

ISSN: 1899-4202

# TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

WWW.GAZETATREND.PL

NUMER 4 (29) MAJ 2011



**Inwestycje**

**Lekarstwo  
na trend boczny**

**Finanse osobiste**

**Po fundusze  
inwestycyjne do  
supermarketu?**

**Wielcy inwestorzy**

**Bill Gates  
od lat na szczycie**

TEMAT NUMERU

**Samolubny Fed**

DODATEK

**FOREX**

**BOSSA**FX.PL

**xtb**  
online trading

**IDMSA**  
DOM MAKLESKI

# BOSSA FX.PL

## FOREX NA BANK.

**BOSSA FX** – to pierwsza platforma walutowa bankowego domu maklerskiego

**BOSSA FX** – waluty, surowce, indeksy on-line

**BOSSA FX** – wielokrotnie nagradzany standard obsługi transakcji

**www.bossafx.pl** Bądź jednym z pierwszych zadowolonych!



**DOM MAKLESKI**  
BANKU OCHRONY ŚRODOWISKA S.A.

Centrala:

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

Oddziały:

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

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

Od redakcji

## MIECZ OBOSIECZNY

Rynek walutowy poprzez swoje umiędzynarodowienie stał się elementem życia nie tylko zawodowych finansistów, ale i każdego z nas. To, w jakiej walucie oszczędzamy pieniądze czy też bierzemy kredyt hipoteczny, może w niebagatelny sposób wpływać na stan naszych domowych finansów.

Coraz częściej forex zagląda pod strzechy także dzięki inwestorom indywidualnym, którzy, spekulując na rynku walutowym, liczą na szybki zysk. Jednak, jak pokazuje codzienność, na tym rynku spektakularne sukcesy osiągają nieliczni. Forex jest bowiem dla inwestorów rynkiem wdzięcznym i niewdzięcznym zarazem. Wdzięcznym – ponieważ pozwala na zarabianie zarówno przy wzrostach, jak i spadkach wartości danej waluty, a wielość dostępnych inwestorom par walutowych oraz możliwość regulowania poziomu dźwigni daje możliwość dywersyfikacji i dopasowania zawieranych transakcji do indywidualnej skłonności do ryzyka. Niewdzięcznym – gdyż notowania walut zależą od niezmiennie wielu czynników (w tym politycznych), z których trudno wyłuskać te najistotniejsze.

Jednak najczęściej główną przeszkodą na drodze do osiągania zysków na foreksie jest psychika inwestora. Możliwość zastosowania wysokiej dźwigni obnaża naszą chciwość i skłonność do hazardu. Wtedy nawet krótkie przebywanie po złej stronie rynku sprawia, że na rachunku inwestora zamiast wymarzonych spektakularnych zysków znajdują się całkiem realne (i niekiedy równie spektakularne) straty. Być może warto więc zaakceptować fakt, że rzadko kto zostaje milionerem z dnia na dzień, i zacząć umiejętnie zarządzać ryzykiem, godząc się na mniejsze, ale stabilne zyski.

DOROTA SIERAKOWSKA  
REDAKTOR NACZELNY



Najnowsze wydanie Trendu przeczytasz również w blisko 100 prestiżowych kawiarniach, restauracjach, hotelach i uczelniach ekonomicznych. Zapraszamy również do sieci kawiarni CoffeeHeaven w Warszawie.

# TREND

MIESIĘCZNIK O SZTUCE INWESTOWANIA

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

**ADRES KORESPONDENCYJNY REDAKCJI**  
Trend - miesięcznik o sztuce inwestowania  
Pl. Trzech Krzyży 16, II piętro  
00-499 Warszawa  
Tel. +48 691 954 727  
email: biuro@gazetatrend.pl

**REDAKTOR NACZELNY**  
Dorota Sierakowska  
dorota.sierakowska@gazetatrend.pl

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

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

**KOORDYNATOR W KRAKOWIE,  
DYSTRYBUCJA PRASY**  
Anna Sierakowska  
anna.sierakowska@gazetatrend.pl

**AUTORZY ARTYKUŁÓW**  
Mikołaj Atanasow  
Michał Bieńkowski  
Bartosz Boniecki  
Anna Grodecka  
Katarzyna Gruszka  
Maciej Grzesiowski  
Marek Ignaszak  
Bazyli Kubacki  
Piotr Kuczyński  
Aleksandra Panek  
Anna Patek  
Maciej Pyka  
Marcin Różowski  
Dorota Sierakowska  
Artur Szczepkowski  
Michał Zieliński  
Paweł Ziółkowski  
Agnieszka Żmigrodzka

**KOREKTA**  
Anna Grodecka  
anna.grodecka@gazetatrend.pl

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

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

Redakcja miesięcznika Trend zastrzega sobie prawo do przeredagowania i skracania niezamówionych tekstów. Niezamówiony tekst może nie zostać opublikowany na łamach Trendu. Redakcja nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczonych reklam i ogłoszeń.

**NAKŁAD**  
3000 egzemplarzy  
Wersja elektroniczna dostępna również na  
www.gazetaTREND.pl

**DYSTRYBUCJA**  
Najlepsze uczelnie ekonomiczne w Polsce, renomowane kawiarnie, restauracje i hotele. Szczegóły na stronie internetowej miesięcznika.

**PRENUMERATA**  
Oferujemy prenumeratę dla firm. Zgłoszenia przyjmujemy pod adresem prenumarata@gazetatrend.pl

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

**PARTNERZY STRATEGICZNI**

**BOŚ | DOM MAKLESKI**  
Studenckie Koło Naukowe  
**KLUB INWESTORA**

## DODATEK FOREX



## PROJEKTY PATRONACKIE

- 5 **LIDERIADA**  
5 **Konferencja FOREX MoneyCon**  
5 **Liczby miesiąca**  
Mikołaj Atanasow

## WYDARZENIA

- 6 **Otwarcie niemieckiego rynku pracy**  
Paweł Ziółkowski  
6 **Plus i Minus**  
Paweł Ziółkowski  
6 **CYTATY**  
Mikołaj Atanasow  
7 **Wyjątkowo drogi ślub**  
Paweł Ziółkowski

## RING EKONOMICZNY

- 8 **Ring ekonomiczny**

## WYWIAD

- 10 **Upór nie dla tradera**  
Paweł Ziółkowski

## BULL'S EYE

- 13 **Zwyżki indeksów i eurodolara nadal możliwe**  
Bartosz Boniecki

## KOMENTARZE

- 15 **Co słyszać na Wall Street? Wyniki spółek znowu pomogły bykom** - Piotr Kuczyński  
16 **Czas refleksji**  
Michał Bieńkowski

## 3 NAJ...

- 17 **Największy bankruci w historii**  
Paulina Kupis

## INWESTYCJE

- 18 **Lekarstwo na trend boczny**  
Marcin Różowski

## DODATEK FOREX

## EDUKACJA

- 21 **Samolubny Fed**  
Marek Ignaszak

## FINANSE OSOBISTE

- 23 **Po fundusze inwestycyjne do supermarketu?**  
Artur Szczepkowski

## WŁASNA FIRMA

- 25 **Inwestowanie w e-biznes jest w modzie**  
Agnieszka Gugala  
27 **Kredyt Technologiczny alternatywa dla dotacji...**  
Jakub Bursa

## TREND SELECT

- 28 **Czas zmian w Ciechu**  
Aleksandra Panek, Agnieszka Żmigrodzka

## WIELCY INWESTORZY

- 30 **Bill Gates – od lat na szczycie**  
Anna Grodecka

## INWESTOR PO GODZINACH

- 32 **Squash, studencie!**  
Anna Patek

## RECENZJE

- 34 **Krótko i zwięźle o motywacji**  
Dorota sierakowska  
34 **Od pojedynczego instrumentu po skomplikowane mechanizmy rynku finansowego**  
Katarzyna Gruszka  
34 **Emocje na drodze do zysków**  
Bartosz Boniecki

# LIDERIADA

## I konferencja Autentycznego Przywództwa w Polsce

Pierwsza z cyklu corocznych konferencji **LIDERIADA** pod hasłem „Nabierz wiatru w żagle” to okazja do udziału w wyjątkowym spotkaniu z liderami biznesu. Program tegorocznej konferencji opiera się na **trzech filarach autentycznego przywództwa: wizji, pasji i poczuciu sensu działania**. Prelegentami będą **Marshall Goldsmith** i **David Neenan** – światowe autorytety w rozwoju przywództwa.

**Marshall Goldsmith** został nazwany przez magazyn *Forbes* „jednym z pięciu najbardziej uznanych coach-managerów najwyższego szczebla”, a magazyn *Leadership Excellence* określa go mianem „jednego z pięciu największych myślicieli w dziedzinie przywództwa”. **Marshall Goldsmith** jest autorem wielu bestsellerów z zakresu zarządzania, które sprzedały się w milionach egzemplarzy na całym świecie i zostały przetłumaczone na ponad

25 języków. Ostatnia jego książka, pt. „Pozytywne nastawienie. Jak uzyskać, utrzymać lub odzyskać swoje MOJO” wydana w lutym 2010 została uznana za jeden z dziesięciu najlepiej sprzedających się tytułów przez *New York Times* oraz *Wall Street Journal*.

**David Neenan** jest właścicielem firmy *The Neenan Company*, która projektuje i konstruuje biurowce, kompleksy medyczne i budynki przemysłowe przy użyciu pionierskiej metody *Archistruction@*, sprzyjającej polepszeniu współpracy. Znany jest z wykładów, konsultacji biznesowych i seminariów „Business & You”, które prowadzi w Europie oraz na Dalekim Wschodzie. Jest autorem licznych artykułów na temat efektywnego zarządzania oraz współautorem książki pt. „Evergreen. Biznes to gra nieustannych powrotów”.

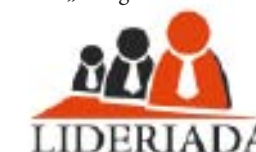
**LIDERIADA** kierowana jest do przedsiębiorców oraz do tych, którzy są zainteresowani

rozwojem jako liderzy. Uczestnicy będą mogli zapoznać się z najnowszą wiedzą przekazaną przez wybitne autorytety z dziedziny przywództwa oraz czerpać inspiracje z przedstawionych doświadczeń polskich praktyków biznesu. Ambicją organizatorów jest wspomaganie liderów w budowaniu ich osobistego autorytetu.

7 CZERWCA 2011  
WARSZAWA, Centrum EXPO XXI  
więcej na: [www.lideriada.pl](http://www.lideriada.pl)

W konkursie krzyżówka do wygrania 2 zestawy książek:

M. Goldsmith „Pozytywne myślenie”  
D. Neenan „Evergreen” ■



# Konferencja FOREX MoneyCon

## 28 maj 2011

Serdecznie zapraszamy na drugą edycję konferencji poświęconej tematyce FOREX. Podczas wydarzenia dowiesz się jak rozpocząć swoją przygodę z rynkiem walutowym, jak inwestować i co robić, by zarobić!

To świetna okazja, by porozmawiać ze specjalistami i podpytać o rzeczy, które Cię nurtują.

Wykłady polskich, jak i zagranicznych prelegentów dostarczą niezbędnej wiedzy do poruszania się po rynku forex.

Uczestnictwo w konferencji FOREX MoneyCon jest bezpłatne. Wystarczy się zarejestrować:

<http://moneycon.pl/formularz-forex>

Szczegóły konferencji:  
<http://moneycon.pl/forex> ■

## LICZBY MIESIĄCA

MIKOŁAJ ATANASOW

- 1 miejsce zajęła sieć Starbucks w zestawieniu największych sieci restauracji (pod względem sprzedaży) na rynku USA. Tym samym Starbucks wyprzedził sieci McDonald's, Burger King i Wendy's.
- 1,8 mln funtów może wynosić wartość prezentów ślubnych Williama i Kate (wg obliczeń Instytutu Licencjonowanych Księgowych Anglii i Walii).
- 21 taki odsetek polskich informatyków (wg badania Mediarecovery) w ramach metody niszczenia danych rozkłada dysk twardy na części i rozbija go młotkiem, bądź niszczy podobnymi narzędziami.
- 9,4 o tyle % wzrosła w marcu 2011 sprzedaż detaliczna.
- 41 taki odsetek inwestorów giełdowych (wg ankiety przeprowadzonej przez „Puls Biznesu”) jest zdania, że WIG20 pokona w roku 2011 poziom 3000 pkt.
- 54 tyle tysięcy aut z modelu Tundra (rocznik 2011) Toyota wezwwała do kontroli w USA i Kanadzie, ponieważ 27 modeli z tego rocznika może mieć wadliwy wał napędowy.
- 11150 to kwota (w PLN), jaką posłowie co miesiąc dostają na wydatki związane z utrzymaniem biur poselskich.



## NA PLUS

## Wyniki General Motors powyżej oczekiwań

Dostawy General Motors wzrosły powyżej oczekiwań analityków na skutek zwiększonego popytu na oszczędzające paliwo samochody. Sprzedaż GM wzrosła o 26% do 232 tys. egzemplarzy w porównaniu z ubiegłym rokiem - wówczas sprzedano 184 tys. samochodów. Tym samym firma z Detroit umacnia swoją pozycję na rynku, tym bardziej, że jej główny konkurent Toyota przeżywa kryzys spowodowany trzęsieniem ziemi w Japonii. Zaufanie konsumentów w USA wzrosło bardziej niż przewidywali eksperci, co sygnalizuje, iż wzrost liczby miejsc pracy sześć miesięcy z rzędu pomaga Amerykanom wytrzymać najwyższe ceny paliwa od prawie trzech lat. Cena paliwa wzrosła w ubiegłym roku o 37% do 3,97 dolarów za galon.

## Dobre prognozy dla polskich eksporterów

Syntetyczny wskaźnik PMI za kwiecień wyniósł w Niemczech 61,7 pkt w porównaniu z 60,9 pkt w marcu, co świadczy o tym, że przemysł jest obecnie w fazie ekspansji, a Niemcy przeżywają okres ożywienia gospodarki. Z obrotu takich spraw skorzysta Polska, ponieważ jedna trzecia eksportu naszego kraju kierowana jest właśnie na rynek niemiecki.

## Wysokie obroty na GPW

Wartość obrotu akcjami i prawami do akcji wzrosła w stosunku do lutego o 21% i wyniosła w marcu 23,8 mld zł. Warto podkreślić, iż są to najwyższe miesięczne obroty akcjami i PDA w historii GPW. Również pierwszy kwartał 2011 r. jest pod tym względem rekordowy. Obroty od stycznia do marca wyniosły 63,9 mld zł, co w porównaniu do pierwszego kwartału 2010 r. stanowi wzrost o 40%. Jeśli chodzi o instrumenty pochodne, to wolumen obrotu kontraktami terminowymi w marcu wyniósł 1,42 mln sztuk, czyli o 457 tys. więcej niż w poprzednim miesiącu. Wolumen obrotu opcjami wyniósł 121,7 tys. sztuk, czyli o 57,6 tys. więcej niż w lutym. Obroty opcjami w marcu 2011 r. były najwyższe w historii notowań tych instrumentów na warszawskim parkiecie.



## Otwarcie niemieckiego rynku pracy

PAWEŁ ZIÓŁKOWSKI

Od 1 maja zgodnie z zapisami traktatu akcesyjnego Polacy mogą pracować w Niemczech, Austrii oraz Szwajcarii bez pozwolenia na pracę. Największe emocje związane są z otwarciem niemieckiego rynku, co budzi narastające obawy pracodawców, że wyjedzie tam wielu młodych, wykształconych oraz zdolnych ludzi. Efektem otwarcia rynków będzie zwiększony odpływ dużej liczby specjalistów do innych krajów zachodnioeuropejskich. Niemcy potrzebują około 3 milionów pracowników, a do najbardziej poszukiwanych zawodów należą inżynierowie, informatycy, budowlancy oraz pracownicy służby zdrowia. Zatrudnienie w Niemczech znajdują również

opiekunowie osób starszych i chorych oraz pracownicy sezonowi skoncentrowani na ogrodnictwie i hotelarstwie. Zdaniem ekspertów taka sytuacja stanowi pewien problem dla polskiej gospodarki i trzeba podjąć odpowiednie kroki w celu zwiększenia atrakcyjności pracy w naszym kraju. Do wymienianych propozycji należy reforma finansów publicznych, która odciążałaby fiskalne obciążenia płac, przez co możliwy byłby ich realny wzrost.

Jednak nie należy się spodziewać ogromnej fali emigracyjnej, tak jak to miało miejsce w przypadku rynku brytyjskiego. Według przewidywań polskiej ambasady w Berlinie, w ciągu najbliższych czterech lat na podjęcie pracy w Niemczech może zdecydować się około 400 tys. mieszkańców Polski. ■

## CYTATY

WYBÓR CYTATÓW:  
MIKOŁAJ ATANASOW

„Cała Europa zaczęła już sprzątać po kryzysie i naprawiać finanse, tymczasem polski rząd nadal pompuje pieniądze w gospodarkę. O ile wzrost wydatków był uzasadniony w szczycie kryzysu w 2009 r., o tyle później był po prostu nieracjonalny.”

- Michał Dybuła, główny ekonomista BNP Paribas Polska

„Najbardziej martwi nas to, że choć Zara wciąż nie zdaje naszych testów jakości, przedstawiciele koncernu wciąż milczą na ten temat i nie kontaktują się z nami. Nie sądzę, aby w stosunku do innych krajów zachowywali się tak arogancko. (...) Jeśli takie produkty są sprzedawane na całym świecie, oznacza to, że Zara oszukuje wszystkich konsumentów.”

- Dong Qing, wiceprezes chińskiego stowarzyszenia konsumentów BCA

„W większości krajów europejskich wprowadzane są odważne programy oszczędnościowe, bo rządzący zrozumieli, że wzrost wydatków publicznych prowadzi do poważnego kryzysu gospodarczego. Wszyscy widzieli przykład Grecji czy Irlandii. Tymczasem polski rząd nadal żyje mitem „zielonej wyspy” i unika poważnych oszczędności.”

- Krzysztof Rybiński, były wiceprezes NBP



## Wyjątkowo drogi ślub

PAWEŁ ZIÓŁKOWSKI

Ślub księcia Williama z Kate Middleton będzie dla brytyjskiej gospodarki dużym obciążeniem finansowym, co spowodowane jest późną Wielkanocą i faktem, iż dwa czterodniowe weekendy przypadają pod rząd. Według firmy rachunkowej RSM Tenon, zaistniała sytuacja może kosztować gospodarkę około 30 mld funtów (50 mld USD). Odpowiada to jednej trzeciej rocznego budżetu na publiczną służbę zdrowia.

Naturalnie nie wszystkie firmy stracą na ślubie w tym samym stopniu, a co więcej, niektóre mogą nawet zarobić. Do zwycięzców z pewnością należą linie lotnicze, hotelarze oraz handel detaliczny, zaś najmniej stracą niewielkie zakłady produkcyjne.

Mimo że koszt ceremonii ślubnej i wesela został sfinansowany prywatnie przez rodzinę królewską oraz rodzinę Middleton, to właśnie na brytyjskiego podatnika spadły koszty zapewnienia bezpieczeństwa, które wycenione zostały na około 20 mln funtów. ■

„Kryzys w Europie wziął się stąd, że euro jest niedokończonym projektem.”

- Marek Belka, prezes NBP

„Kilka kryzysów nałoży się na siebie: finansowy i ekonomiczny, klimatyczny i ekologiczny, surowcowy i energetyczny, ludnościowy i migracyjny. Jak dotkliwy będzie ten kryzys i kiedy nadejdzie – nie wiemy. Ale to już tylko kwestia czasu, bo sprzeczności narastają.”

