekwencji wiele osób będzie mogło wreszcie zrealizować swoje marzenia, które dotychczas musieli odkładać w czasie.

Tak wygląda zaprezentowany skrótowo model Sama Stovalla, który spotkał się z ostrą krytyką [STANGL, JACOBSEN, VILSALTANACHOTI, 2007]. Badania empiryczne, twierdzono, pokazały, że omówiona powyżej strategia rotacji sektorowej w najlepszym przypadku przewyższała portfel rynkowy o 2,5% rocznie, przy założeniu zerowych kosztów transakcyjnych i doskonale efektywnym momencie zmiany składu portfela (czyli doskonale efektywnej identyfikacji kolejnej fazy cyklu koniunkturalnego). Innymi słowy, uwzględnienie kosztów transakcyjnych eliminowałoby większość, albo wszystkie korzyści powyższej strategii. Jednakże wątpliwości budzi fakt, iż w krytyce tego modelu założono, że doskonale efektywnego podziału cyklu na

każdą z określonych 5 faz dokonuje jedna z instytucji badawczych (jako że badania prowadzone były na rynku amerykańskim, było to NBER – National Bureau of Economic Research). Identyfikacji można dokonać na podstawie samodzielnie przeprowadzonych analiz statystycznych. Przede wszystkim zaś należy pamiętać, że w analizie fundamentalnej (którą opisuje niniejsza seria artykułów poczynając od opracowania „Analiza fundamentalna, czyli być jak Warren Buffet”, podejście top-down) ocena branży jest tylko jednym z etapów selekcji najlepiej rokujących akcji.

Wyodrębniono również podobne podejście w ramach strategii rotacji sektorowej [CONOVER, JENSEN, JOHNSON, MERCER, 2007], które zakłada podział cyklu koniunkturalnego na 2 etapy: ekspansyjnej polityki monetarnej (etap I), kiedy kupuje się akcje spółek cyklicznych i restrykcyjnej polityki monetarnej (etap II), gdy alokuje się środki w akcje spółek defensywnych. Wskaźnikiem, wedle którego przebiega podział jest polityka monetarna. W momencie, kiedy kończy się seria podwyżek stóp i następuje pierwsza obniżka (zmiana kierunku polityki monetarnej), zaczyna się I faza i analogicznie, po pierwszej podwyżce w następstwie serii obniżek mamy do czynienia z II fazą. Akcje spółek defensywnych to przede wszystkim sektory surowców, niecyklicznych dóbr konsumpcyjnych i usług (telekomunikacja, supermarkety, kasyna, wyroby alkoholowe, ochrona zdrowia, etc.) oraz sektor użyteczności publicznej (np. telekomunikacja, budowa dróg, mostów, linii kolejowych). Z kolei spółki cykliczne to przede wszystkim branże nowych technologii, dóbr przemysłowych, cyklicznych dóbr i usług konsumpcyjnych i instytucji finansowych.

Podsumowując, należy raz jeszcze podkreślić, iż w podejściu prezentowanym w tym artykule (top-down), analiza branży jest tylko jednym z etapów analiz dokonywanej przed podjęciem decyzji inwestycyjnych, a prezentowana strategia rotacji sektorowej, wraz ze zmodyfikowaną wersją ma być tylko elementem procesu maksymalizacji stóp zwrotu. Z takim założeniem już dziś zapraszam do lektury kolejnego artykułu, w którym omówię dalsze zagadnienia analizy sektorowej. ■

MICHAEL MILKEN

KRÓL OBLIGACJI ŚMIECIOWYCH

Michael Milken, znany jako Mike Milken, zasłynął w latach 80-tych ubiegłego stulecia jako propagator obligacji przynoszących niezwykle wysoki zysk dzięki zwiększonemu ryzyku – obligacji śmieciowych. Jednak w kwietniu 1990 roku idylla skończyła się, kiedy znany i podziwiany inwestor został skazany przez sąd na 10 lat więzienia, a postawione mu zarzuty obejmowały m.in. insider trading. Dzisiaj Michael Milken to filantrop, zajmujący się głównie działalnością medyczną i edukacyjną. Nie ma możliwości powrotu na rynki finansowe.