- Grzegorz Kołodko, polityk, profesor nauk ekonomicznych

„Presja pracowników na wzrost pensji będzie się nasilać w związku z drogą żywnością i wysokimi cenami paliw.”

- Marcin Peterlik, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową

„Miniony rok pokazał, że jeśli tylko menedżerowie są dostatecznie zmotywowani, są w stanie zorganizować finansowanie i przejąć kontrolę nad firmą, praktycznie bez względu na jej wielkość.”

- Tomasz Stamirowski, prezes Avallon

„Przedsiębiorstwa w naszym regionie w znacznie mniejszym stopniu odczuły skutki globalnego kryzysu i są w dobrej kondycji. Ponadto rynek publiczny będący punktem odniesienia, czyli GPW, wysoko wycenienia notowane aktywa.”

- Michał Muchorski, Montagu Private Equity



## NA MINUS

## Skok na złoto

Wiele banków centralnych, które sprzedawały złoto niecałą dekadę temu, obecnie zgłaszają popyt na ten cenny kruszec, w celu obniżenia zależności od dolara jako waluty rezerwowej. Zarówno Chiny, jak i Rosja pragną mieć więcej złota niż Ameryka i jest to całkiem realne założenie, biorąc pod uwagę fakt, iż Chiny, posiadające ponad 3 biliony dolarów w rezerwach walutowych, planują stworzenie nowych funduszy w celu inwestowania w metale szlachetne. Jeśli przewidywania analityków się sprawdzą, to niedługo za jedną uncję złota zapłacimy nie 1,5, a 2 tysiące dolarów. W tej chwili nie pozostaje nam nic innego, jak pójść do najbliższego jublera i zacząć skupywać złote pierścionki.

## Deutsche Bank pozwany

Deutsche Bank, największy niemiecki bank, został pozwany na ponad 1 mld dolarów przez rząd USA. Powodem pozwu były wielokrotne fałszerstwa, które sprawiły, że tysiące ryzykownych kredytów hipotecznych zakwalifikowały się do programu ubezpieczenia rządu. Bank z siedzibą we Frankfurcie i jego jednostka MortgageIT fałszywie zaświadczały, że kredytobiorcy nie borykali się z ryzykiem nieściągalności wierzytelności. Rzecznik banku powiedział, iż pozew rządu USA jest nieuzasadniony.

## Credit Suisse prognozuje inflację strefy euro powyżej 3%

Nowe prognozy przewidują, że za sierpień i wrzesień stopa inflacji HICP (wskaźniki cen konsumpcyjnych) strefy euro wyniesie 3,0 proc., zaś w październiku i listopadzie osiągnie najwyższy w tym roku poziom 3,1 proc. Na koniec 2011 r. nieznacznie obniży się do 2,9 proc., zaś na koniec 2012 r. spadnie do 1,8 proc. Jeśli chodzi o konkretne koszty dóbr, to najbardziej, bo o 13,1 proc., w marcu podrożała energia oraz alkohol i tytoń - o 4,1 proc. Wysokich podwyżek cen paliw w strefie euro CS spodziewa się w sierpniu i wrześniu - w obu miesiącach na poziomie 13,5 proc. Następnie ceny paliw będą drożeć wolniej.

# Ring ekonomiczny



## PYTANIA:

Co się będzie działo z walutami w relacji do złotego w perspektywie do końca 2011 r.?

1. dolar amerykański

2. euro

3. frank szwajcarski



Emil Szveda

Analitik Noble Securities

1. Determinacja Fed do utrzymania ożywienia gospodarczego w USA jest silniejsza niż jego determinacja do walki z inflacją, dlatego możemy zakładać, że w dalszym ciągu to Europejski Bank Centralny będzie podnosił stopy procentowe szybciej niż Fed. Powinno to skutkować dalszym umocnieniem euro wobec dolara, a w konsekwencji także umocnieniem kursu złotego do dolara. Zwłaszcza, że administracja USA nie potrafi przekazać wiarygodnego planu obniżenia deficytu budżetowego, co także szkodzi dolarowi. Jeśli sytuacja nie ulegnie zmianie, dolar może kosztować 2,60 PLN już za kilka miesięcy, a do pomyslenia jest także scenariusz, w którym jego kurs spada w okolice 2,40 PLN

2. Przy zbliżonej retoryce banków centralnych, zbliżonej podatności walut na kłopoty niektórych krajów strefy euro, można zakładać że para EUR/PLN pozostanie stabilna w dalszej części roku. Korytarz wahań można wyznaczyć między 4,20-3,80 PLN przy czym osiągnięcie górnego przedziału mogłoby zostać dokonane pod warunkiem dalszych kłopotów wewnątrz strefy euro (i unikania ryzyka przez międzynarodowych inwestorów) i jest bardziej prawdopodobne przed końcem wakacji ze względu na kalendarz wyborczy. Opieszałość rządu w ogłaszaniu reform może okazać się kosztowna dla złotego, choć tylko przejściowo, bowiem rząd ma instrumenty, by hamować osłabianie złotego. Końcówka roku powinna zaowocować umocnieniem złotego – po wyborach rząd może mieć więcej determinacji do reformy finansów, wyższe stopy procentowe będą sprzyjać naszej walucie, a rynki mogą już częściowo dyskontować napływ walut do Polski w związku z organizacją Euro 2012.

3. W przypadku kursu franka możliwe są dwa równoprawne scenariusze. W pierwszym Europa i USA utrzymują swoje status quo i ożywienie gospodarcze. Frank mógłby wówczas stopniowo tracić na atrakcyjności jako waluta utożsamiana z bezpieczeństwem i jego trend wzrostowy zostałby przełamany. Spadek kursu CHF do 2,65-2,7 PLN byłby w takim układzie możliwy. W drugim wariantcie kłopoty USA i Europy z zadłużeniem pogłębiają się, a frank nadal jest walutą poszukiwaną. Wówczas należałoby oczekiwać wybicia kursu powyżej 3,20 PLN (bariera, która chroniła nas przed wzrostem kursu przez ostatnie dwa lata), nawet do 3,4 PLN. Rozstrzygnięcia co do rynkowych preferencji należałoby oczekiwać przed końcem I półrocza.



Daniel Kostecki

Analitik X-Trade Brokers

1. Złoty względem dolara powinien się wciąż umacniać. W przedostatnim tygodniu kwietnia kurs USDPLN znalazł się najniższy od listopada 2008 roku. Sytuacja fundamentalna również działa na korzyść złotego – rozpoczęty cykl podwyżek przez NBP i brak działań ze strony FED powinny sprzyjać naszej rodzimej walucie przynajmniej do końca roku z możliwymi poziomami docelowymi w rejonie 2,57 – 2,42.

2. Nieco odmiennie wygląda sytuacja złotego w relacji do euro. Kurs utknął w konsolidacji między poziomami 4,10 i 3,85. Tutaj jastrzębia polityka NBP będzie równoważona podwyżkami stóp procentowych w strefie euro. Takie zjawisko powinno sprzyjać ustabilizowaniu się notowań EURPLN wewnątrz wspomnianego przedziału z możliwością testu jego dolnego ograniczenia.

3. Presja na wzrosty pary CHFPLN powinna również powoli maleć. Po teście okolic 3,30 zł za franka w ubiegłym miesiącu, do końca roku kurs powinien ustabilizować się poniżej 3,00 zł. Najbardziej optymistyczny scenariusz rozwoju sytuacji zakłada umocnienie PLN względem CHF w rejonie 2,85, który to poziom był istotny dla rynku zarówno pod koniec 2009 roku, jak i w listopadzie roku ubiegłego.



Maciej Reluga

Główny Ekonomista BZWBK

Oczekujemy, że delikatny trend aprecjacyjny złotego będzie kontynuowany w dalszej części roku. Na korzyść krajowej waluty przemawiać będą oczekiwania na podwyżki stóp procentowych NBP, perspektywa sprzedaży środków z UE na rynku i realizacja programu prywatyzacji. Czynniki ryzyka dla tego scenariusza są możliwe opóźnienia w prywatyzacji, wzrost deficytu obrotów bieżących oraz niepewność związana z wyborami parlamentarnymi, ponieważ gdyby nie miał być realizowany program reform fiskalnych, to mogłoby pojawić się ryzyko zmiany perspektywy oceny wiarygodności Polski. Dodatkowo, z zagranicy może nadejść negatywny impuls w postaci problemów zadłużeniowych krajów peryferyjnych strefy euro. Czynniki te powodować będą, że zmienność na polskim rynku walutowym pozostanie podwyższona. Prognozujemy spadek kursu EURPLN do ok. 3,80 na koniec roku. Spodziewamy się, że w mniejszej skali (o ile w ogóle) złoty umocni się wobec dolara, ponieważ kurs EURUSD może odreagować ostatnie wzrosty i ewentualne umocnienie dolara do euro neutralizowałoby efekt spadku kursu EURPLN. W przypadku franka szwajcarskiego oczekujemy stosunkowo małego zakresu wahań w stosunku do euro - wzrosty kursu w okresach niskiej awersji do ryzyka na rynkach globalnych będą niwelowane przez stopniowy wzrost oczekiwań na podwyżki stóp przez szwajcarski bank centralny. Co za tym idzie, skala umocnienia złotego do franka powinna być podobna jak do euro.



Marek Rogalski

Analitik DM BOŚ

1. Amerykańska waluta wcale nie musi być słaba, tak jak to większość uważa. W najbliższych miesiącach FED znacznie odchodzić od swojej dość liberalnej polityki, a w I kwartale 2012 r. może mieć miejsce pierwsza podwyżka stóp procentowych. Ta wizja podwójnego zacieśniania (monetarnego i fiskalnego w 2012 r.) może ograniczać zaangażowanie w bardziej ryzykowne transakcje i tym samym wzmacniać dolara. Zwłaszcza, że Europa może mieć nadal problemy z krajami PIIGS.

2. Obawiam się, że zagraniczne agencje ratingowe w końcu pogrożą Polsce za brak chęci do wdrażania reform strukturalnych w finansach publicznych. Stąd też na koniec roku złoty wcale nie musi być mocny, uważam, że będziemy wahać się w okolicach 4 zł za euro. Działania RPP nie będą mieć w tym roku większego znaczenia, gdyż stopy nie wzrosną bardziej, niż do 4,50 proc. Dla zagranicznych inwestorów ważniejsza będzie sytuacja w USA. Zwłaszcza to, jaką postawę przyjmie FED w kontekście możliwego większego zacieśnienia fiskalnego w 2012 r.

3. W perspektywie najbliższych miesięcy frank może być jedną z najmocniejszych walut na świecie, gdyż pomału staje się jedną z niewielu „bezpiecznych” alternatyw. Z kolei Narodowy Bank Szwajcarii nie będzie miał mandatu do ewentualnej interwencji, gdyż w pewnym sensie zwyżki notowań franka będą zastępować podwyżki stóp procentowych. Tym samym w końcu roku CHF/PLN może oscylować wokół 3,15 zł.



Mariusz Potaczała

Prezes Zarządu TMS Brokers

1. Notowania euro, szczególnie w relacji do dolara, zyskiwały w ostatnich miesiącach na fali perspektywy podwyżek stóp procentowych przez Europejski Bank Centralny. W dalszej części roku czynnik zacieśniania polityki pieniężnej może znaleźć się w cieniu powracających problemów zadłużonych gospodarek Eurolandu, których koszty obsługi długu zostaną zwiększone przez wyższe stopy procentowe. Groźby restrukturyzacji długu peryferyjnych gospodarek strefy euro stanowią istotny czynnik ryzyka, który wywierając presję spadkową na euro. W relacji do złotego, kluczowy pozostanie dyferencjał stóp procentowych. Skala podwyżek kosztu pieniądza pozostaje większa dla polskiej gospodarki, co powinno sprzyjać lekkim spadkom kursu EUR/PLN.

2. Kurs USD/PLN, pomimo trwającego trendu spadkowego, pozostaje w długim terminie pod presją możliwego powrotu do umacniającego się dolara. Jest to spowodowane głównie niepewną sytuacją w Strefie Euro, gdzie wzrastają obawy wobec niewypłacalności takich państw jak Grecja czy Portugalia. Dodatkowo dobre dane z gospodarki USA oraz utrzymująca się funkcja dolara, jako waluty bezpiecznej dla inwestorów, stwarza realne możliwości do aprecjacji USD. Należy również pamiętać o podwyżkach stóp procentowych

w USA, które mogą - wbrew oczekiwaniom rynku - pojawić się wcześniej, np. w IV kwartale 2011 roku. Będzie to wtedy ostateczny katalizator do wzrostu kursu USD/PLN.

3. Franka szwajcarskiego należy zaliczyć do grona walut przewartościowanych. Swoją siłę szwajcarska waluta zawdzięcza renomie bezpiecznego aktywa, w które lokowany jest kapitał, gdy na rynkach dominuje niepewność. Ostatnie miesiące obfitowały w wydarzenia zmniejszające apetyt na ryzyko. W dłuższej perspektywie należy spodziewać się spadku awersji do ryzyka, co zaowocuje osłabieniem franka i umocnieniem złotego.

Polska waluta będzie umacniać się na fali podwyżek stóp procentowych, które są znacznie mniej prawdopodobne w przypadku Szwajcarii. Umocnieniu złotego będą sprzyjać także rozległe plany prywatyzacyjne rządu, które przełożą się na napływ kapitału zagranicznego i ogłoszone plany, by część środków unijnych wymienić bezpośrednio na rynku. Skala aprecjacji krajowej waluty w relacji do franka będzie ograniczana przez solidne fundamenty szwajcarskiej gospodarki. Czynnikiem zagrożenia dla krajowej waluty jest z kolei poziom długu publicznego.



Dariusz Pilich

Starszy Analitik

FMC Management

Sytuacja na rynku walutowym do końca tego roku będzie uzależniona od kilku czynników. Z jednej strony, istotny wpływ na zachowanie inwestorów będą miały działania największych gospodarek w sprawie zadłużenia. Efekty braku działań widoczne były w ostatnich miesiącach w takich krajach jak Grecja, Irlandia czy Portugalia. Ostatnio agencja S&P obniżyła perspektywę ratingu Stanów Zjednoczonych, również wskazując na problemy z zadłużeniem. Jeśli kłopoty ze spłatą zadłużenia przez Grecję i Irlandię wywołały duże zamieszanie na rynku walutowym, to co by mogło wywołać obniżenie ratingu USA?

Innym czynnikiem decydującym o zachowaniu walut będzie w najbliższych miesiącach polityka monetarna poszczególnych banków centralnych. Rosnąca w ostatnim czasie inflacja CPI wymusiła reakcję ze strony banków. W Polsce RPP jest w trakcie cyklu podwyższania stóp procentowych, w strefie euro na razie mieliśmy tylko jedną podwyżkę i jeszcze o cyklu podwyżek się nie mówi, ale może okazać się to kwestią czasu. Największą niewiadomą jest polityka monetarna za oceanem. To właśnie USA wpompowały w swoją gospodarkę największe sumy wydrukowanych pieniędzy, utrzymując przy tym rekordowo niską stopę procentową. Jeśli FED także zacznie podwyższać stopy, to dolar może na tym wyraźnie zyskać.

Niepewność polityczna w Afryce Północnej również pokazała niedawno, że może wpływać na wycenę poszczególnych walut. Jeśli sytuacja będzie nadal daleka od stabilizacji, to w pewnym momencie może dojść do ponownego wzrostu awersji do ryzyka. Podsumowując, rozpoczęcie podwyżek stóp w USA może negatywnie wpływać na złotego, tak samo problemy ze stabilizacją sytuacji w Afryce oraz ewentualne rosnące kłopoty ze spłatą zadłużenia przez kolejne kraje. Najbardziej zyskać na tym mogą dolar i frank szwajcarski. Szansą dla złotego pozostają większe niż oczekiwane podwyżki stóp procentowych w Polsce oraz ewentualne zdecydowane działania w kierunku obniżania deficytów. Zatem względem euro złoty ma szansę do końca roku nieznacznie się umocnić, natomiast do dolara oraz franka polska waluta może się osłabić.

# Upór nie dla tradera

**Łukasz Przybycin, jeden z traderów pracujących w firmie OSTC, opowiada jak wygląda typowy dzień daytradera; co robić, aby nie stracić wszystkich pieniędzy na giełdzie oraz jakimi cechami musi odznaczać się człowiek, który wiąże przyszłość z tradingiem.**

**Paweł Ziółkowski:** Zaczijmy może od samego początku. Jak to się stało, że zostałeś traderem?

**Łukasz Przybycin:** Cóż, wychowywałem się przez długi czas w Niemczech, tam też studiowałem. Po powrocie do Polski zacząłem rozglądać się za ciekawą pracą, aż pewnego dnia natknąłem się na ogłoszenie firmy OSTC w Internecie. Miesiąc później przyjechałem na rozmowę kwalifikacyjną i tak oto zaczęła się moja kariera tradera.

**PZ:** Rozumiem, że na początku przechodziłeś pewnego rodzaju szkolenie. Opowiedz mi o tym, jak wygląda taki proces i co trzeba zrobić, by móc zacząć grać na własny rachunek?

**ŁP:** Na początku byłem tak zwanym „trainee”. Pierwszym krokiem było odbycie szkolenia umożliwiającego mi zaznajomienie się z produktami, którymi aktualnie tradujemy w OSTC. Kolejny etap to gry na symulatorach prowadzone początkowo w dwuosobowych zespołach, później - indywidualnie. Po trwającym dwa i pół miesiąca szkoleniu, czeka Cię już jedynie gra na własny rachunek.

**PZ:** Opowiedz mi proszę coś więcej na temat tych produktów, którymi tradujesz. W jakich rynkach się specjalizujesz?

**ŁP:** Gram głównie na STIRsach, czyli tzw. Short Term Interest Rates. W ich skład wchodzi różnego rodzaju kontrakty na zmianę stopy procentowej różnych podmiotów. Najczęściej gram na Short Sterling oraz Euribor, czyli stopie procentowej depozytów w Wielkiej Brytanii i w strefie euro na rynku międzybankowym. Jeśli zaś chodzi o commodities, to moją specjalnością są gasoil i ropa.

**PZ:** Pamiętasz może swój zarówno najbardziej, jak i najmniej udany dzień w pracy?

**ŁP:** W moim zawodzie udany dzień uzależniony jest od tak zwanego „flow state”. Jest to sytuacja, w której człowiek jest zestrojony z rynkiem, wszystkie zlecenia kupna i sprzedaży udają się, a całość działa jakby automatycznie. Miałem w takiej sytuacji kilka świetnych i ciekawych finan-

sowo transakcji, których instrumentem bazowym były gasoil i ropa. Natomiast gorsze dni zdarzają się najczęściej, gdy „szarpiesz się” z rynkiem i wszystko sprysięga się przeciw tobie. W takiej sytuacji wystarcza kilka niepomyślnych zleceń, by strata stała się odczuwalna.

**PZ:** Co robisz w sytuacji, gdy dotyka Cię spora strata? Próbujesz za wszelką cenę ją odrobić, „odkuć się”, tak, jak ma to często miejsce w pokerze?

**ŁP:** Zdecydowanie nie, to jest bardzo złe podejście. Przy większych stratach najważniejszym nie jest samo odrobienie straty, a pewność siebie i odzyskanie swego rodzaju „confidence”. W takich sytuacjach zmniejszam wolumen transakcji i staram się powrócić małymi krokami do poprzedniego stanu. Jeśli robiłem dwadzieścia transakcji na dany produkt, to teraz robię ich pięć. Tego rodzaju zniżki trafiają się raz czy dwa w miesiącu, więc bardzo ważnym jest, aby odnaleźć się w sytuacji.