ANNA GRODECKA

ANNA.GRODECKA@GAZETATREND.PL

Śmieciowe obligacje trampoliną do sławy

Michael Milken przyszedł na świat 4 czerwca 1946 w Encing, w stanie Kalifornia. Wywodził się z rodziny żydowskiej. Skończył Birmingham High School, po czym studiował na Uniwersytecie Kalifornijskim w Berkeley. Zdobył również tytuł Master of Business Administration w Wharton School przy Uniwersytecie Pensylwanii.

To właśnie dzięki profesorom z Wharton School latem 1969 roku podjął pracę w Drexel Harriman Ripley, banku inwestycyjnym. Po skończeniu studiów MBA został w tym banku szefem działu badań nad obligacjami śmieciowymi – powierzono mu kapitał i dano pozwolenie na dokonywanie samodzielnych transakcji. Legenda głosi, że był tak pilnym pracownikiem, że nawet podróżując autobusem do pracy czytał prospekty spółek, używając światła z noszonego na głowie kasku górniczego z lampką.

Kiedy w 1973 roku Drexel połączył się z Burnham and Company (nowo powstała firma odtąd będzie nazywała się Drexel Burnham and Company), Michael Milken należał do jednych z najbardziej szacowanych pracowników. Przekonał swoich szefów, żeby pozwolili mu zbudować dział zajmujący się wysoko rentownymi obligacjami. Jego departament szybko zaczął przynosić stuprocentowe zyski na inwestycji, co utwierdziło jego szefów w słuszności podjętej decyzji.

Kiedy Michael dowiedział się, że jego ojciec ma nowotwór, nie wahał się przenieść podczas jednego weekendu całego departamentu do Los Angeles. Tam urządził się na nowo, korzystając z osławionego już biurka w kształcie X, zaprojektowanego specjalnie po to, żeby miał ułatwiony kontakt z traderami i sprzedawcami.

W owym czasie Michael Milken rozkręcał machinę, która umożliwiała mu zdobywanie pieniędzy dla firm o zaniżonym ratingu i dużym ryzyku. Wspierał nowoczesne przedsięwzięcia: telefonię komórkową, ope-

ratorów telewizji kablowej, spółki deweloperskie. Mawiał: „Nie ma czegoś takiego jak brak kapitału, jest tylko brak talentu menadżerskiego.”

Początek giełdowego końca

W 1986 roku znany i odnoszący sukcesy arbitrażysta Ivan Boesky (jego osoba zainspirowała Oliviera Stone’a, twórcę filmu „Wall Street”) został oficjalnie oskarżony o insider trading. Podczas długiego śledztwa padło wiele nazwisk jego rzekomych współpracowników i informatorów – wśród nich Michael Milken.

W wyniku dalszego śledztwa postawiono Mike’owi szereg zarzutów, w tym te o insider trading i defraudację. W nieczyste interesy miała być również zamieszana jego rodzina, której członkowie stali się posiadaczami atrakcyjnych warrantów na akcje. 24 kwietnia 1990 roku padł oficjalny wyrok, w którym króla obligacji śmieciowych skazano na 10 lat więzienia, w wyniku 6 wykroczeń, związanych głównie z kontaktami Michaela Milkena z Ivanem Boesky’em (m.in. podżeganie do fałszywych zeznań podatkowych i składania fałszywych raportów do Amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych).

Sam Michael Milken nigdy nie przyznał się do winy. Zapłacił nałożone mu przez SEC 200 milionów dolarów kary oraz znaczne sumy na rzecz akcjonariuszy, którzy mogli uciec przed skutkiem jego działań. Karę odbywał jedynie 22 miesiące – od marca 1991 roku do stycznia 1993.

Nowotwór i działalność filantropijna

Tydzień po tym, jak Michael Milken wyszedł z więzienia, lekarze zdiagnozowali u niego raka prostaty. Była to o tyle groźna diagnoza, że jego ojciec oraz sześciu innych krewnych zmarli na nowotwór. Jednak medyczne zainteresowania inwestora rozpoczęły się już wcześniej – w 1972 roku, kiedy u jego teściowej odkryto raka piersi. W 1982

roku ruszyła Fundacja Milken Family, zajmująca się propagowaniem badań nad rakiem i edukacją.