**PZ:** Chciałbym zweryfikować teraz mit panujący wśród wielu osób na temat pracy traderów. Często spotykałem się z opiniami, że trader wstaje o godzinie 9, przychodzi do pracy w południe, składa kilka zleceń na giełdzie, po czym wychodzi z pracy szczęśliwy i bogatszy o kolejne setki tysięcy na rachunku. Czy rzeczywiście praca tradera wygląda tak kolorowo?

**ŁP:** To, ile trwa mój dzień pracy, jest wyłącznie moją decyzją. Muszę przyznać, że w biurze spędzam dużo czasu. Bywa, że zaczynam bardzo wcześnie i kończę wieczorem, choć nie jest to regułą, ponieważ zależy to od aktywności rynku w danym dniu. Zdarza się też, że pojawia się w pracy po południu. Wynika to z faktu, iż

poprzednie dni nie należały do najłatwiejszych i jestem świadom, że umiejętność podejmowania decyzji nie będzie na najwyższym poziomie. Oczywiście nie przeszkadza mi to, póki zarabiam. Weekendy naturalnie mam dla siebie, ze względu na zamknięcie rynków. Ponadto firma OSTC - ze względu na intensywność pracy - jest bardzo otwarta i elastyczna w kwestii ram czasowych i czasu wolnego, co jest korzystne dla pracowników.

**PZ:** Powiedz mi, co lubisz najbardziej w swoim zawodzie, no i co Cię irytuje w nim najbardziej?

**ŁP:** Najbardziej w swoim zawodzie lubię brak monotonii. Tutaj każdy kolejny dzień całkowicie różni się od poprzedniego. Nagłe zmiany kursów, fluktuacje, częste odwrócenia trendu, a także przestój w aktywności rynku i zwyczajna nuda, w której również trzeba się odnaleźć. Ponadto podoba mi się aspekt merytoryczny. Jakby to powiedzieć... Nie mam żadnego klienta, któremu musiałbym się przypodobać i z którym byłbym zmuszony negocjować. A czego nie lubię w byciu traderem? Utraty pieniędzy! [śmiech].

**PZ:** Dobrze, skupmy się teraz przez chwilę na samym tradowaniu. Co mógłbyś mi powiedzieć na temat samego daytradingu? Czym różni się on od inwestowania długoterminowego?

**ŁP:** Inwestowanie jest to długoterminowy handel aktywami i tworzenie własnych portfeli inwestycyjnych. Czyli to, co robi między innymi Warren Buffett. A daytrading inwestowaniem nie jest. Mnie interesuje wyłącznie to, ile mogę stracić w nieprzewidzianych okolicznościach, a dokładnie to, co może się zdarzyć w ciągu najbliższych 30 minut, do południa lub do



końca dnia. W związku z tym nie interesują mnie wiadomości z kraju i ze świata, które mogą mieć wpływ na rynek, ponieważ nie posiadam długoterminowego portfela inwestycyjnego.

**PZ:** Skoro tradujesz krótkoterminowo, to rozumiem, że korzystasz głównie z analizy technicznej. Co jeszcze pomaga Ci w podejmowaniu decyzji?

**ŁP:** Tak, korzystam z analizy technicznej, ale wyłącznie z rana. Wtedy się przygotowuję, wyznaczam sobie cele, kiedy chcę wejść i wyjść z danej transakcji. Używam do tego między innymi wykresu świec japońskich. O 8 otwierają się rynki, więc o 7.59 chciałbym o tym wszystkim zapomnieć, żeby nie być do czegośkolwiek uprzedzonym. Moim wskaźnikiem jest price action, czyli gra na gołych wykresach bez wspomagania się różnymi oscylatorami. Kupuję, gdy widzę na „price ladderze” zmianę cen i pojawiający się sentyment kupna, staram się również sprzedać, gdy występuje sentyment sprzedaży.

**PZ:** A na jaki okres zajmujesz swoje długie pozycje i jak często składasz zlecenia?

**ŁP:** Cóż, wszystko zależy od aktywności rynku, czasem trwają one kilka sekund, czasem trochę dłużej. Jako daytrader czerpię zyski z każdego ticka. Średnio składam około 3500 transakcji dziennie. Oczywiście proszę nie mylić tego z zajmowaniem pozycji. Jeśli interesuje mnie jakiś produkt,



**Najbardziej w swoim zawodzie**

**lubię brak monotonii. Tutaj każdy**

**kolejny dzień całkowicie różni**

**się od poprzedniego. Nagłe zmiany kursów,**

**fluktuacje, częste odwrócenia trendu,**

**a także przestój w aktywności rynku**

**i zwyczajna nuda, w której również**

**trzeba się odnaleźć.**



składałem zlecenie powiedzmy na 20 transakcji, następnie je sprzedaję i razem mam już 40 transakcji na rachunku.

**PZ:** Skoro czerpiesz zyski z jednego ticka, to czy można to porównać do scalpingu?

**ŁP:** Scalping ma miejsce na outrigh-tach, czyli w przypadku bezwarunkowych transakcji zastosowanych przez bank centralny w ramach otwartego rynku oraz w przypadku equity trading, ale sama filozofia wciąż pozostaje bardzo podobna. Czyli jednym słowem można powiedzieć, że jest to coś mechaniką podobnego do scalpingu.

**PZ:** Jako daytrader musisz preferować grę na zmiennych rynkach, prawda?

**ŁP:** Zmienność - tak samo jak aktywność na rynku - jest bardzo ważna. Czasami mają miejsce sytuacje, gdy występuje bardzo niska aktywność na rynkach, co jest dla nas dosyć niewygodne. Istnieje możliwość, że w przypadku złożenia zlecenia generującego stratę, nie będziemy w stanie go wyrzucić z i w związku z tym poniesiemy ogromną szkodę finansową. Ostatnie wydarzenia w Libii i na Bliskim

Wschodzie spowodowały, że gasoil i ropa stały się bardzo interesującą alternatywą. A sytuacja w Portugalii i Hiszpanii powoduje bardzo dużą niepewność stóp procentowych.

**PZ:** Kiedy jest najciekawiej, jeśli chodzi o rynki na których handluje się Short Term Interest Rates?

**ŁP:** Najciekawiej jest na początku miesiąca bo wtedy ma miejsce konferencja prasowa Europejskiego Banku Centralnego, decyzja EBC o stopach procentowych, analogiczna decyzja Banku Anglii oraz publikacja danych dotyczących zatrudnienia w USA. Później jeszcze ogłaszane są informacje dotyczące CPI, czyli ogólnie można powiedzieć, że najciekawsza jest pierwsza połowa miesiąca. Ważne również jest to co się dzieje w Hiszpanii, Portugalii, Irlandii, czy możliwy jest default Grecji. Z każdym nowym newsem outrighy szaleją.

**PZ:** Czy daytrading to wyłącznie spekulacja? Korzystasz często z różnych metod arbitrażu?

**ŁP:** Daytrading nie jest wyłącznie spekulacją. Zawsze poszukuję zbalansowanej pozycji, to jest kluczowa rzecz w firmie.

**Przy większych stratach najważniejsze nie jest samo odrobienie straty, a odzyskanie pewności siebie.**



**Czego nie lubisz najbardziej w swoim zawodzie? Tracić pieniądze.**



OSTC preferuje grę „jednego ticku” - najmniejszej możliwej zmiany. Jeśli zaś chodzi o hedging, to trading na spreadzie jest już zhedgowany sam w sobie. Dlatego staram się mieć kompleksową, ale zbalansowaną pozycję. Jeśli miałbym to wyrazić cyframi, to jest to w 70% spekulacja i w 30% arbitraż.

**PZ: A starasz się przewidzieć zachowania rynku w ciągu najbliższych kilku dni? Przewidujesz, czy rynek będzie bardziej aktywny i dokąd będzie zmierzał?**

**ŁP:** Zdecydowanie nie, staram się nie mieć zdania w kwestii zmienności i aktywności rynku. Profesjonalny daytrader nie powinien być nawet zainteresowany tego rodzaju przewidywaniami. Jeśli będę miał przypuszczenia dotyczące najbliższego okresu, to dłużej będę utrzymywał niekorzystną pozycję, licząc na odwrócenie się trendu. Dlatego przewidywania nie odgrywają żadnej roli w mojej pracy.

**PZ: Widzę, że siedzisz przed ośmioma ekranami, z których każdy przedstawia inne rodzaje wykresów oraz ceny poszczególnych produktów. Jaki jest tego cel? Jesteś w stanie nadzorować wszystkie komputery jednocześnie?**

**ŁP:** Nie, nie nadzoruję wszystkich komputerów naraz. Staram się grać na różnych rynkach, bo osiągam w ten sposób automatyczną dywersyfikację. Dzięki temu mam pewność, że jeśli jeden rynek jest nieaktywny bądź jego aktywność jest mała, to jestem w stanie zarobić na innym. Z reguły obserwuję dwa ekrany jednocześnie - rano są to stirsy, a popołudniami obserwuję rynki boczne związane w dużej mierze ze Stanami Zjednoczonymi.

**PZ: Jakie wiążesz obecnie plany z firmą OSTC? Masz jakieś nowe pomysły, którymi chciałbyś się zająć w przyszłości?**

**ŁP:** Obecnie jestem w trakcie tworzenia joint venture z firmą OSTC. Co więcej, jestem aktualnie zaangażowany w trening nowych „trainee” w naszej firmie. Staram się uczyć kandydatów poprawnego podejścia do pracy, czyli tak zwanej etyki.

**PZ: Kiedy trening dobiega końca?**

**ŁP:** Trening nigdy się nie kończy, samego wciąż jeszcze ćwiczę [śmiech].



**PZ: Jakimi cechami charakteru powinien odznaczać się kandydat na posadę tradera?**

**ŁP:** Może zacznę najpierw od cechy, która z pewnością przeszkadza w byciu traderem, a mianowicie upartość. Osoba uparta z pewnością będzie traciła pieniądze. Do pozytywnych cech zaliczyłbym za to: odwagę, odporność psychiczną, swojego rodzaju autorefleksję oraz pasję. W tym zawodzie potrzeba kandydata, który nie boi się podejmowania decyzji, ale zarazem

musi odznaczać się pokorą i potrafić przyznać się do błędu. Wśród trainee każdy boryka się z innym problemem - osoby odważniejsze mają kłopot z „downside risk” i możliwością poniesienia dużej straty, zaś osoby asekuracyjne nie zawsze radzą sobie z aktywnością na rynku.

**PZ: Jakiej rady udzieliłbyś osobom, które pragnęłyby zostać traderami?**

**ŁP:** Najważniejsze jest to, żeby być pewnym, czego się tak naprawdę chce. Przede wszystkim praca tradera jest wymagająca, jeśli chodzi o czas pracy: długie i intensywne dni są raczej regułą niż wyjątkiem. Poza tym zwłaszcza w pierwszym roku poziom frustracji jest bardzo wysoki i chociaż ci, którzy pracują ciężko mają przewagę, to nie ma gwarancji sukcesu. Z tradingiem jest jak z dietą albo rzucaniem palenia - kluczowy jest długotrwały, stały wysiłek. W końcu jesteś albo drapieżnikiem, albo jego ofiarą. ■

# Zwyżki indeksów i eurodolara nadal możliwe

BARTOSZ BONIECKI

**„Dłużna” awantura, której nie było**

Obwieszczona 18 kwietnia obniżka perspektywy ratingu USA przez agencję S&P niczego nie zmieniła w układzie sił. Po jednodniowych spadkach amerykańskich indeksów (o ok. 1,1%) obóz byków szybko otrząsnął się z negatywnego wrażenia. Zaważyły argumenty racjonalne. Agencja S&P jako powód obniżki podała nie najlepszą sytuację finansów publicznych. Dodatkowo, złe wrażenie sprawia forma współpracy (a właściwie jej brak) dwóch największych partii. Większość w niższej izbie mają Republikanie, z kolei przewagę w izbie wyższej (i wsparcie prezydenta) posiadają Demokraci.

Obniżka perspektywy ratingu nie mogła zaskoczyć inwestorów. W środowisku finansistów od dwóch lat mówi się o problemach budżetu USA. Co więcej, decyzja agencji zapadła w momencie, gdy koniunktura w największej gospodarce świata poprawia się. Rzeczywiste problemy z obligacjami USA ujawnił pod koniec marca Bill Gross. Zarządzający portfelem obligacji w globalnej instytucji PIMCO stwierdził, że po włączeniu zobowiązań systemu ubezpieczeń społecznych, dług USA pięciokrotnie przewyższa roczne PKB.

Zresztą, nawet gdyby inwestorzy chcieli obrazić się na Amerykę, nie mieliby tak naprawdę dokąd pójść. USA to najważniejsza „bezpieczna przystań” na czasy finansowej zawieruchy. Stąd Stany Zjednoczone korzystają ze wzrostu awersji do ryzyka - umacniają się dolar i maleją rentowności obligacji rządowych.

Na razie jednak nie ma podstaw do obaw. Wsparciem dla rządu jest prezes Rezerwy Federalnej, Ben Bernanke i prowadzona ekspansywna polityka monetarna. Dzięki utrzymywaniu stóp procentowych na wyjątkowo niskim poziomie oraz luzowaniu ilościowemu QE2 rośnie PKB. Ponadto, skup instrumentów dłużnych w ramach QE2 pomaga utrzymywać rentowność obligacji na akceptowalnym poziomie. Ceną, jaką przyjdzie zapłacić Stanom Zjednoczonym w dłuższym czasie, będzie wzrost inflacji. Wśród przyczyn mogą być: zwiększona podaż pieniądza, rosnące ceny surowców i ewentualne efekty drugiej rundy.

Jak dotąd wszystko wydaje się sprzyjać dalszym wzrostom. Nawet rosnące zadłużenie na krótką metę przyczynia się do zwiększenia dynamiki PKB wskutek wzrostu konsumpcji. W długim terminie następstwa są dokładnie odwrotne. Wzrost zadłużenia

Rys. 1. Wykres S&P 500 w ujęciu tygodniowym i 45-okresowa średnia



Źródło: Finance.yahoo.com

wymusza podwyżkę podatków celem spłaty zobowiązań. W efekcie zmniejsza się dynamika PKB i w konsekwencji zachwiana zostaje równowaga budżetowa.

**Rynek akcji: czy spodziewać się dalszych wzrostów?**

Inwestorzy doszli jednak do wniosku, że obecnie nie ma potrzeby martwić się na zapas tym, co będzie, skoro można szukać pozytywów. Boddem do wzrostów indeksów giełdowych w końcówce kwietnia okazały się wyniki spółek i decyzja władz monetarnych. Lepsze od oczekiwań publikacje sprawozdań takich spółek, jak: Intel, IBM, Yahoo, AT&T, American Express czy Goldman Sachs, „ustawiły” sezon wyników i uspokoiły nadszarpnięte nerwy inwestorów. Dodatkowo, byków wsparł prezes Bernanke, który potwierdził QE2 do końca czerwca oraz gołębie rozwiązanie w kolejnych miesiącach - reinwestowanie środków z programu.



**W tym zawodzie potrzeba kandydata, który nie boi się podejmowania decyzji, ale zarazem musi odznaczać się pokorą i potrafić przyznać się do błędu.**



Poziom stóp procentowych to jeden z ważniejszych dla cyklu koniunkturalnego czynników. Wyższy koszt pieniądza to zazwyczaj mniej udzielonych kredytów dla firm, z których realizowane są inwestycje. Na podobnych zasadach wyższe stopy ograniczają konsumpcję i pogarszają wyniki finansowe spółek (przez wzrost kosztów finansowania zewnętrznego, czyli np. odsetek od zaciągniętych zobowiązań). W rezultacie, zacieśnienie polityki pieniężnej wpływa negatywnie na dynamikę PKB. Kwotowania kontraktów FRA na stopę procentową w USA (LIBOR – USD 6x9 i 9x12) dają jednoznaczne wskazania. Podwyżka stóp w USA może mieć miejsce najwcześniej od listopada. Tym samym ubywa jeden czynnik ryzyka dla amerykańskich, a tym samym globalnych, wzrostów.

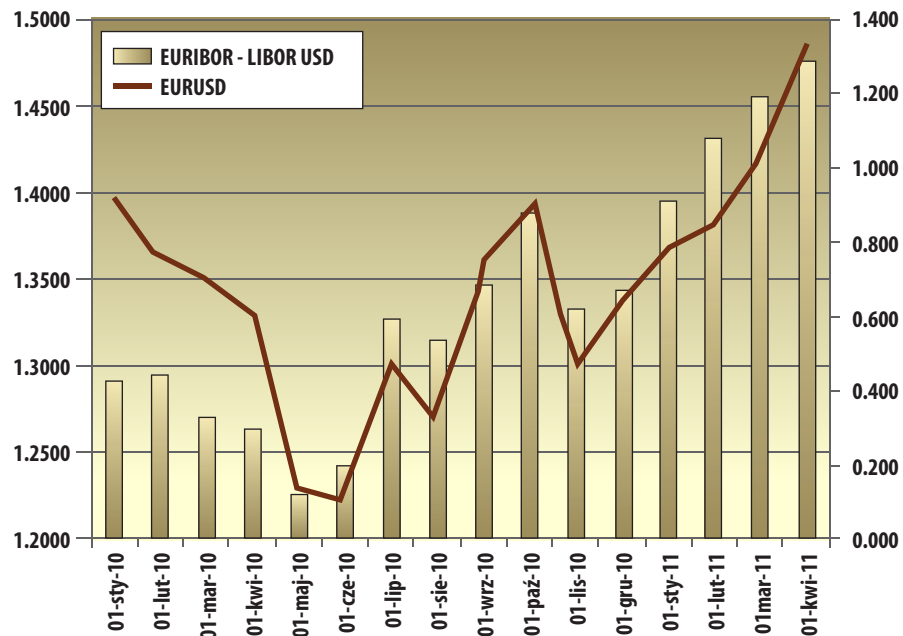
Drugim ważnym dla cyklu czynnikiem jest szeroko omawiany **poziom wskaźnika cena do zysku** (P/E). Wieleletnie badania pokazują, że poziomem granicznym było 17. Po jego przekroczeniu akcje można było uznać za przewartościowane. Obecna średnia dla 500 spółek notowanych w ramach indeksu S&P 500 to 16. Warto jednak podkreślić, że nawet przebiecie tego pułapu nie gwarantuje natychmiastowych spadków cen akcji. Na dzień dzisiejszy wskaźnik P/E dalej sprzyja bykom.

Trzecim i ostatnim czynnikiem jest to, od czego wypadaloby zacząć te rozważania. Pytanie o dalsze wzrosty ściśle zależy od tego, jaka jest obecna sytuacja na giełdach. Podstawowym jej wyznacznikiem zdaniem niektórych jest położenie notowań w relacji do 45-tygodniowej średniej. Po ostatniej wspinaczce indeksów ku górze nie powinno być wątpliwości, że notowania jednego z najważniejszych indeksów USA – S&P 500 znajdują się ponad wspomnianą średnią. I to pomimo pesymizmu samych Amerykanów, wśród których 55% twierdzi, że gospodarka USA znajduje się w recesji. Tym niemniej, giełdy amerykańskie ciągle rosną. Wraz z nimi rosną inne rynki (w tym polska GPW).

#### Eurodolar zwyżka seria nielimitowana

Jeżeli apetyt na ryzyko będzie stymulować dalsze wzrosty akcji, podobnie zachowa się kurs EURUSD.

Rysunek 2. EURUSD a rynkowe stopy procentowe.



Źródło: Analizy.bgz.pl i Mig Trading Station.

Rysunek 3. Sytuacja techniczna na wykresie EURUSD.