Po odkryciu nowotworu u króla obligacji śmieciowych lekarze nie dawali mu więcej niż 12 do 18 miesięcy życia. On sam był zdesperowany, żeby wyzdrowieć. Przeszedł na wegetarianizm, do dzisiaj nie pije alkoholu ani nie pali papierosów. Stosował szereg terapii w celu wyzdrowienia, zwracał się także do wschodnich znachorów, korzystając z niekonwencjonalnych metod leczenia. Takie postępowanie okazało się słuszne – po pewnym czasie zdiagnozowano u niego odwrót choroby.

Od tego czasu Michael Milken poświęca większość swojego czasu na działalność filantropijną, wspierając badania medyczne i edukację. Zainicjował wiele godnych pochwały przedsięwzięć, oprócz wspomnianej fundacji również: Knowledge Universe, Milken Institute, CaP CURE.

Prywatnie były rekin finansowy jest wiernym mężem Lori, którą poślubił w wieku 22 lat. Mają troje dzieci. Jest niezwykle energicznym człowiekiem, planujący każdą minutę dnia. Według relacji osób, które miały z nim styczność, jest perfekcjonistą i nie pozwala sobie na pokazywanie słabości, co bywa męczące. Pytany o stare czasy, zmienia temat, twierdząc, że to, co się liczy, to przyszłość, która daje mu energię do działania. Można dostrzec, że były inwestor stara się nadrobić czas, jaki stracił przebywając w więzieniu i łapie łączywie chwile, jakie mu jeszcze pozostały, wiedząc, że nowotwór może w każdej chwili ponownie zaatakować jego organizm. Jego pasją, poza pracą, jest science-fiction; w swoich przemówieniach często nawiązuje do Star Treka i Gwiezdnych Wojen.

Ocena Michaela Milkena do dziś budzi kontrowersje. On sam nawet przebywając w więzieniu nie lubił opowiadać o czasach szaleństwa śmieciowych obligacji, dzisiaj zaś stara się odbudować swoją reputację. Jednak dla większości osób pozostanie sztandarym przykładem kryminalisty w białym kołnierzyku i symbolem oszustw giełdowych. ■

SŁOWNIK INWESTORA

MARIA KUŚKA

MARIA.KUSKA@GAZETATREND.PL

Fundusze Venture Capital – to fundusze inwestycyjne nastawione na inwestycje o podwyższonym ryzyku i wysokiej potencjalnej stopie zwrotu. Są zainteresowane małymi i średnimi innowacyjnymi firmami o dużym potencjale wzrostu. Ich model inwestowania polega na nabyciu akcji/udziałów wybranej spółki z celem ich późniejszego odsprzedaży z zyskiem. Horyzont inwestycyjny funduszy VC to zwykle 3 – 7 lat. Ich cechą charakterystyczną jest to, że zwykle bardzo aktywnie angażują się w zarządzanie spółką, w którą inwestują. Zarządzający funduszami VC mają najczęściej dużo większą wiedzę na temat zarządzania i finansów niż kierownictwo danej spółki, dzięki czemu sami znacząco przyczyniają się do wzrostu jej wartości. Dla takich firm współpraca z funduszami VC jest często jedyną możliwością zrealizowania projektów inwestycyjnych, ponieważ banki nie są skłonne do udzielania kredytów przy tak wysokim ryzyku.

Phantom Stocks (Shadow Stocks; Akcje – Zjawy) – nieistniejące fizycznie akcje, które stanowią sposób wynagradzania kierownictwa danej firmy. Ich wartość naśladuje wartość rynkową prawdziwej akcji spółki. Polega to na tym, że pracownik ma zagwarantowane uprawnienia związane z posiadaniem akcji, fizycznie ich nie posiadając. Celem takiego zabiegu jest zwiększenie zbieżności interesów właścicieli firmy oraz jej zarządu. Wówczas kierownictwo jest wynagradzane za dobre zarządzanie wartością przedsiębiorstwa. Jednocześnie właściciele nie są zmuszeni do dzielenia się częścią spółki ze swoimi pracownikami. Akcje – zjawy zwykle nie wypłacają dywidend, choć nie jest to wykluczone. ■

PETER L. BERNSTEIN „HISTORIA ZŁOTA. DZIEJE OBSESJI” HISTORIA INNA NIŻ WSZYSTKIE

DOROTA SIERAKOWSKA

DOROTA.SIERAKOWSKA@GAZETATREND.PL

Książka Petera L. Bernsteina nie jest klasycznym kompendium wiedzy o złocie. Już sam podtytuł – „Dzieje obsesji” – świadczy o tym, że wiedza nie jest tu przekazywana jak w typowym podręczniku akademickim. I rzeczywiście – „Historię złota” można określić jako zbiór opowiadań i anegdotów związanych ze złotem i rolą, jaką pełniło ono w życiu człowieka na przestrzeni wieków.

Autor stara się wyjaśnić, dlaczego złoto, pomimo niewielu praktycznych zastosowań, było obiektem pożądania już od chwili jego odkrycia – i pozostaje nim do dziś. Motywem przewodnim książki jest próba ukazania tego szlachetnego metalu w dwuznaczny sposób: jako symbolu bogactwa i luksusu, ale także jako drogi do zguby. Bernstein przytacza bowiem wiele przykładów, ilustrujących dążenie

człowieka do posiadania złota za wszelką cenę, nawet cenę życia.

Chronologiczny układ książki pozwala czytelnikowi śledzić rozwój gospodarki światowej od starożytności aż po czasy współczesne. Informacje o złocie są tu umiejętnie wplecione w historię systemów monetarnych. Dlatego też książka może być ciekawą lekturą nie tylko dla osób poszukujących praktycznych informacji o złocie, lecz także dla osób chcących spojrzeć na historię tego szlachetnego metalu w nieco szerszym kontekście. ■



CHARLES P. KINDLEBERGER „SZALEŃSTWO, PANIKA, KRACH. HISTORIA KRYZYSÓW FINANSOWYCH”

CEBULKI TULIPANÓW JAK SPÓŁKI INTERNETOWE

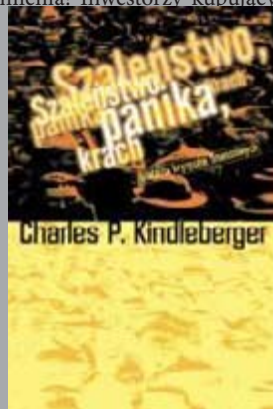
PIOTR NIEWIADOMSKI

PIOTR.NIEWIADOMSKI@GAZETATREND.PL

Kryzysów finansowych nie da się uniknąć. Występowały w przeszłości, będą się również pojawiać w kolejnych latach. O wiele przyjemniej jednak czyta się o tych z dawnych czasów, które nie miały bezpośredniego przełożenia na stan naszego konta. Można się przy tym nieźle bawić, ale również wyciągnąć wiele przydatnych wniosków na przyszłość. Oczywiście, analiza historyczna nie daje wystarczających podstaw do prognozowania przyszłości, ale niestety nie mamy lepszej metody, którą można by było tak szeroko stosować. Zupełnie jak z demokracją – jest to ustrój pełen wad, ale lepszego jeszcze nie wymyślono.

Kindleberger opisuje kryzysy, które wystąpiły w latach 1618 – 1990. Co ciekawe, spekulowanie cebulkami tulipanów w XVII wieku odbywało się według tego samego mechanizmu, który obserwujemy obecnie. Natura

ludzka się nie zmienia! Inwestorzy kupujący niedawno nieruchomości lub akcje spółek internetowych po horrendalnych cenach niczym nie różnią się od tych siedemnastowiecznych, handlujących tulipanami.



„Historia kryzysów finansowych” nie jest podręcznikiem akademickim, ale w tym przypadku jest to zaleta, a nie wada. Napisała prostym językiem, będzie zrozumiała nie tylko dla doktorów nauk ekonomicznych. Nie brakuje w niej dowcipnych komentarzy, ciekawych cytatów. Pozycja obowiązkowa dla każdego inwestora! ■

Obie książki można nabyć w księgarni internetowej Maklerska.pl

5,5 zł* za kontrakt indeksowy w daytradingu
7,5 zł w standardzie

www.xtb.pl

 **-Trade Brokers**
D o m M a k l e r s k i S . A .

***żadnych dodatkowych warunków**

brak opłat za prowadzenie rachunku

brak opłat za przelewy środków

1 oferta gratis w standardzie



www.xtb.pl