Euro jest uważane za walutę wrażliwą na ryzyko, podczas gdy dolar to wspomniana już „bezpieczna przystań”. W pewnym sensie zmiany kursu tej pary (główniej pary walutowej) odzwierciedlają walkę byków z niedźwiedziami. Na razie zwycięsko wychodzi z niej wspólna waluta.

W obozie europejskim nie brak jednak problemów. Coraz powszechniej toczona jest dyskusja o restrukturyzacji długu Grecji. Wraz z Grecją podobny scenariusz prawdopodobnie czekałby Portugalii i Irlandii (oba kraje zakopane po uszy w problemach wewnętrznych). Wysłany w marcu przez Portugalii S.O.S. rynek wycenia na 80 mld euro – tyle powinna wynieść „zapomoga” dla Lizbony. Przypadki Irlandii i Grecji pokazują, że ostateczny rachunek wystawiony włodarzom europejskim może być znacznie wyższy. W kolejce czekają Hiszpania, Włochy. Mimo to eurodolar nie zaprzestał wzrostów.

Te są w dużej mierze wynikiem rosnącego rozdźwięku między oczekiwaniami zmian stóp

w strefie euro i USA. Jak widać na wykresie, spread kontraktów FRA nieco wcześniej, bo w czerwcu 2010, zmienił kierunek ruchu. Po posiedzeniu Komitetu FOMC z 27 kwietnia prawdopodobnie polityka niskich stóp będzie jeszcze kontynuowana, jak to określa sam Fed, przez „dłuższy okres” (extended period).

Także sytuacja techniczna nie wskazuje na rychłe odwrócenie trendu. Jeżeli by wzrosty między czerwcem a październikiem 2010 uznać za pierwszą falę 5-falowej struktury wzrostowej, obecnie jesteśmy świadkami trzeciej fali, która powinna co najmniej dojść do poziomu 1,5276. Na tym pułapie znajduje się 100% ekspansji pierwszej fali (impulsu). Rozpoczęcie trzeciej fali dodatkowo potwierdza widoczna formacja objęcia hossy (bladoniebieska elipsa na wykresie). Siłę wzrostów pokazuje trwałość wybicia powyżej fioletowej grubej linii trendu spadkowego, która obowiązuje od niemal 3 lat. Czyżby szykował się atak na historyczne maksimum 1,6037? ■



## CO SŁYCHAĆ NA WALL STREET?

# Wyniki spółek znowu pomogły bykom

**W kwietniu rozpoczął się (i praktycznie zakończył) sezon publikacji raportów kwartalnych przez amerykańskie spółki. Początek był dla byków nieciekawym. Raport kwartalny, który opublikował JP Morgan Chase, był zdecydowanie lepszy od oczekiwań, ale reakcja rynku była negatywna. To, po raporcie Alcoa (podobny układ), było drugie ostrzeżenie. Bardzo szybko wszystko się jednak zmieniło. Gracze zapomnieli o wszystkich problemach i rzucili się na akcje spółek, które opublikowały lepsze od oczekiwań wyniki.**

PIOTR KUCZYŃSKI

Interesujące rzeczy działy się w kwietniu przede wszystkim na rynku walutowym i wokół niego. Najważniejsze było to, co będzie teraz robił Fed. Członkowie FOMC podzielili się bardzo wyraźnie w dwóch ważnych kwestiach: polityki monetarnej (podwyżki stóp) i stosowania skupu obligacji rządowych (QE2). Część członków FOMC chce podwyżki stóp już w tym roku i zakończenia programu skupu obligacji przed czerwcem tego roku. Część chce pozostawić stopy w tym roku bez zmian i zakończyć skup obligacji tak, jak postanowiono w zeszłym roku, czyli w czerwcu. Jeśli chodzi o inflację, to obawy o jej wzrost są bardziej widoczne, ale większość (wraz z szefem Fed) uważała, że wzrost ceny surowców jest tymczasowy.

Zakładam, że jak zwykle wygra Ben Bernanke, szef Fed: stopy w tym roku nie wzrosną, a QE2 zakończy życie tak jak zakładano, czyli w czerwcu.

Wydarzeniem tuż przed świętami Wielkiej Nocy było obniżenie przez agencję Standard&Poor's perspektywy ratingu USA (do negatywnej). Agencja uważa, że politycy mogą nie dojść do porozumienia w sprawie „zmniejszenia długoterminowej presji fiskalnej”. Taka decyzja oznacza, że prawdopodobieństwo obniżki ratingu długoterminowego USA w okresie najbliższych dwóch lat jest co najmniej 33-procentowe. Agencje ratingowe od czasu do czasu ostrzegały, że sytuacja finansów USA nie jest dobra, ale rynki traktowały te ostrzeżenia jak strachy na lachy. Decyzja S&P jest na razie tylko pogroženiem

palcem. Uważam, że najwyższy rating USA jeszcze przez przynajmniej rok jest bezpieczny. Martwić się, i to poważnie, powinniśmy tym, co dzieje się w Europie. Zresztą już następnego dnia okazało się, że agencja ratingowa Moody's ani myśli pójść w ślady S&P – podtrzymała zarówno najwyższy rating USA, jak i jego pozytywną perspektywę.

Rynki zlekceważyły problemy Portugalii. Na początku kwietnia portugalski premier Jose Socrates zapowiedział, że Portugalia poprosi o pomoc ze strony europejskiego funduszu stabilizacyjnego. Zostało to przez graczy przyjęte z ulgą. Rynki wierzą, że to już ostatni kraj, który poprosi o pomoc (tak na przykład twierdzi Goldman Sachs). Według mnie nie będzie to ostatni kraj. Dziwiłbym się, gdyby spekulanci nie spróbowali swoich sił w walce z Hiszpanią. W końcu kwietnia próbowali znowu zarobić na Grecji. Rok temu najbardziej czarno widzący analitycy mówili, że pomoc dla Grecji jedynie opóźni niewypłacalność tego kraju o 2-3 lata. Kilka miesięcy temu mówiło się już o upadku Grecji w 2012 roku. Teraz niektórzy twierdzą (i mogą mieć rację), że restrukturyzacja greckiego długu będzie miała miejsce już latem tego roku. Inwestorzy (przede wszystkim banki) mogą stracić 50-70 procent. Uważam, że Grecja za parę miesięcy lub w przyszłym roku zrestrukturyzuje dług. Jej śladem pójdą inne państwa, a wtedy (lub nawet wcześniej) na arenę wejdzie Hiszpania.

Kurs EUR/USD nadal rósł, pomagając amerykańskim akcjom i podnosząc ceny surowców. Skupiono się na różnicy stóp procentowych między strefą euro i USA, co zdecydowanie pomagało europejskiej walucie. Pomagało jej też to, co pomagać niespecjalnie powinno. Hiszpania sprzedała 10-letnie i 13-letnie obligacje za 3,4 mld euro (blisko górnej granicy). Problem w tym, że rentowności w stosunku do tych sprzed miesiąca wyraźnie wzrosły (odpowiednio 5,472 i 5,667 proc.). Poza tym rentowność obligacji 2-letnich Grecji osiągnęła rekordową wysokość 22 proc. Za obligacje 10-letnie Grecji płacono tylko 59 procent ich wyjściowej wartości. Umocnienie euro zakrawa w tej sytuacji na szaleństwo. Być może jednak gracze uważają, że bankructwo Grecji jest już zawarte w cenach akcji i wycenie walut (według mnie, nie jest).

Pierwszy kwartał był dla akcji znakomity, kwiecień - dobry. Nastroje są wspaniałe mimo olbrzymich zagrożeń. Wszystko zachęca do kupowania akcji. Jednak trzeba pamiętać, że niedostrzeganie zagrożeń towarzyszy hossie, a euforia występuje zazwyczaj tuż przed korektą. Uważam, że tym razem powiedzenie Wall Street „sell in May and go away” się sprawdzi i na rynkach zagości korekta. ■

# Czas refleksji

MICHAŁ BIENKOWSKI

Głównym sygnałem wyjścia amerykańskiej gospodarki z recesji były dotychczas dobre wyniki firm notowanych na giełdach. Inwestorzy byli często zaskakiwani wielkością przychodów i zysków, a to, z kolei, wspomagane przez quantitative easing, doprowadziło amerykańskie indeksy do poziomów dawno nieobserwowanych. Taki dobrobyt jednak nie może długo trwać. Ostatnie dane odnośnie udziału wyników korporacji w PKB Stanów Zjednoczonych jednoznacznie pokazują, że lepsze czasy są właśnie teraz i, zgodnie z cyklicznością procesów gospodarczych, powinny się niedługo skończyć. (Wykres 1) Biorąc pod uwagę dane z ostatniego półwiecza, można policzyć, że wyniki firm miały średnio 9,45-procentowy udział w PKB. W latach 2004-2007 osiągnęły poziom 11,19%, po czym nadszedł rok 2008 i boleśnie wyleczył inwestorów z marzeń o wielkich fortunach. Problemem dla wielu amerykańskich firm będzie podtrzymanie obecnej dynamiki zyskowności na niezmiennym poziomie. Przedsiębiorstwa nie będą w stanie powtórzyć dobrych wyników, co może doprowadzić do stagnacji na rynku akcji (po odpowiednio głębokiej korekcie).

Zastanawiające są przede wszystkim rosnące koszty produkcji. W czasie kryzysu zarządy firm zwalniały pracowników, doprowadzając do dużego wzrostu bezrobocia. Podobną ilość pracy musiała wykonywać mniejsza grupa ludzi, ale prawdopodobnie za te same pieniądze. Teraz, kiedy gospodarka wyszła z recesji i popyt na dobra jest większy, te same firmy muszą zatrudniać nowych pracowników, co sprawia, że znacząco rosną koszty produkcji. Sytuacja na rynku pracy w USA się poprawia, więc niedługo będzie trzeba podnosić pensje wszystkim pracownikom, żeby nie odeszli do konkurencji. To nie pomoże zyskowności przedsiębiorstwa.

Kolejnym elementem prowadzącym do obniżenia zysków są wysokie ceny surowców. Niewielka liczba firm zabezpieczała dostawy surowców na rynku terminowym. To z kolei powoduje znaczący wzrost kosztów produkcji. Początkowo firmy starają się nie podnosić cen, żeby nie zniechęcać klientów. Tym sa-

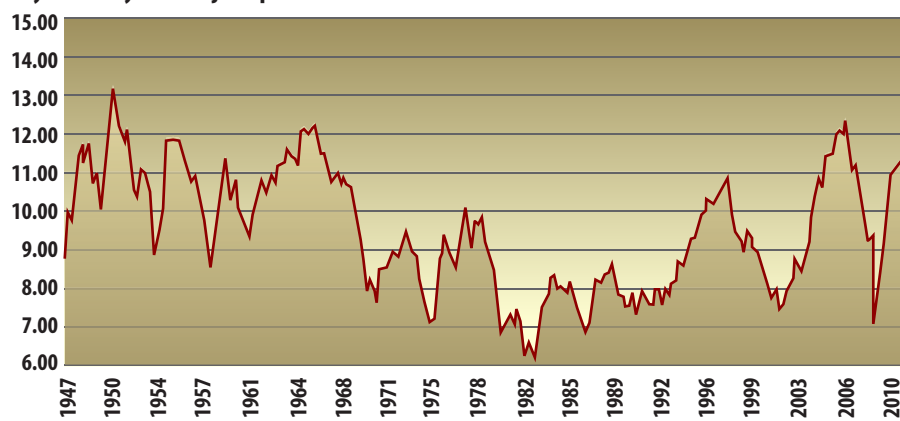
mym spada zyskowność produkcji, ponieważ przedsiębiorca przenosi na siebie część kosztów. Są one przerzucane na klientów dopiero później, gdy już nie da się dłużej funkcjonować w ten sposób. Tak powstaje inflacja. I nawet jeśli założyć, że nie będzie zbyt wysoka, to popyt konsumentów jest na tyle wrażliwy i słaby, że w tej sytuacji wzrost cen będzie pokryty w dużej mierze przez firmy, z obawy przed utratą klientów.

Ostatnim elementem układanki jest restrukturyzacja, którą firmy przeprowadzały w czasie kryzysu, aby zmniejszyć koszty i wytrzymać w ciężkich czasach. Tego typu zabiegi rzeczywiście pomagały amerykańskim

przedsiębiorstwom zwiększyć zyski, ale z reguły restrukturyzacja ma krótkoterminowy efekt. Dynamika zyskowności jest duża zaraz po niej, ale nie ma możliwości jej podtrzymania przez dłuższy okres czasu. W konsekwencji najbliższe dane publikowane przez spółki niekoniecznie będą tak dobre jak te, które pozwoliły indeksom giełdowym wspiąć się tak wysoko.

Jeśli do powyższych argumentów dodamy przyszłe podwyżki stóp procentowych w celu powstrzymania inflacji oraz koniec programu drukowania pieniędzy przez Fed (QE1 i QE2), to wnioski są oczywiste. Nic nie może przecież wiecznie trwać... ■

Wykres 1. Zyski firm jako procent PKB.



Wykres 2. Porównanie zachowania indeksów giełdowych na świecie.



# Najwięksi bankruci w historii

Ojczyzną największych bankructw w dziejach są Stany Zjednoczone Ameryki. Aż dwa spośród trzech upadłych przedsiębiorstw to ofiary współczesnego kryzysu finansowego, które przetrwały największą w historii recesję z lat trzydziestych minionego stulecia, a załamały się pod ciężarem współczesnych zawirowań na rynkach finansowych.

PAULINA KUPIS

1

## Lehman Brothers

Aktywa: 691 000 000 000 \$

Data upadłości: 15 września 2008

Bank Lehman Brothers powstał w 1850 roku. Założyli go trzech bracia, żydowscy emigranci z Niemiec – Henry, Emanuel i Mayer Lehman. W latach siedemdziesiątych ubiegłego stulecia Lehman Brothers stał się czwartym co do wielkości bankiem inwestycyjnym świata, a pierwszym w Ameryce pod względem stopy zwrotu z kapitału własnego. Prezentem na 150. urodziny było znalezienie się w indeksie S&P 100. Zaraz potem cena akcji spółki po raz pierwszy przekroczyła poziom 100 \$. W 2002 roku Lehman Brothers przeprowadził w imieniu CIT Group największą w historii publiczną ofertę akcji. Lata 2006 – 2007 przyniosły kolejne rekordowe poziomy przychodu netto, dochodu netto i zysku na akcje. Firma zaczęła coraz bardziej angażować się w inwestycje na rynku kredytów hipotecznych – w sumie ok. 50 -60 mld dolarów. W 2007 roku jeszcze nic nie zwiastowało nieszczęścia. Pierwsze sygnały ostrzegawcze pojawiły się z początkiem 2008 roku. Pierwszy kwartał tego roku bank zamknął ze stratą, opiewającą na prawie 3 mld \$. Ceny akcji zaczęły spadać w galopującym tempie, osiągając ostatecznie poziom 3.79\$. Zadłużenie banku wzrosło do 800 mld USD i było spowodowane głównie inwestowaniem w nieściągalne kredyty hipoteczne. Mimo pomocy państwa nie udało się uratować kolosa. 15 września 2008 roku prezes banku, Richard Fuld, ogłosił jego upadłość. Bankowość inwestycyjna Lehman Brothers w Stanach Zjednoczonych została przejęta przez Barclays Bank, część europejska i azjatycka zaś przez japoński bank inwestycyjny Nomura. ■



2

## Washington Mutual

Aktywa: 327 900 000 000 \$

Data upadłości: 26 września 2008

Washington Mutual był amerykańskim holdingiem finansowym i jednocześnie właścicielem największego w Stanach Zjednoczonych towarzystwa finansowego przyjmującego depozyty i udzielającego kredytów hipotecznych. Został założony w Seattle w 1899 roku. Debiut na giełdzie miał miejsce w 1983 roku i wtedy właśnie nastąpiła zmiana jego formy prawnej z towarzystwa wzajemnego (która pozostała w nazwie) na spółkę akcyjną. W ciągu sześciu lat od debiutu wartość akcji banku wzrosła dwukrotnie. Dobrą passę potwierdziło przejęcie przez Washington Mutual w 2005 roku czołowego operatora kart kredytowych – firmy Provident. Już pod koniec 2007 roku kondycja finansowa banku zaczęła się pogarszać. Spadek zaufania klientów doprowadził do klasycznego runu na bank. Bank ogłosił upadłość 25 września 2008 roku, czyli dokładnie po 119 latach swojej działalności. Tego dnia akcja spółki została wyceniona na 16 centów. Majątek firmy został przekazany syndykowi Federalnej Agencji Ubezpieczającej Lokaty Bankowe (FDIC). W wyniku upadłości Washington Mutual pracę straciło ok. 9000 osób. Upadły podmiot został przejęty przez Bank JPMorgan Chase & Co. za 1.9 mld dolarów. ■

3

## WorldCom

Aktywa: 103 900 000 000

Data upadłości: 21 lipca 2002

WorldCom został założony w 1963 roku. Szybko urósł do rangi drugiego co do wielkości operatora połączeń długodystansowych w USA. W firmie tej sukcesywnie dokonywano fałszerstw danych finansowych. W ostatecznym rozrachunku zyski firmy zostały zawyżone o 4 mld dolarów. W grudniu 1999 roku jeden z czołowych rywali WorldComu – AT&T zdegradował szefa działu finansowego, który nie osiągał wyników na miarę konkurencji. Mało kto wierzył wówczas w jego zapewnienia, że po prostu nie da osiągnąć się takich wyników, jakie osiągał wówczas WorldCom. Sprzeczne z prawem manipulacje księgowe zostały ujawnione w czerwcu 2006 roku. W wyniku niepokoju inwestorów indeksy giełdowe na Wall Street spadły do najniższego poziomu od pięciu lat. W chwili ogłoszenia upadłości wartość akcji WordComu kształtowała się na poziomie 9 centów. To, co wydarzyło się w spółce, uważane jest za jedno z największych przestępstw gospodarczych w historii. Dyrektor generalny (i jednocześnie założyciel firmy) został skazany na 25 lat pozbawienia wolności, dyrektor finansowy zaś - na pięć lat, ale tylko dlatego, że przyznał się do winy. Firma musiała też zapłacić 750 milionów dolarów Amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (SEC). ■

# Lekarstwo na trend boczny

**Pan Jan jest czytelnikiem Trendu od zarania dziejów. Dowiedział się z niego o giełdzie i postanowił spróbować swoich sił na rynku. Sądził, że zarobi na samochod, a może i dla żony coś zostanie... Kupił akcje, interesował się kontraktami. Ale czas mija i nic się nie dzieje. I nic i nic... Pół roku mija, a pan Jan zarobił akurat na prowizję. O co tutaj chodzi?**

MARCIN RÓŻOWSKI

Jeśli spojrzymy na wykres, to prawdopodobnie bez trudu zidentyfikujemy obowiązujący w długim terminie trend. Znakomicie widać to na skali miesięcznej lub tygodniowej. Sytuacja komplikuje się, gdy spojrzymy nieco bardziej szczegółowo, np. na skalę dzienną. Wtedy okazuje się, że na rynkach powstają długie okresy, gdy notowania poruszają się niemal płasko, bez jednolitej tendencji. To właśnie tak znienawidzone przez inwestorów trendy boczne, gdzie tak trudno zarobić, a łatwo stracić. Dziwnym zbiegiem okoliczności od blisko miesiąca mamy za sobą bardzo długą, półroczną konsolidację w jednym z najnudniejszych trendów bocznych w historii GPW. Na sześć miesięcy indeks zamknął się w przedziale 2600-2800 i przy niskiej aktywności męczył się tam sam ze sobą. Przy tak niskiej rozpiętości walka popytu z podażą przypominała raczej chaotyczne okładanie się pięściami, tak jakby obu stronom zabrano karabiny. To właśnie takie okresy są wyjątkowo dewastujące dla depozytów inwestorów, szczególnie tych z rynku terminowego.

## Strata stratą poganiana

Nie bez powodu wspomniano tu o futures na WIG20. Jest to jeden z najpopularniejszych instrumentów na GPW, szczególnie ukochany przez inwestorów indywidualnych. Jest to fenomen na skalę światową, ponieważ kontrakty terminowe powszechnie uznaje się za zarezerwowane dla dużych graczy. Duża dźwignia finansowa i płynność obrotu skusiła jednak wielu spekulantów do udziału w tym rynku. Efekt jest taki, jak zwykle – większość uczestników musi po pewnym czasie pożegnać się z rynkiem. Oficjalnych statystyk brak, ale według szacunków biur maklerskich zarabia na rynku terminowym zaledwie od 15 do 20% uczestników. Pozostali składają się na ich sukces. Szczególnie jest to widoczne w okresach przeciągających się konsolidacji, gdzie zniechęcenie i frustracja często wykańczają nawet najlepszych. Ostatni trend boczny niewątpliwie okazał się czyścieniem dla niemałej grupy grających na kontraktach.

Czy zatem nie ma znikąd nadziei? Kupić akcje i jakoś przetrwać? Stawiać stopy znacznie szerzej? A może zupełnie wyjść z rynku, ryzykując przegapienie wybiecia? Otóż nie. Istnieje instrument, który pozwala dobrze

zarabiać nie tylko podczas silnych trendów, ale także popularnych boczników. To o ich wykorzystywaniu w takich sytuacjach jest ten artykuł.

## Opcje? Wezwijcie egzorcystę!

W cieniu kontraktów terminowych rozwinęły się na warszawskiej GPW opcje opiewające na indeks największych spółek. Rynek w ciągu ostatnich dwóch lat nabral znaczącej dynamiki, a w marcu tego roku obrót opcjami po raz pierwszy przekroczył 100 tys. sztuk w jednym miesiącu. Można by rzec – nareszcie.

Podstawowy problem dotyczący opcji to fakt, że są one instrumentem bardziej skomplikowanym niż futures. Inwestor może w nich zająć aż 4 pozycje, serii w obrocie jest bardzo dużo, dodatkowo dochodzi ciężka miejscami matematyka. Dodajmy do tego stosunkowo niską płynność obrotu i powstaje problem. Bardzo ciężko zainteresować inwestorów taką propozycją. Dopiero w momencie, gdy potencjalny spekulant zagłębi się w tematykę i zauważy, że techniczną część pracy mogą dokonać za niego programy lub nawet prosty arkusz w Excelu, pojawia się błysk zainteresowania w oczach. Skomplikowane wzory trafiają na plan dalszy, a pojawia się niewyobrażalna w przypadku innych instrumentów elastyczność i swoboda konstruowania różnych strategii. Gdy jeszcze okaże się, że to na tym rynku właśnie czekają

prawdziwe pieniądze, do zakochania tylko jeden krok...

Nie jest to artykuł o opcjach mający na celu przeklekanie zawartości podręczników np. z programu CFA. W tym miejscu skupimy się raczej na kilku zasadach inwestowania na rynku opcji oraz budowie przykładowego systemu transakcyjnego. Autor prosi o wybaczenie, ale przepisywanie po raz tysięczny tego samego nie niesie ze sobą żadnej wartości. Zastanówmy się wspólnie, jak zarobić pieniądze w trendzie bocznym przy wykorzystaniu opcji, natomiast zainteresowanych tematyką „techniczną” opcji pozwól odesłać sobie do znakomitej książki Hulla „Kontrakty i opcje”. Tam, gdzie będzie to konieczne, podstawowe kwestie zostaną wyjaśnione.

## Straty? Panie, ja nigdy nie tracę

Na GPW w Warszawie wachlarz opcji ogranicza się do opcji na indeks WIG20. Ich największą bolączką jest wspomniana płynność obrotu. Bo o ile chętnych do zawarcia transakcji często jest wielu, to różnice w ofertach kupna/sprzedaży pozostają znaczące. Najchętniej na naszej rodzimej Giełdzie obraca się opcjami typu OTM (out-of-the-money – czyli takimi, które wykonane nie przyniosłyby inwestorowi zysku). Dla nich spready są akceptowalne, gorsza sytuacja jest dla opcji ITM (in-the-money – takimi, których wykonanie przyniosłoby inwestorowi określony zysk). Tutaj różnice są już znaczące i potrafią pozbawić nas znaczącej części zysku.

Do handlu opcjami stosuje się znakomitą większość tzw. złotych porad inwestycyjnych. Pozwalamy zyskom rosnąć, straty ucinamy, nie otwieramy zbyt dużych pozycji etc. Większość zna, mniejszość stosuje. Pownownie, nie warto ich w tym miejscu powtarzać, a lepiej skoncentrować się na poradach „czysto” opcyjnych.

Prawdopodobnie najważniejsza porada – należy skupić się na opcjach OTM. Opcje ITM, jeśli tylko są wystarczająco głębokie w pieniądzu, zachowują się niemal identycznie jak kontrakty terminowe. A że spread jest na nich gorszy, to po co przepłacać? Opcje OTM będą podwaliną prostego systemu transakcyjnego, opisanego w dalszej części artykułu.

Mają one wiele zalet. Ich kupno pochłania stosunkowo niewielki procent kapitału inwestora, a potencjalna stopa zwrotu może być naprawdę wysoka, znacznie wyższa niż na kontraktach terminowych. Dodatkowo taka „tania” opcja służy w pewnym sensie jako automatyczny stop-loss. Nabywca opcji nigdy nie może stracić więcej niż wyniosła zapłacona premia. Jak ważny psychologicznie jest to mechanizm, nie trzeba nikomu tłumaczyć. Gracze uwielbiają przecież przetrzymywać w nieskończoność stratne pozycje, szczególnie na rynku terminowym. Bo

| Instrument | Data zakupu | Cena zakupu opcji | Data sprzedaży | Cena sprzedaży | Wynik transakcji |
|------------|-------------|-------------------|----------------|----------------|------------------|
| Call 2700  | 05.10.2010  | 750 zł            | 09.11.2010     | 1000 zł        | 230 zł           |
| Put 2700   | 09.11.2010  | 330 zł            | 22.11.2010     | 650 zł         | 300 zł           |
| Call 2700  | 22.11.2010  | 250 zł            | 07.12.2010     | 700 zł         | 430 zł           |
| Put 2700   | 07.12.2010  | 130 zł            | 17.12.2010     | 0 zł           | - 130 zł         |
| Put 2700   | 20.12.2010  | 660 zł            | 10.01.2011     | 1090 zł        | 410 zł           |
| Call 2700  | 10.01.2011  | 750 zł            | 18.01.2011     | 1300 zł        | 530 zł           |
| Put 2700   | 18.01.2011  | 620 zł            | 18.02.2011     | 750 zł         | 110 zł           |
| Call 2700  | 18.02.2011  | 300 zł            | 03.03.2011     | 650 zł         | 330 zł           |
| Put 2700   | 03.03.2011  | 150 zł            | 18.03.2011     | 0 zł           | - 150 zł         |
| Suma       |             |                   |                |                | 2060 zł          |

*Uwaga: Ceny opcji zostały uśrednione i zaokrąglone w dół. Określenie dokładnych cen intraday byłoby bardzo żmudne, a jednocześnie zmieniłoby wynik o maksymalnie kilka złotych. Prowizję przyjęto na poziomie 10 zł od opcji i uwzględniono w wyniku.*

przecież skoro straciłem już tak wiele, to dalej wytrzymam... Opcje na szczęście pozwalają uniknąć tej okrutnej pułapki.

Opcje to instrument dla cierpliwych graczy. Po zajęciu odpowiedniej pozycji można spokojnie czekać na rozwój wypadków, sporadycznie spoglądając na notowania. Jeśli opcja jest OTM, to nawet stosunkowo duże wahania w cenach nie powodują drastycznych zmian w jej cenie. Takie zachowanie tłumaczą tzw. współczynniki greckie (tutaj konkretnie – delta), które każdy chcący inwestować w opcje winien poznać. W tym miejscu ważne jest jednak, że dla opcji OTM greki są niejako po stronie kupującego – co nie znaczy, że można o nich zapomnieć.

Znamy już techniczne zalety opcji OTM. A jak przedstawiają się praktyczne? Oto garść wskazówek zdaniem autora niezbędnych dla prawidłowej egzystencji na tym rynku:

- Na zakup opcji nie przeznaczamy więcej niż 10 % posiadanego kapitału. Naturalnie miło byłoby zakupić opcji „pod korek” i czekać aż ich cena wzrośnie, ale w razie pomyłki zbankrutujemy w ten sposób szybciej niż nawet na futures na WIG20. To że opcje OTM są tanie, to jeszcze nie znaczy, że trzeba mieć nimi wypchany depozyt.
- Nie więcej niż trzy pozycje jednocześnie. Jest to rada bardziej dla początkujących bez odpowiedniego zaplecza technicznego. Opcje to skomplikowany instrument i monitorowanie kilku serii może być zadaniem ponad siły. Wraz z obyciem i doświadczeniem przyjdzie czas na bardziej skomplikowane działania.
- Jak najmniej transakcji. Spread na opcjach nie są niskie, dlatego minimalizujemy nasz obrót. Koszty transakcyjne są istotne, choć wielu chciałoby o tym zapewne zapomnieć.
- Pamiętajmy o stop-lossie. To, że zapłacona premia jest swego rodzaju stopem, nie oznacza jeszcze, że można kupić i zapomnieć. Jeśli sprawy idą nie po naszej my-

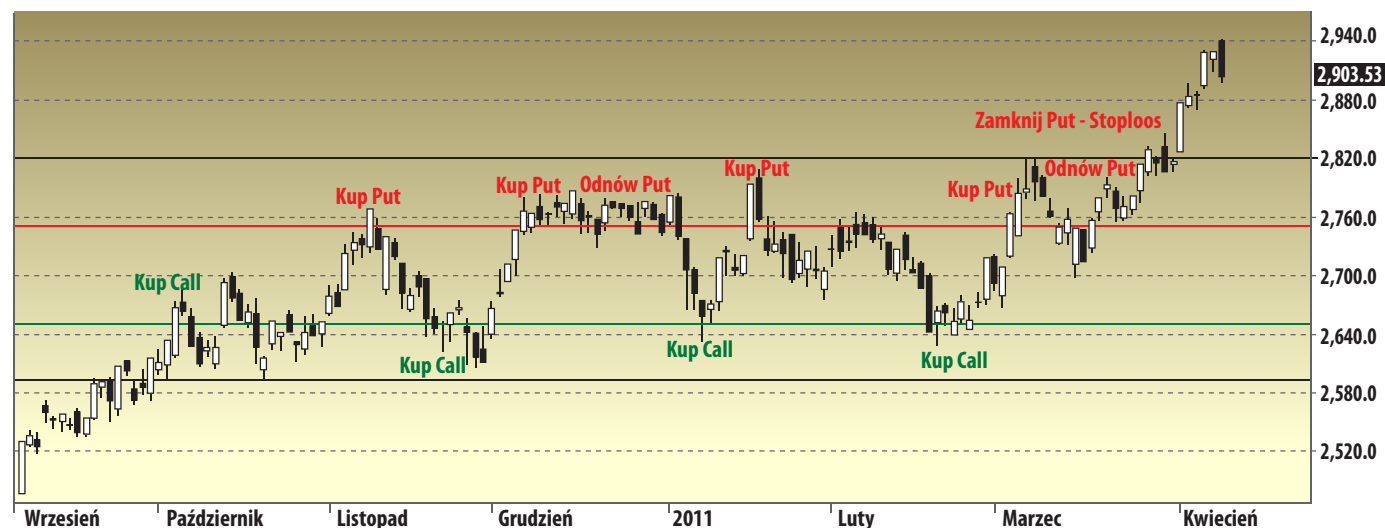
śli, a nasza ocena sytuacji zwyczajnie się zmieniała, kapitał należy ratować, a nie machać mu na pożeganie. Brzmi to jak straszny truizm, ale naprawdę wiele osób niejako przywiązuje się do zajętych pozycji i pozwala im wygasnąć. Pieniądz to pieniądz, należy go ratować.

- Czas jest Twoim wrogiem. Premia opcyjna, bez zagłębiania się w szczegóły, składa się z wartości wewnętrznej oraz czasowej. Ta druga maleje w miarę zbliżania się do rozliczenia, w dodatku coraz szybciej. W związku z tym, gdy do wygaśnięcia pozostało niewiele czasu, należy swoją uwagę skierować na serie z późniejszą datą wygaśnięcia.
- Opcje kupujemy przede wszystkim wtedy, gdy zmienność jest niska. Trendy boczne są pod tym względem wyjątkowe, ponieważ aktywność wtedy zamiera. Opcje stają się tanie jak barszcz i w momencie, gdy zmienność powraca na rynek (a zawsze wraca) ich ceny dostają dodatkowe paliwo. W rozpatrywanym okresie ostatnich dwóch kwartałów, zmienność należała do najniższych w historii – takie okazje nie trafiają się często.

Znamy już swego rodzaju niezbędnik inwestora, który powinien pomóc pokonać nam pierwsze rafa. Teraz sprawdzimy, jak opcje prezentowałyby się w praktyce podczas ostatniej, upiornej wręcz, konsolidacji.

## System prostszy niż cep

Wiedząc już z czym walczymy i co możemy przeciwnikowi przeciwstawić, warto pokusić się o stworzenie prostego planu działania. Literatura dotycząca opcji wypełniona jest przykładowymi strategiami, także dla inwestorów oczekujących trendu horyzontalnego. Zamiast jednak je w tym miejscu przepisywać, warto pokusić się o coś innego. Książki mówią nam, co kupić i w jakiej ilości. My natomiast pójdziemy o krok dalej i spróbujemy stworzyć cały plan działania, który



Na rysunku pokazano transakcje zawarte w tabeli (str. 19). Opcje call kupowane są gdy indeks spadnie poniżej 2650, opcje put zaś - gdy WIG 20 przekroczy 2750. W momencie otwierania pozycji, druga przeciwna jest zamykana. System dobrze radził sobie w okresie konsolidacji, natomiast po nastąpieniu wybiecia i przebiecia 2850 punktów, opcja put zostaje zamknięta zleceniem zabezpieczającym. Możliwa jest dalsza modyfikacja strategii, np. przyjęcie za oś poziomu 2900 punktów.

pozwole nam na spokojne przebrnięcie przez trend boczny z paroma groszami w kieszeni.

Znany ze wstępu do artykułu pan Jan przelał na swój rachunek praw pochodnych 7 500 zł, chcąc spróbować swoich sił na rynku opcji. Jest październik 2010, a czas na pomnożenie majątku daje sobie do końca marca – nie tylko dlatego, że następuje rozliczenie, przede wszystkim żona ma urodziny i trzeba mieć z czego zafundować jej sanatorium. Przygotowując się do inwestowania, pan Jan otworzył miesięcznik Trend i znalazł tam prosty system transakcyjny, który go zainteresował. Spodziewając się trendu bocznego w przedziale 2600-2800, przyjął następujące założenia:

- Jeśli indeks WIG20 przebieje od dołu 2650, Jan kupuje opcję kupna (call) z ceną wykonania 2700, o najbliższym terminie rozliczenia. Opcję odsprzedaży, gdy indeks przebieje 2750 punktów.
- Jeśli indeks WIG20 przebieje 2750 punktów, Jan kupuje opcję sprzedaży (put) o cenie wykonania 2700, o najbliższym terminie rozliczenia. Opcję odsprzedaży, gdy indeks spadnie poniżej 2650 punktów.
- Linie obrony – jeśli WIG20 przebieje 2850 punktów (2550 punktów), to zamykamy pozycję w opcji sprzedaży (odpowiednio kupna).

I to wszystko. System niezwykle prosty i z szerokim polem do modyfikacji. Straty doświadczymy w dwóch wariantach. Pierwszy, który zdarzył się w symulowanym okresie, to pozostanie z opcją OTM aż do wygaśnięcia. Drugi to sytuacja, gdy doszło do wyłamania z założonego przedziału 2600-2800 i inwestor zamykałby opcje na linii obrony, by odzyskać choć część posiadanego kapitału. Naturalnie w pierwszym wariancie inwestor prawdopodobnie zamknąłby już bardzo niewiele warte opcje, by odzyskać choćby nie-

wielki wkład. Jak taki system sprawdziłby się w ostatniej konsolidacji?

Wyniki systemu najlepiej porównywać względem sytuacji na wykresie. Jest oczywiste, że system w kilku miejscach nie poradził sobie w pełni. Najlepszym przykładem jest zakup opcji put 18 stycznia. Inwestor musiałby na niej wytrwać blisko miesiąc, realizując końcowo stosunkowo skromny zysk w wysokości 110 zł. Wprawne oko zauważy, że w międzyczasie indeks zbliżył się do granicy 2650 na zaledwie 10 punktów (minimum z dnia 31 stycznia), by następnie ponownie zawrócić ponad 2700 punktów. Cztery tygodnie oczekiwania sprawiły, że wartość czasowa opcji znacznie się zmniejszyła i trzeba było zadowolić się niższym zyskiem.

Wadą systemu jest także fakt, że nie pozwala on zyskom rosnąć. Są one ucinane przy poziomie 2750, gdy kilkakrotnie indeks meldował się w okolicach 2800 punktów. Lekarstwem na to mogłoby być zamykanie pozycji stopem lub przyjęcie wyższego take profit. Nie ma jednak nic za darmo – zyski byłby w ten sposób realizowane rzadziej. Zachęcam do przetestowania tego wariantu, którego siła zostałaby pokazana na sesji z 18 stycznia, a słabość – w 4 kwartale 2010 roku.

Także gdyby porównać wyniki z opcji call oraz put, staje się widoczne, że granie w kierunku głównego trendu – czyli na wzrost, było znacznie opłacalne. Opcje put także pozwoliły zarobić, jednak skromniej. Jedyne straty zostały poniesione właśnie na opcjach sprzedaży. Należy zauważyć, że dryf indeksu nie sprzyjał graniu na krótko, ponieważ każdy kolejny dołek na indeksie położony był coraz wyżej. Zdecydowanie trend is your friend.

Czy jednak należy narzekać, gdy strategia tak prosta i konserwatywna przyniosła stopę zwrotu z kapitału własnego blisko 40%? Jest to wynik nie do osiągnięcia dla przytłaczającej większości inwestujących i to w skali

roku, nie półroczu. Najważniejsze jest jednak ogromne pole manewru, które system zawdzięcza swoim prostym zasadom. Można je modyfikować na dziesiątki sposobów. Możemy założyć grę tylko w kierunku głównego trendu, oprócz poziom take profit np. o zmienność, inaczej ustalić poziomy otwarcia pozycji... Warto samemu skonstruować zestaw zasad, a następnie sprawdzić, jak zachowywałby się w tej lub innych konsolidacjach. Doświadczenie nabyte w ten sposób zaprocentuje nie tylko przy inwestycjach w opcje, ale też w każdym innym instrumencie. Inwestor zwyczajnie poznaje w ten sposób rynek, na którym działa. A znajomość własnego poletka to jedna z największych przewag, jaką możemy zdobyć stosunkowo niewielkim kosztem.

#### Opcje, głupcze!

Opcje to instrument bardzo elastyczny. Strategii, które może skonstruować inwestor, nie sposób policzyć. Łatwość dostosowania do sytuacji sprawia, że możliwe stało się zarabianie w dosłownie każdych warunkach. Tak jak futures uniezależniły kiedyś inwestorów od bessy, tak opcje mogą pozwolić zapomnieć o trendach bocznych. Wymagana jest jednak konsekwencja i żelazna dyscyplina. Najlepszy system zawiedzie, gdy zawiadowca będzie próbował dziko manewrować pociągami. Swego rodzaju plan awaryjny, na wypadek wejścia w kolejną długą konsolidację, warto mieć zawsze gotowy. Bo kto może przewidzieć, może teraz czeka nas wędrówka w przedziale 2800-3000? Jeśli nie damy się zaskoczyć, to nawet taka sytuacja zadziała na naszą korzyść.

P.S. W artykule nie ma słowa o wystawianiu opcji. Być może jest to świetny sposób np. na obniżenie kosztów strategii, ale jednocześnie bardzo ryzykowny. A autor nie chce, by zszokowani czytelnicy puścili redakcję Trendu z dymem. ■

# FOREX

DODATEK

TREND

## W dodatku:

Foreksowe ABC ..... III

Słowo o edku i kablu ..... IV

Inwestuj z głową ..... VI

Nie taki atak straszny jak go malują ..... VIII

Egzotyczne pary walutowe ..... X

Komputery w starciu z rynkiem ..... XIV

# inwestycje.pl

Codzienna dawka informacji

GIEŁDY  
AKCJE  
WALUTY  
FUNDUSZE  
BIZNES  
NIERUCHOMOŚCI  
SUROWCE  
KREDYTY  
PRZETARGI  
GOSPODARKA  
TECHNOLOGIE



Cenisz swój czas i pieniądze?

Dołącz do grona 600.000 czytelników  
portalu Inwestycje.pl

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

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

Więcej informacji na: [www.inwestycje.pl/reklama](http://www.inwestycje.pl/reklama) lub [reklama@inwestycje.pl](mailto:reklama@inwestycje.pl)

## Foreksowe ABC

Rynek forex jest zdominowany przez traderów i brokerów. Jak każde środowisko zawodowe, wytworzyli oni własny sposób porozumiewania się, który niekoniecznie musi być zrozumiały dla początkującego inwestora. Poniżej przedstawiamy kilka pożytecznych terminów używanych przy handlowaniu walutami.

MICHAŁ BIEŃKOWSKI

Na początek para walutowa EUR/USD – z nią spotykamy się najczęściej. W tym przypadku **walutą bazową** (base currency) jest euro, a **walutą kwotowaną** (offset currency) jest dolar amerykański. **Spread** (różnica między ceną kupna i sprzedaży) na tej parze jest niewielki ze względu na dużą płynność rynku.

Załóżmy, że na rynku aktualna cena to 1.2657/1.2659. Wtedy wielkość spreadu wynosi 2 pipsy. **Pips** to najmniejsza kwotowana część waluty i wynosi 0.0001 (niektórzy brokerzy kwotują waluty nawet w dziesiątych częściach pipsa). Natomiast 100 pipsów tworzy **figurę**. Tutaj ceną kupna (**bid**) jest cena wyższa (1.2659), a ceną sprzedaży (**ask**) jest niższa cena (1.2657).

Walutami handlujemy w **lotach** lub ich częściach. Jeden lot to najczęściej 100 000 jednostek waluty bazowej. Dzięki **dźwigni** oferowanej przez brokera można zawierać transakcje na znacznie większe kwoty niż bez niej. W ten sposób klient może szybciej zarabiać pieniądze – ale też szybciej je stracić. W celu ochrony przed stratami używamy zleceń stop strata (**stop loss**), które zamykają stratną pozycję na pewnym poziomie w celu nie pogłębiania strat. Gdy pozycja jest zyskowna, czasami warto użyć zlecenia **trailing stop** (stop kroczący). Będzie ono podążało za ceną rynkową i uchroni inwestora przed utratą zysku w przypadku niekorzystnego ruchu ceny. Pamiętać należy, że często warunkiem działania zlecenia trailing stop jest pozostawienie działającej **platformy transakcyjnej**, czyli działającego komputera.

Handlując na rynku walutowym, należy obserwować formacje techniczne pojawiające się na wykresach oraz śledzić informacje dotyczące gospodarki. Pomocne okazują się tu serwisy informacyjne (np. Bloomberg.com) i inne strony internetowe (np. forexfactory.com), które opisują wszystkie ważne dane publikowane każdego dnia (przykład w tabeli poniżej).

Na koniec tego wstępu należy przypomnieć, że rynek forex nie jest prostą maszynką do zarabiania pieniędzy. W zależności od źródła informacji, statystyki mówią, że około 80% klientów traci pieniądze u swoich brokerów.

Teoretycznie przewidywanie kursu walutowego jest bardzo proste – jednak praktyka pokazuje co innego. Na rynku walutowym najsłabszym ogniwem jest zawsze człowiek i jego odporność psychiczna. Mistrzostwo wymaga praktyki i niestety ofiar. ■



| Apr 27     |         |          |                       |                               |        |        |          |          | Filter |
|------------|---------|----------|-----------------------|-------------------------------|--------|--------|----------|----------|--------|
| Date       | Time    | Currency | Impact                |                               | Detail | Actual | Forecast | Previous | Chart  |
| Wed Apr 27 | 1:50am  | JPY      | 📈                     | Retail Sales y/y              | 📄      |        | -5.7%    | 0.1%     | 📊      |
|            | 3:30am  | AUD      | 📈                     | CPI q/q                       | 📄      |        | 1.2%     | 0.4%     | 📊      |
|            | 3:30am  | AUD      | 📈                     | Trimmed Mean CPI q/q          | 📄      |        | 0.7%     | 0.3%     | 📊      |
|            | 5:00am  | NZD      | 📈                     | BNZ Business Confidence       | 📄      |        |          | -8.7     | 📊      |
|            | 8:00am  | EUR      | 📈                     | GfK German Consumer Climate   | 📄      |        | 5.9      | 5.9      | 📊      |
|            | All Day | EUR      | 📈                     | German Prelim CPI m/m         | 📄      |        | 0.2%     | 0.5%     | 📊      |
|            | 10:30am | GBP      | 📈                     | Prelim GDP q/q                | 📄      |        | 0.5%     | -0.5%    | 📊      |
|            | 10:30am | GBP      | 📈                     | BBA Mortgage Approvals        | 📄      |        | 30.6K    | 29.9K    | 📊      |
|            | 10:30am | GBP      | 📈                     | Index of Services 3m/3m       | 📄      |        | -0.3%    | -0.5%    | 📊      |
|            | 11:00am | EUR      | 📈                     | Industrial New Orders m/m     | 📄      |        | 1.3%     | 1.2%     | 📊      |
|            | 2:30pm  | USD      | 📈                     | Core Durable Goods Orders m/m | 📄      |        | 1.7%     | -0.3%    | 📊      |
|            | 2:30pm  | USD      | 📈                     | Durable Goods Orders m/m      | 📄      |        | 2.1%     | -0.6%    | 📊      |
|            | 4:30pm  | USD      | 📈                     | Crude Oil Inventories         | 📄      |        | 1.4M     | -2.3M    | 📊      |
|            | 6:30pm  | USD      | 📈                     | FOMC Statement                | 📄      |        |          |          |        |
| 6:30pm     | USD     | 📈        | Federal Funds Rate    | 📄                             |        | <0.25% | <0.25%   |          | 📊      |
| 8:15pm     | USD     | 📈        | FOMC Press Conference | 📄                             |        |        |          |          | 📊      |



## Słowo o edku i kablu\*, czyli od czego zależy kurs najpopularniejszych par walutowych? Fundamenty a technika

EUR/USD to najpłynniejsza para walutowa. Szacuje się, że dzienne obroty tylko na EUR/USD stanowią 28% wartości wszystkich transakcji zawieranych codziennie na rynku forex. Inną interesującą Europejczyków parą powinna być GBP/USD. Jakie czynniki wpływają na kształtowanie się notowań tych par?

MICHAŁ BIEŃKOWSKI

Przede wszystkim należy poszukiwać informacji o stanie gospodarek europejskiej i amerykańskiej. Ważnym czynnikiem są zatem decyzje banków centralnych związane z wysokością stóp procentowych i prowadzoną polityką monetarną. Teoretycznie powinna się umacniać waluta wyżej oprocentowana wskutek tzw. „carry trade”, czyli przenoszenia przez inwestorów kapitału do miejsc, gdzie będzie przynosił jak największy zysk. Bez wątpienia na notowania zarówno EURUSD, jak i GBPUSD, mają wpływ także wypowiedzi polityków oraz ważnych osób z życia publicznego, szczególnie tych odpowiadających za stan

gospodarki lub zarządzających dużymi firmami.

Ważnymi elementami układanki są: saldo bilansu płatniczego, oczekiwania inflacyjne oraz reprezentujące je wskaźniki CPI (wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych) oraz PPI (wskaźnik cen dóbr produkcyjnych). Zwrócić uwagę należy również na wahania wysokości produkcji przemysłowej, wielkość sprzedaży detalicznej i stopę bezrobocia. Wartościowe bywają narzędzia w pewnym sensie alternatywne, takie jak wskaźnik nastrojów makroekonomicznych czy badanie opinii i nastrojów konsumentów – bo to przecież od nich w głównej mierze zależy stan gospodarki.

Często sekundy przed publikacją wyżej

podanych wskaźników waluty cechują się bardzo dużą zmiennością kursów (dużą wolatylnością), co stwarza idealną sytuację do zarobienia lub stracenia dużej ilości pieniędzy w bardzo krótkim czasie. Zawieranie transakcji w takich momentach jest raczej zarezerwowane dla inwestorów doświadczonych, silnych psychicznie i gotowych ponieść sporą stratę. Oczywiście można (i należy) zabezpieczać pozycję zleceniem stop loss, jednak bywają momenty, kiedy rynek zamknie inwestorowi pozycję

**\*Przykładowe zwyczajowe nazwy najważniejszych par walutowych:**

|                |                     |
|----------------|---------------------|
| AUD/USD Aussie | EUR/USD Euro, Eddie |
| GBP/JPY Geppy  | GBP/USD Cable       |
| NZD/USD Kiwi   | USD/CAD Loonie      |
| USD/CHF Swissy | USD/JPY Gopher      |

Tablice korelacji dwóch podstawowych par walutowych

| EUR/USD  |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Period   | AUD/USD | EUR/CHF | EUR/GBP | EUR/JPY | GBP/USD | NZD/USD | USD/CAD | USD/CHF | USD/JPY | XAG/USD | XAU/USD |
| 1 week   | -0.87   | 0.90    | 0.89    | 0.79    | 0.70    | -0.91   | 0.94    | 0.55    | -0.41   | -0.40   | -0.24   |
| 1 month  | 0.46    | 0.47    | 0.95    | 0.84    | 0.86    | 0.50    | 0.04    | -0.88   | -0.81   | -0.66   | -0.83   |
| 3 months | 0.81    | 0.19    | 0.64    | 0.79    | 0.76    | 0.76    | -0.49   | -0.66   | 0.12    | -0.05   | -0.75   |
| 6 months | 0.74    | 0.75    | 0.83    | 0.91    | 0.80    | 0.39    | -0.18   | -0.75   | 0.10    | -0.66   | -0.92   |
| 1 year   | 0.33    | 0.89    | 0.79    | 0.94    | 0.91    | 0.43    | 0.40    | -0.87   | -0.01   | -0.33   | -0.65   |
| 2 years  | 0.52    | 0.63    | 0.06    | 0.77    | 0.76    | 0.54    | -0.40   | -0.75   | 0.22    | 0.21    | -0.07   |

| GBP/USD  |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Period   | AUD/USD | EUR/CHF | EUR/GBP | EUR/JPY | EUR/USD | NZD/USD | USD/CAD | USD/CHF | USD/JPY | XAG/USD | XAU/USD |
| 1 week   | -0.84   | 0.62    | 0.30    | 0.19    | 0.70    | -0.66   | 0.88    | 0.37    | -0.83   | -0.08   | 0.07    |
| 1 month  | 0.23    | 0.35    | 0.66    | 0.61    | 0.86    | 0.33    | 0.23    | -0.79   | -0.83   | -0.58   | -0.70   |
| 3 months | 0.65    | -0.41   | -0.01   | 0.38    | 0.76    | 0.75    | -0.38   | -0.93   | -0.27   | -0.08   | -0.39   |
| 6 months | 0.51    | 0.41    | 0.33    | 0.66    | 0.80    | 0.45    | 0.04    | -0.79   | -0.11   | -0.58   | -0.68   |
| 1 year   | 0.09    | 0.82    | 0.46    | 0.89    | 0.91    | 0.24    | 0.56    | -0.77   | 0.11    | -0.45   | -0.69   |
| 2 years  | 0.42    | 0.64    | -0.60   | 0.88    | 0.76    | 0.50    | -0.44   | -0.43   | 0.61    | 0.04    | -0.23   |

stratą spowodowaną zleceniem stop loss i powróci do wcześniej przewidzianego ruchu. Wtedy frustracja sięga zenitu.

Kolejnym aspektem inwestowania w waluty jest analiza techniczna. Formacje świecowe i inne wskaźniki mają ułatwić inwestorowi analizę zjawisk zachodzących na rynku. W wielu przypadkach realizują się najbardziej znane scenariusze analizy technicznej (np. głowa z ramionami, podwójny szczyt, flaga, chorągiewki). Wy tłumaczenie skuteczności tych formacji jest proste – wszyscy uczestnicy rynku je znają, więc zlecenia są ustawiane tak, żeby zarobić na bardzo prawdopodobnym ruchu cen. Jeśli wiele osób zrealizuje zlecenia w tym samym momencie, to siłą rzeczy formacja się zrealizuje.

W końcu należy wspomnieć o zleceniach biorących się z czystej potrzeby nabywania waluty, a nie z chęci spekulowania. Wyobraźmy sobie, że któryś z banków akurat w danym momencie musi przewalutować

dużą ilość pieniędzy. Jeśli ten moment wypadnie w nietypowej chwili (np. w nocy), to rynek może być mniej płynny i takie zlecenie spowoduje bardzo duże wahania cen. Dla inwestora, który znajdzie się przez przypadek po przeciwnej stronie rynku i nie zabezpieczy się zleceniem stop loss, poranek może być wtedy bardzo nie miły.

### Jak czytać tablice:

Każda z tablic pokazuje korelacje między dwoma parami walutowymi dla danego przedziału czasowego. Wszystkie wartości mieszczą się w przedziale <-1;1>. Dodatnia korelacja oznacza, że dane dwie pary walutowe poruszają się w tym samym kierunku. Ujemna, przez analogię, oznacza, że pary poruszają się w odwrotnych kierunkach.

Wartości współczynnika korelacji:

- 0,0 - 0,2- bardzo słaba korelacja- można ją zignorować przy decyzjach inwestycyjnych
- 0,2 - 0,4- słaba korelacja
- 0,4 - 0,7- korelacja o średniej sile
- 0,7 - 0,9- silna korelacja
- 0,9 - 1,0- bardzo silna korelacja, przy czym wartość jeden praktycznie nie ma szansy na zaistnienie

Przykład: Dla pary EUR/USD z pierwszej tablicy odczytujemy wartość korelacji z GBP/USD w okresie 1 roku. Współczynnik korelacji wynosi 0,91, co oznacza, że pary są silnie skorelowane ze sobą. Jak może wykorzystać to inwestor? Otóż czasami warto obserwować pary walut silnie skorelowane ze sobą (zarówno ujemnie, jak i dodatnio). Jest bowiem wysoce prawdopodobne, że silny ruch na jednej parze wywoła ruch dostosowawczy na drugiej. Często przyczynami takiego zachowania walut są działający na giełdach arbitrażyści.

Dla przeciętnego inwestora trudnością jest skuteczna obserwacja możliwości arbitrażu. Nie ma on bowiem wystarczających narzędzi lub na tyle podzielnej uwagi, by zdążyć zareagować odpowiednio szybko na daną informację. Większość arbitrażu jest dokonywana

przez zaawansowane systemy transakcyjne funduszy hedgingowych lub banków inwestycyjnych, z którymi Kowalski nie jest w stanie konkurować. ■





# Inwestuj z głową

Większość początkujących inwestorów dość entuzjastycznie podchodzi do swoich inwestycji. W przedziwny dla siebie sposób są oni przekonani, iż lektura kilku książek i opracowań oraz udział w kilkunastu szkoleniach pozwoli im osiąść tak dużą wiedzę, aby opracować własną maszynkę do pomnażania pieniędzy. Tyle, że często przychodzi rozczarowanie i zaczyna się szukanie winnych. Najczęściej są to Oni – czyli tajemnicze siły manipulujące kursami – zamiast zastanowienia się, czy to aby ja sam nie stanowią dla siebie problemu. Chcesz zarabiać, to zmień swoją psychikę – takie sugestie można znaleźć w wywiadach ze sławnymi inwestorami. Ale czy to takie łatwe? Czy zdajemy sobie sprawę, iż dobry inwestor to bynajmniej nie ten, który często ma rację, tylko ten, który potrafi przełożyć myśli na działania z zachowaniem matematycznego rozsądku? Czyli unika nadmiernego ryzyka. Trudne? Niekoniecznie.

MAREK ROGALSKI

Czy znają Państwo regułę „2 procent”? Zakłada ona, iż w transakcji nie powinniśmy ryzykować więcej, niż 2 procent posiadanych przez nas środków. Przy czym

nie dotyczy to każdego „deala” z osobna, jak to uważają niektórzy inwestorzy, tylko całego portfela. To nieporozumienie sprawia, iż niektórzy nieświadomie narażają nawet 10% środków w sytuacji, kiedy posiadają chociażby pięć różnych

instrumentów przy zachowaniu wspomnianej reguły. Z kolei inni świadomie modyfikują te założenia, zwiększając poziom ryzyka. Ich argumenty cechuje jednak chciwość. Uważają, że ryzykując 2%, można zarobić co najwyżej 4-6%, co ich zdaniem jest słabym wynikiem (ciekawe, co ma powiedzieć inwestor posiadający roczną lokatę bankową). Tacy inwestorzy nie chcą jednak uwzględnić sytuacji, w której trafia się tzw. czarna seria, czyli kilka błędnych transakcji pod rząd. A to przecież może dotknąć każdego, nawet najlepszych zarządzających. Wtedy efektem łamania podstawowych reguł unikania nadmiernego ryzyka jest strata rzędu 40-50% kapitału. To uruchamia kolejne negatywne schematy zachowań, „pętlę

hazardu”. W dużym uproszczeniu sprowadza się ona do usilnego polowania na „okazje” i dalszego poluzowywania reguł ryzyka – po prostu taki inwestor chce się na siłę odkuć. Tylko po co?

## Nie warto nadmiernie ryzykować!

Starzy rynkowi wyjadacze twierdzą, iż naczelną zasadą jest utrzymać się na powierzchni, czyli nie dopuścić do straty kapitału poniżej stanu początkowego. Rozsądny inwestor wchodzi na rynek wtedy, kiedy widzi ku temu okazję, a nie z nudów na zasadzie „jak dzisiaj zagram, to może coś zarobię”. Ta reguła dotyczy wszystkich klas aktywów, także rynku akcji. Tutaj popularne jest przeszukiwanie ze spółki na spółkę, na czym zarabia głównie makler, kasując od nas prowizję za każdą transakcję. Najwięcej błędów inwestorzy popełniają jednak na tzw. rynkach lewarowanych, gdzie korzysta się z dźwigni finansowej. Możliwość nawet 100-krotnego zwiększenia siły naszych funduszy imponuje każdemu – łatwo wtedy o duży zysk, ale i też taką samą stratę. Miejsce, gdzie dźwignia jest największa, są platformy forexowe, które pozwalają handlować na rynku walut. Same w sobie są jednak świetnym rozwiązaniem, gdyż dają przeciętnemu inwestorowi bardzo szeroką paletę możliwości inwestycyjnych. Z kolei zawarcie transakcji jest bardzo proste – wystarczy nawet kilka kliknięć myszką – a serwis informacyjny dostarczany klientowi jest coraz bardziej rozbudowany. Co jednak z tego, skoro większość klientów inwestujących na rynku forex zwyczajnie traci swoje pieniądze? Podstawowym błędem jest brak umiejętności zarządzania kapitałem, czyli ignorowanie reguły dwóch procent, a także przecenianie swoich umiejętności. Ktoś kiedyś porównał forex do jazdy rozpędzonym bolidem na torze Formuły 1. Za tobą stoi technologia i możliwości, ale finalnie wszystko zależy tylko od ciebie.

## Czy, zatem się do tego nadajesz?

Forex i rynki lewarowane (jak kontrakty terminowe na giełdzie w Warszawie) nie są dla każdego. To wyższa szkoła jazdy, która wymusza jednocześnie dość dużą dyscyplinę psychiczną. Trzeba zdawać sobie sprawę z tego, iż jest to gra prawdopodobieństw i tym samym straty są wpisane w historię inwestycji. Kluczowe jest szybkie reagowanie na zmieniające się warunki rynkowe i nie rozpamiętywanie poprzednich transakcji. Wielu inwestorów po zamknięciu dobrej pozycji w danym kierunku nie potrafi jej odnowić, tylko usilnie szuka powodów do wejścia w przeciwną transakcję. Tymczasem wtedy dość łatwo o serię bolesnych strat, zwłaszcza w sytuacji, kiedy dany trend jest na rynku bardzo silny. Słynny inwestor George Soros powiedział kiedyś, że nieważne czy masz rację, czy

nie – ważne, czy otworzyłeś właściwą pozycję. Te słowa można także rozbudować – nieważne, na czym zarabiasz, ważne, że twój rachunek rośnie przy zachowaniu stosownego poziomu ryzyka. Co to znaczy? Spora część inwestorów nastawia się albo tylko na forex, albo tylko na akcje. I jedni i drudzy mają swoje argumenty, ale nie potrafią zrozumieć, że kluczem do sukcesu jest „mieszanie” rynków i ciągłe szukanie okazji. Kiedy giełdy podnoszą się po silnych spadkach (jak na wiosnę 2009 r.), to znacznie łatwiej jest zarobić większe pieniądze na akcjach przy mniejszym ryzyku, niż na forexie. Natomiast w sytuacji, kiedy rynki akcji wchodzą w konsolidację, rynek walutowy ze swoją większą zmiennością i możliwościami staje się bardziej atrakcyjny. Dlatego też najlepszym rozwiązaniem jest posiadanie rachunku w domu maklerskim, który oferuje dostęp do wszystkich rynków finansowych na wysokim poziomie.

## Reguły, reguły, reguły...

Kończąc te rozważania, być może warto w kilku punktach podsumować największe błędy, jakie trafiają się początkującym inwestorom:

1. Brakuje mi celu inwestycyjnego – być może warto, abyś ustalił sobie roczny limit zysków, który ciebie interesuje i pod to ustawił całą strategię? Być może twoje założenia są tylko w sferze marzeń? Bądź realistą!
2. Mam mało pieniędzy, ale to nic – forex jak żaden z innych rynków buduje iluzję bogactwa już od samego początku. Mam tysiąc złotych, ale gram za sto tysięcy. Czuję się jak bogacz, ale czy na pewno? Może jesteś zwykłym frajerem? Pamiętaj o regule 2 procent i lepiej jej za bardzo nie modyfikuj. Może lepiej, abyś nadal miał te kilka tysięcy, zamiast stracił wszystko.
3. Przywiązuję się do moich pozycji – większość inwestorów jeżeli zaczyna tracić, to wymyśla różne niestworzone koncepcje tylko po to, aby uzasadnić swoją rację. Hodowanie strat to klasyczny problem na każdym rynku, ale na forexie może szybko doprowadzić cię do bankructwa. Pamiętaj o stop-lossach (zleceniach ograniczających straty), ale też nie ustawiaj ich przesadnie blisko – dopasowuj je pod regułę 2 procent i związaną z tym wysokość twojego zaangażowania na rynku.
4. Nie wsiądę do tego samego pociągu – często jest tak, że po zamknięciu jednej pozycji od razu chcemy otwierać następną, ale przeciwną. Zapominamy jednak o tym, że tak zwani „supergracze” wyłapujący wszystkie ruchy nie istnieją. Powinniśmy wchodzić na rynek wtedy, kiedy mamy ku temu mocne przesłanki. Nieraz będzie to oznaczać, że trzeba odnowić za-

mkniętą zbyt wcześnie pozycję w dobrym kierunku.

5. Najpierw liczę możliwe straty, a później zyski – to się kłóci z naszą optymistyczną wizją inwestowania, bo przecież chcemy myśleć tylko o zyskach. Nieraz jednak ta praktyka może nas sprowadzić na ziemię i uchronić przed błędnymi decyzjami. Jeżeli rynek jest zbyt zmienny i nie mogę dopasować mojego stop-lossa do reguły 2 procent, to nie ryzykuję. Relacja potencjalnego zysku do ryzyka na poziomie jeden do jednego nie ma żadnego sensu. Mijmy świadomość, że nie musimy być zawsze na rynku. Na forexie zawsze się znajdzie jakiś pociąg, który właśnie odjeżdża, nie musimy wsiadać do pierwszego z nich.

Powyższe punkty oczywiście można nadal rozwijać, krytykując chociażby poszczególne techniki inwestycyjne, bo idealnej przecież nie ma. Jedno jest jednak ważne. Dobry inwestor zawsze posiada „plan B” i idzie wciąż do przodu, nie rozpamiętując tego co minęło. Zdaje sobie przy tym sprawę, iż najważniejsze jest dla niego utrzymanie się na powierzchni, a nie mega-zyski. Forex to przecież mnóstwo płotek, ale też i wiele rekinów. ■

AUTOR JEST ANALITYKIEM DOMU MAKLERSKIEGO BOŚ





# Nie taki atak straszny jak go malują

**W związku z niedawnymi zawirowaniami gospodarczymi do użytku powrócił i natychmiast zyskał ogromną popularność termin „walutowy atak spekulacyjny”. Niewiele brakowało, a zaczęto by nadejściem demonicznego ataku ze strony bezwzględnych spekulantów straszyć niegrzeczne dzieci. Niestety niewielu z komentatorów zadało sobie trud sprawdzenia, co tak naprawdę ten termin oznacza. Postaram się pokrótce streścić koncepcję stojącą za hasłem „atak spekulacyjny”.**

MAREK IGNASZAK

## Trochę historii

Pierwsze ataki spekulacyjne miały miejsce w latach 20. XX wieku, kiedy zdecydowano się kilkukrotnie „sprawdzić” francuskiego franka, przewidując, że rząd będzie chciał zdevaluować walutę, aby zinflować powojenne zadłużenie. Następne kryzysy walutowe miały miejsce w latach 30., kiedy nastąpiło masowe odchodzenie od parytetu złota oraz w latach 60. - gdy upadł system z Bretton Woods. Wraz ze wzrostem mobilności kapitału wzrosła rola rynków finansowych w kryzysach walutowych, zwiększając zara-

zem częstotliwość zawirowań. Na początku lat 90. Europą wstrząsnęło masowe opuszczanie systemu kursowego ERM, w tym słynne, acz nieco zmitologizowane „rzucenie na kolana Banku Anglii” przez Georga Sorosa. Lata 1994 – 1995 to kryzysy walutowe w Meksyku i Argentynie oraz udana obrona przed atakiem spekulacyjnym na hongkongskiego dolara. W latach 1997 - 1998 miało miejsce istne trzęsienie ziemi, gdy załamały się notowania walut krajów wschodniej Azji. Atakom uległy takie kraje, jak: Malezja, Tajlandia, Tajwan, Indonezja, czy Korea Południowa. Rykoszetem dostało się także innym krajom rozwijającym się, m.in. Brazylii.

## Czym właściwie jest taki atak?

Walutowy atak spekulacyjny polega, ogólnie mówiąc, na masowym wyprzedaniu atakowanej waluty, w celu jej zdevaluowania. Tym samym warunkiem koniecznym jego zaistnienia jest sztywny bądź stały kurs walutowy, ponieważ celem spekulantów jest zmuszenie władz monetarnych atakowanego państwa do interwencji. Gdy nie ma określonego pułapu cenowego, którego rząd decyduje się bronić, nie może być mowy o ataku spekulacyjnym. Mechanizm ataku polega najczęściej na masowym pozbywaniu się krajowych aktywów, a następnie zajmowaniu krótkiej pozycji w lokalnej walucie (stąd deprecjacja waluty jest często połączona ze spadkami na giełdach) oraz zaciąganiu krótkoterminowych pożyczek w lokalnej walucie i jej natychmiastowej sprzedaży. Strategią obrony jest podniesienie stóp procentowych, ograniczenie płynności

sektora bankowego oraz zapewnienie podaży krajowej waluty na rynku międzybankowym. Oznacza to oczywiście dla broniącego się kraju spadek aktywności gospodarczej z wszystkimi tego konsekwencjami.

## Trzy generacje modeli ataków spekulacyjnych

Pierwszym modelem wyjaśniającym mechanizm przebiegu ataku spekulacyjnego był stworzony przez Stephena Salanta w 1975 roku tzw. kanoniczny model kryzysu. Pierwotnie odnosił się on do rynku złota i starał się przewidzieć, jak na rynek tego kruszcu wpłynie próba administracyjnego utrzymania jego ceny na ustalonym pułapie. Jego założenia zostały szybko wykorzystane przez Paula Krugmana do modelowania rynku waluty, której kurs rząd zobowiązuje się utrzymywać na stałym poziomie. Model zbudowany przez Krugmana (1979) i udoskonalony potem przez Flooda i Garbera (1984) dowodził, że czynnikiem wywołującym atak spekulacyjny jest niespójność polityki wewnętrznej atakowanego państwa oraz jego polityki kursowej. Przykładem takiej niespójności może być finansowanie deficytu rządowego przez bank centralny (tzw. monetyzacja deficytu) przy jednoczesnej chęci utrzymania sztywnego kursu wymiany, który wymaga przyjęcia poziomu bazy monetarnej za egzogeniczny. Taki właśnie mechanizm doprowadził do upadku systemu z Bretton Woods.

## Modele drugiej generacji

Wadą modelu kanonicznego jest założenie o mechanicznej polityce rządu, który stale utrzymuje deficyt budżetowy, i banku centralnego, który po prostu drukuje pieniądze i broni kursu walutowego aż do wyczerpania rezerw. W rzeczywistości zakres możliwych działań polityków gospodarczych jest dużo większy. Odpowiedzią na te niedoskonałości modelu są tzw. modele drugiej generacji. W tego typu podejściu do kryzysów walutowych charakterystyczne są trzy założenia.

Po pierwsze, musi istnieć dla państwa korzyść z porzucenia sztywnego kursu walutowego. Takim realnym bodźcem do porzucenia reżimu kursowego może być niespójność polityk gospodarczych, czyli na przykład wysoki deficyt budżetowy, który rząd chciałby zinflować (tak jak w modelach pierwszej generacji) czy też tzw. nominalna sztywność płac w dół, która poprzez zawyżenie kosztów pracy prowadzi do utraty konkurencyjności kraju i wysokiego bezrobocia. Taka sytuacja miała miejsce w 1992 roku w Wielkiej Brytanii, gdy rozpoczął się atak Georga Sorosa. Bank Anglii nie mógł nominalnie zinflować płac poprzez ekspansywną politykę monetarną, ponieważ był zmuszony utrzymywać poziom bazy monetarnej odpowiadający sztywnemu kursowi walutowemu. Węgierski inwestor zmusił angielski bank centralny do wyboru między obroną kursu walutowego (co poprzez zacieśnianie polityki monetarnej doprowadziłoby do jeszcze większego bezrobocia) a próbą zwiększenia zatrudnienia.

Bank Anglii ostatecznie wybrał tę drugą opcję. Trzeba tu jednak zaznaczyć, że nie jest do końca jasne, jaką rolę w opuszczeniu systemu ERM przez Wielką Brytanię odegrał George Soros. Nie brakuje opinii, że same czynniki strukturalne, o których pisałem wyżej, prędzej czy później doprowadziłyby do dewaluacji funta, czego przykładem może być opuszczenie w tym samym czasie mechanizmu ERM przez Hiszpanię i Włochy.

Po drugie, konieczny jest powód bronięcia stałego kursu walutowego. Jedną z korzyści reżimu kursowego może być stabilizacja handlu międzynarodowego i inwestycji. Inną przyczyną może być chęć ochrony przed inflacją. Oprócz tego stały kurs może być wynikiem decyzji politycznych (tak jak np. członkostwo w systemie ERM).

Po trzecie, koszty obrony przed atakiem muszą rosnąć, gdy rynek przewiduje dewaluację waluty w przyszłości. Poprzez oddziaływanie na krótkoterminowe stopy procentowe (które, aby zapewnić skuteczną obronę kursu, muszą być wysokie, doprowadzając do zwiększenia bezrobocia i pogorszenia się sald zadłużonych przedsiębiorstw) oczekiwania rynków finansowych same w sobie powodują dodatkowe koszty obrony kursu.

Mając te trzy elementy, jesteśmy w stanie zbudować model optymalnej decyzji banku centralnego przy szeregu warunków ograniczających, takich jak wysokość rezerw walutowych czy bardzo istotna kwestia - sytuacja makroekonomiczna w atakowanym kraju przed kryzysem walutowym.

## Modele trzeciej generacji

W tej grupie znajdują się modele, które podchodzą do kryzysów walutowych od strony bilansów płatniczych, włączając do rozważań sektor finansowy. Przykładem takiego modelu jest model P. Krugmana z 1998 roku wyjaśniający mechanizm kryzysu walut azjatyckich tygrysów w drugiej połowie lat 90. Według noblisty przebieg azjatyckiego kryzysu spowodowany masowym odpływem krótkoterminowego kapitału odbiega od mechanizmów modeli pierwszej i drugiej generacji. Kraje miały niskie deficyty budżetowe (co przeczy założeniom modelu kanonicznego), a politycy nie mieli makroekonomicznych pokus do porzucenia reżimu kursowego (dewaluacja spowodowała recesję, a nie postulowane przez modele drugiej generacji korzyści gospodarcze). Głównymi aktorami azjatyckiego załamania byli pośrednicy finansowi mający dostęp do taniego, gwarantowanego przez rząd finansowania. Jednak słaby nadzór nad nimi powodował silną pokusę nadużycia, a tym samym ponoszenie nadmiernego ryzyka. Luźna polityka kredytowa doprowadziła oczywiście do inflacji – nie wzrosły jednak ceny dóbr konsumpcyjnych, a aktywów finansowych. Pękająca bańka spekulacyjna na lokalnych rynkach finansowych doprowadziła do masowego odpływu kapitału oraz zajmowania krótkich pozycji na lokalnych walutach. Notabene, opis ten bliźniaczo

przypomina mechanizm kryzysu na amerykańskim rynku kredytów subprime w 2007 roku.

## Jak bronić się przed atakiem?

W lipcu 1997 roku po wymuszonej dewaluacji tajlandzkiego bahta, celem kolejnego ataku stała się indonezyjska rupia. 11 lipca indonezyjski bank centralny zaskoczył rynek, rozszerzając widelki zmian kursu rupii z 8 do 12% (Indonezja stosowała wtedy system pełzającego kursu stałego). Spekulacyjny odpływ kapitału jednak nie ustępował, Indonezja zdecydowała się więc ograniczyć płynność rynku kredytowego, podnieść stopy procentowe oraz interweniować na rynku walutowym. Nie powstrzymało to jednak fali ataku, co zmusiło Bank Indonezji do przejścia do bardziej płynnego systemu kursowego i równoczesnego podniesienia stóp procentowych z 11,25 do 28% w ciągu jednego dnia. Co więcej, rząd zdecydował się ograniczyć płynność w sektorze bankowym, wycofując środki publiczne ulokowane na rachunkach banków komercyjnych. Na początku września zdecydowano się odłożyć w czasie duże inwestycje infrastrukturalne o wartości ponad 13 miliardów dolarów. Nie powstrzymało to jednak masowej wyprzedaży rupii. Indonezja zdecydowała się więc poprosić o pomoc MFW, który zgodził się udzielić linii kredytowej w wysokości 10 miliardów dolarów. Jednak falę deprecjacji rupii udało się zatrzymać dopiero wiosną 1998 roku, po kilku interwencjach MFW i szeroko zakrojonym programie strukturalnych reform gospodarczych. W czasie kryzysu wartość rupii spadła z poziomu 2,4 tys. rupii za dolara do poziomu 4 tys. Kolejna fala deprecjacji rupii zepchnęła kurs do rekordowego poziomu 16800 w czerwcu 1998 roku by następnie ustabilizować się na poziomie 10 tys. do końca roku 2002. Spowodowało to silną presję inflacyjną (odnotowano inflację rzędu 60%) a także pogorszenie bilansów firm zadłużonych w walutach obcych oraz banków, czego efektem był silny spadek PKB, produkcji przemysłowej oraz bankructwo wielu instytucji finansowych.

## Nie taki atak straszny, jak go malują

Warunkiem koniecznym do powodzenia ataku spekulacyjnego są niespójności polityk gospodarczych oraz pewne makroekonomiczne, strukturalne problemy gospodarki. Ataki spekulacyjne oparte na niefundamentalnych przesłankach, czyli wywołane przez defekty rynkowe, takie jak zachowania stadne czy też tzw. samospełniające się przepowiednie, są z zasady mało skuteczne i łatwo im przeciwdziałać. W 1995 roku podczas ataku na hongkongskiego dolara wystarczyło podniesienie stóp procentowych o 1.5 pkt. proc. Tym samym kryzys walutowy jest efektem błędów rządzących i z tego punktu widzenia odgrywa pozytywną rolę bata ograniczającego pokusę nadużycia polityków. Inwestorzy jedynie te błędy skrzętnie wykorzystują. ■



## Egzotyczne pary walutowe dobra alternatywa dla „the Majors”?

Rynek walutowy, a więc popularny wśród inwestorów forex (ang. foreign exchange), jest międzynarodowym rynkiem finansowym, który cechuje się największą płynnością. Według danych BIS (Bank for International Settlements), średnie dzienne obroty w kwietniu 2010 roku wyniosły na tym rynku blisko 4 biliony dolarów, czyli były ponad pięć razy większe niż roczne PKB Polski.

BAZYLI KUBACKI

Zdecydowana większość transakcji dokonywana jest oczywiście na głównych parach walutowych, do których zalicza się przede wszystkim EUR/USD, USD/JPY, USD/CHF, czy GBP/USD. Operacje przeprowadzane na powyższych parach stanowią około 70% dziennego obrotu generowanego na forexie. Należy jednak pamiętać o tym, iż bogactwo rynku walutowego umożliwia inwestorom handel także na innych, mniej popularnych, lecz niekoniecznie mniej atrakcyjnych jednostkach.

### O których walutach właściwie mowa?

Mianem egzotycznych par walutowych - bo o nich mowa, przyjęło się powszechnie określać te, które nie są przedmiotem najaktywniejszego handlu. Nie zaliczymy więc do tej grupy żadnej jednostki monetarnej kra-

ju wchodzącego w skład grupy G-7, a także takich walut, jak frank szwajcarski, dolar australijski czy dolar nowozelandzki, które tworzą popularne na forexie pary w połączeniu z dolarem amerykańskim (the Majors).

Do grona walutowych „egzotyków” możemy zaliczyć np. meksykańskie peso, tajskiego bahta, węgierskiego forinta czy, co szczególnie w naszym kraju może być dla niektórych sporym zaskoczeniem - polski złoty.

Tak, jak już wyżej zostało wspomniane, rynek walut egzotycznych jest specyficzny - charakteryzuje go podwyższone ryzyko ze względu na mniejszą płynność, jednak ma on także kilka istotnych zalet. Wśród graczy na rynku walutowym często można spotkać się z opinią, iż „egzotyki” stanowią niejako oddzielny instrument, który w zależności od profilu konkretnego tradera można prefero-

wać lub nie, jednak co najistotniejsze, aby przeprowadzać na nim udane transakcje, należy zrozumieć jego zachowanie, niekiedy chimeryczne, oderwane całkowicie od kierunku, jakim podążają pozostałe rynki.

Skoro już pokrótce przybliżona została istota egzotycznych par walutowych, można teraz pokusić się o przedstawienie potencjalnych wad oraz korzyści z uczestnictwa w handlu, gdzie występują one jako przedmiot dokonywanych transakcji.

### Spread, spread i jeszcze raz spread

Głównym czynnikiem, który przyciąga niczym magnes potencjalnych inwestorów na rynki finansowe, jest oczywiście pieniądź. Wszyscy uczestnicy rynków dążą do maksymalizacji swoich zysków i nie jest to nic nowego, a tym bardziej nic nadzwyczajnego.

Jednym z kluczowych elementów, na który każdy inwestor handlujący na rynku forex zwraca uwagę, zanim dokona transakcji, jest spread. Jest to inaczej różnica pomiędzy ofertą kupna a ofertą sprzedaży danego instrumentu. W praktyce, na rynku walutowym jest to koszt, jaki ponosi trader, •

IDMSA  
DOM MAKLESKI

IDM TRADER  
www.idmtrader.pl



## Nowoczesna Platforma Obrotu

FOREX – ponad 160 par walutowych

Opcje walutowe

Ponad 8000 CFD na akcje i indeksy z 22 największych giełd

Handel **AKCJAMI** na 21 największych giełdach świata

Kontrakty **FUTURES** na metale, surowce energetyczne, produkty rolne oraz kontrakty finansowe

Dźwignia finansowa do **100:1**

Wysoko zaawansowane narzędzia do **analizy technicznej** oraz zarządzania ryzykiem

Otwarcie rachunku już od **1.500 zł**

Przetestuj naszą wersję **demonstracyjną!**

telefon: +48 22 489 94 99

www.facebook.com/idmtrader

Dom Maklerski IDMSA prowadzi działalność maklerską w oparciu o zezwolenie Komisji Nadzoru Finansowego.  
Aktywni inwestorzy w DM IDMSA gwarantuje system rekompensat KDPW (dział V Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi z dn. 29.07.2005 r.).

# DOŁĄCZ DO NAS

# TREND

www.gazetatrend.pl

W związku z dynamicznym rozwojem czasopisma **poszukujemy** do współpracy w formie bezpłatnych praktyk:

➡ **PRACOWNIKA DZIAŁU PUBLIC RELATIONS**

➡ **PRACOWNIKA DZIAŁU MARKETINGU**

➡ **GRAFIKA/RYSOWNIKA**

➡ **DZIENNIKARZY**

## Oferujemy:

- współpracę w młodym, dynamicznym zespole
- możliwość zdobycia pierwszych praktyk w ww. dziedzinach
- elastyczne godziny pracy/ możliwość połączenia praktyk ze studiami/pracą

Szczegóły dot. poszczególnych stanowisk znajdują się na stronie internetowej [www.gazetatrend.pl/praca](http://www.gazetatrend.pl/praca)

Wszystkich zainteresowanych prosimy o wysłanie CV i krótkiego listu motywacyjnego na adres [rekrutacja@gazetatrend.pl](mailto:rekrutacja@gazetatrend.pl). Skontaktujemy się z wybranymi kandydatami.

MECENAS RYNKU STRATEGII INWESTYCYJNYCH [www.stocksystems.pl](http://www.stocksystems.pl)

 **stocksystems**

INNOWACYJNA GOSPODARKA  
NARODOWA STRATEGIA SPÓJNOŚCI



który jest uzależniony od płynności na danej parze walutowej. I tak przykładowo spread na głównych parach u standardowego brokera waha się w przedziale 1,8-6 pipsów, w zależności od tego, czy mamy do czynienia z EUR/USD, czy np. GBP/JPY.

Niższy wolumen dziennych transakcji na „egzotykach” przekłada się na fakt, iż spread na tych parach jest zdecydowanie wyższy niż na głównych parach walutowych i oscyluje on od ok. 30 do nawet ponad 100 pipsów w zależności od konkretnych jednostek monetarnych. Praktykujący na rynku forex, widząc w tym momencie te liczby, wyobrażają sobie zapewne konkretne sumy pieniędzy, na jakie mogłyby się one przełożyć w zależności od wysokości zajętej pozycji.

Jak więc można zauważyć, wysokie spready powodują, iż w momencie wejścia przez inwestora na rynek i zajęcia odpowiedniej pozycji, w pierwszej kolejności waluta musi wykonać ruch, który doprowadzi do „pokrycia” kosztu transakcji, dopiero w dalszej kolejności można myśleć o ewentualnym zarobku. Kilkudziesięciopipsowe spready na egzotycznych parach walutowych wykluczają także możliwość scalpingu, przez co są one automatycznie wykluczane z kręgu zainteresowań części traderów, bazujących na wykorzystywaniu drobnych, kilkupipsowych wahań kursu (mają oni zajęte pozycje znacznych wielkości).

## Niższa płynność ma swoje wady i zalety

Poniesienie wyższych kosztów przeprowadzanej transakcji, które jest ściśle skorelowane z niższą płynnością na rynku „egzotyków”, może jednak zostać wynagrodzone inwestorowi w inny sposób. Egzotyczne pary walutowe charakteryzują się tym, iż w trakcie ich notowań panuje większa zmienność niż na „the Majors”. Świadczą o tym chociażby częściej występujące luki cenowe na wykresach i to nie tylko widoczne na świecach jednodominutowych, lecz także spotykane na większych interwałach – w tym na m15. Niższa płynność przyczynia się do zwiększenia poziomu ryzyka, co z kolei przekłada się na większy zakres fluktuacji cen. Ostatecznie skutkuje to tym, iż można uczestniczyć w większych ruchach cenowych, za co oczywiście przewidziana jest odpowiednia nagroda. W tym momencie należy także zaznaczyć, iż na wielu egzotycznych parach walutowych bardzo częstym zjawiskiem jest występowanie różnego rodzaju formacji cenowych. Ze względu jednak na wspomnianą już niejednokrotnie niższą płynność na tych rynkach, inwestorzy kierujący się podczas dokonywania transakcji analizą techniczną powinni uważać podczas ustawiania zleceń stop loss i podchodzić bardziej elastycznie do poziomów, na których znajdują się potencjalne wsparcia i opory, gdyż rynki często generują tu chwilowe fałszywe sygnały, które mogą spowodować zamknięcie pozycji inwestora ze stratą.

## Dodatkowe zagrożenia, ale także dodatkowe możliwości

Znacznym zagrożeniem będącym nieodłącznym elementem handlu „egzotykami” jest ryzyko gospodarcze oraz polityczne państw, których waluty są przedmiotem dokonywanych transakcji. Należy oczywiście zaznaczyć, iż elementy te są stałymi składowymi rynku forex, niezależnie od tego, na jakich parach inwestor dokonuje transakcji. Jednak w przypadku egzotycznych par walutowych zagrożenia te przybierają o wiele większe rozmiary. Staje się to szczególnie zauważalne w okresie przegrzewania się niektórych gospodarek narodowych, a także zwiększającej się inflacji. Czynniki te zmuszają władze do podejmowania stosownych decyzji w zakresie polityki monetarnej, której oddziaływanie na rynek walutowy nie trzeba chyba wyjaśniać. Cały problem polega na tym, iż przyszłe zachowanie gospodarek emerging markets, których waluty zaliczane są do koszyka „egzotyków”, narażone jest na większe wahania niż państw rozwiniętych. Skutkuje to tym, iż rynki mogą czasami odbierać komunikaty ze strony przedstawicieli poszczególnych banków centralnych bądź polityków najwyższego szczebla, na które nie były przygotowane, a to zazwyczaj wywołuje bardzo mocne, niespodziewane ruchy. Tego rodzaju fluktuacje kursowe mogą stanowić oczywiście szanse dużego zarobku dla inwestorów przygotowanych wcześniej na taki scenariusz, jednak co do zasady stanowią one olbrzymi czynnik ryzyka, który jest na znacznie stabilniejszym poziomie w przypadku głównych par walutowych.

Egzotyczne jednostki monetarne mogą być niekiedy dobrą alternatywą dla graczy walutowych, także niehandlujących nimi na co dzień. Ile razy aktywny inwestor miał do czynienia na forexie z sytuacją, gdy rynek konsolidował się przez wiele godzin w wąskim zakresie cenowym w wyczekiwaniu na kluczowe dane makro i zmuszał wielu graczy do czekania na wyraźniejszy ruch? Z drugiej strony, ile razy doszło do burzliwego zachowania kursu głównych par walutowych w reakcji na publikację ważnego raportu?

Na rynkach od wielu lat krąży legendarna już paremia, iż lepiej stracić okazję niż pieniądze. Powołują się na nią w swoich książkach tacy wielcy traderzy, jak chociażby Jake Bernstein czy Victor Sperandeo. W sytuacji, gdy rynek głównych walut zaczyna zachowywać się w naszym odczuciu nieprzewidywalnie, waluty egzotyczne mogą być

dla nas dobrym miejscem na ulokowanie kapitału i przeczekaanie burzy na EUR/USD i parach wysoce z nią skorelowanych.

Jak wiadomo, rynek forex jest czynny 24 godziny na dobę, od godziny 23 w niedzielę do 22 w piątek (według czasu środkowoeuropejskiego). Egzotyczne pary walutowe mogą stanowić także lepszą okazję do zarobku dla inwestorów, którzy niewiele czasu na handel, z takich czy innych powodów, poświęcają w nocy. Dotyczy to zwłaszcza azjatyckich par walutowych, jako iż po rozpoczęciu sesji giełdowych w tym rejonie świata ok. godziny 2 w nocy czasu środkowoeuropejskiego, ruch na tamtejszych jednostkach monetarnych jest większy niż na głównych parach europejskich czy dolarze amerykańskim. Mając zawartą umowę z brokerem, w treści której jest wprowadzony zapis o zmiennym spreadzie, należy także pamiętać o tym, iż w godzinach nocnych, dokonując transakcji na głównych parach walutowych, trzeba liczyć się także z ponoszeniem wyższych kosztów handlu.

## Może warto spróbować?

Przedstawione powyżej najważniejsze wady i zalety związane z egzotycznymi parami walutowymi mają na celu przybliżenie ich istoty. Jak już zostało to niejednokrotnie zaznaczone, „egzotyki” są niewątpliwie specyficznymi jednostkami monetarnymi i handel z ich udziałem często charakteryzuje się własnymi prawami. Należy jednak zauważyć, iż wraz z rozwojem i popularyzacją rynku forex na świecie, inwestorzy coraz chętniej korzystają z możliwości, jakie oferują im także mniej popularne pary walutowe. Stanowią one na pewno dobrą formę urozmaicenia handlu, a także dywersyfikacji dla standardowego portfela inwestora. ■





# Komputery w starciu z rynkiem

Dawniej w celu zakupu akcji inwestor musiał wybrać się do domu maklerskiego. Później system ten udoskonalono. Do złożenia zlecenia wystarczył jeden telefon. Oba te rozwiązania były jednak niedoskonałe i podatne na błąd ludzki. Dziś kontakt z rynkiem utrzymujemy poprzez ekran komputera. Naturalnie trudno wyobrazić nam sobie powrót do któregoś z poprzednich nieefektywnych systemów. Dziś jednak obserwujemy kolejną zmianę warty – tym razem człowiek z komputerem zostaje zastąpiony przez sam komputer.

MICHAŁ ZIELIŃSKI

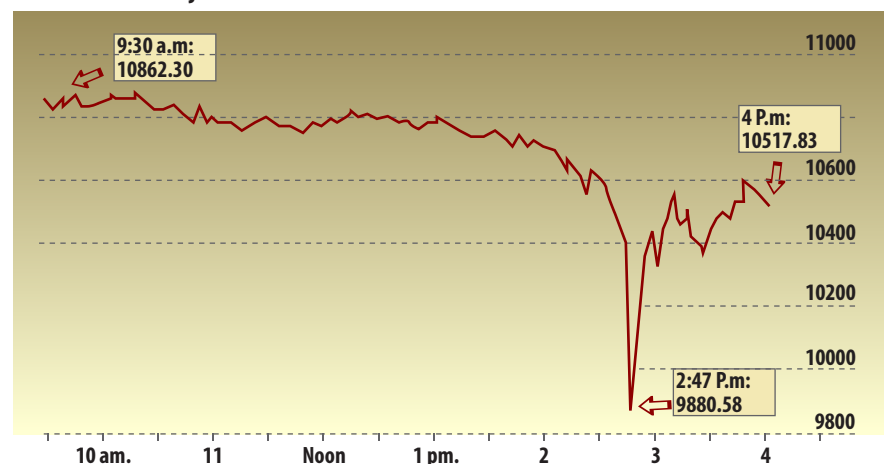
Przez ostatnie lata oblicze giełdy zmieniło się nie do poznania. Najpierw Stany Zjednoczone, a następnie reszta świata, były świadkami postępującej matematyzacji rynków finansowych. Fizycy i matematycy stali się nie mniej potrzebni niż traderzy. Rozwój nauk komputerowych umożliwił też zastosowanie wielu rozwiązań komputerowych na giełdzie. Rozpoczął się napływ informatyków, który zapoczątkował masowe wykorzystanie algorytmów do zmagani giełdowych.

Mianem tradingu algorytmicznego, bądź automatycznego, określa się wykorzystywanie algorytmu (zestawu reguł postępowania w danej sytuacji), który umożliwia komputerowi samodzielną decyzję o kupnie i sprzedaży danego aktywa. Zestaw reguł może być prosty lub dowolnie skomplikowany. Wszystko zależy od inwencji inwestora opracowującego algorytm.

Obecnie handel papierami wartościowymi odbywa się coraz szybciej, a szanse arbitrażu znikają często w ułamku sekundy. Dawniej od złożenia zlecenia do wykonania mijało parę minut. W 2005 roku 10,1 sekundy. 4 lata później wynik zmalał do 1 milisekundy. Jest to czas reakcji nieosiągalny dla ludzi, a wszystko wskazuje na to, że będzie on ciągle malał. Człowiek odpadł z tej walki,

a w tej chwili algorytmy ścigają się jedynie między sobą. Prędkość ta nie jest bez znaczenia. Jedynie odpowiednio szybki algorytm jest w stanie pobrać dane z giełdy, przeanalizować je, znaleźć możliwości zarobku i zrealizować zlecenie przed pozostałymi graczami. Presja na zredukowanie czasu reakcji doprowadziła do tego, że część Wall Street zamienia się w serwerownię, a inwestorzy instytucjonalni walczą o to, by swoje komputery umieścić w tych samych centrach co komputery giełdowe i dzięki temu uzyskać parę kolejnych ułamków sekundy przewagi.

## Flash crash z 6 maja 2010 r.



## Koniec z emocjami

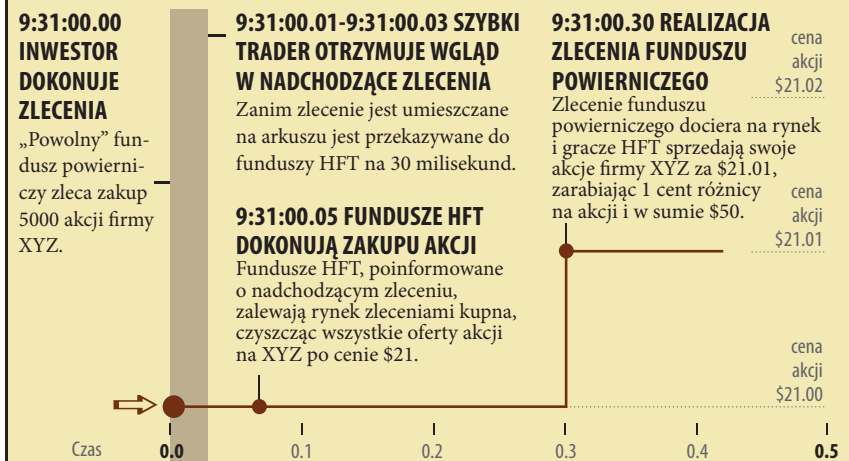
Komu z nas nie zdarzyło się trzymać się kurczowo danej pozycji, mimo iż cena stale spadała („zaraz się odbije”) bądź odczuwać niechęć do zrealizowania zysku z transakcji („jeszcze pójdzie w górę”). Paradoks hazardzisty, efekt potwierdzenia, rachunkowość mentalna i cały szereg podobnych błędów poznawczych dotyczą inwestora każdego dnia.

Z wielu badań wynika, że na giełdzie najlepiej radzą sobie grupy zawodowe kojarzone z dyscypliną, np. byli wojskowi. Można z tego wyciągnąć wniosek, że trzymanie się obranego systemu jest dużo ważniejsze od stopnia dopracowania tego systemu. Za przeważającą część strat inwestora odpowiadają często emocje. Handel automatyczny jest doskonałym narzędziem, który pozwala zlikwidować, lub przynajmniej ograniczyć, wpływ tego czynnika na podejmowane decyzje.



## PRZEWAGA TRZYDZIESTU MILLISEKUND

W HFT komputery sprzedają i kupują aktywa z prędkością światła. Część rynków, jak na przykład Nasdaq oferuje HFT-om ekspresowy (30 milisekund) wgląd w nadchodzące transakcje – zanim zostaną one udostępnione innym graczom. To pozwala traderom na osiąganie zysków poprzez szybki zakup akcji na które za chwilę będzie duży popyt. Na każdej takiej transakcji zarabiają ledwo parę groszy, jednak dokonują parę milionów takich zleceń dziennie.



## Handel z prędkością światła

Specyficzną formą tradingu algorytmicznego jest **high frequency trading (HFT)**, czasem tłumaczony jako handel błyskawiczny, bądź dosłownie, handel wysokich częstotliwości. System ten polega na wykonywaniu ogromnej liczby zleceń, przy czym zysk z każdego zlecenia jest bardzo mały, rzędu jednego pipsa (rynek forex) lub ułamków centów na akcje. Kluczem jest zauważanie minimalnych zmian cen umożliwiających zysk (mispricings) i szybkie wykorzystywanie tych zmian. Prędkości wymagane w tym systemie przekraczają możliwości ludzkiego inwestora. Z konieczności zatem system ten musi opierać się o handel automatyczny. Opisująca strategię nastawiona jest na bardzo krótkie trzymanie aktywów. W przypadku jednego z dużych graczy HFT, firmy Traderbot, średni czas między zakupem danego papieru a jego sprzedażą wynosi 11 sekund. Ten sam Tradebot w latach 2004-2008 nie zanotował ani jednego dnia ze stratą.

Warto uświadomić sobie, jak wielką część rynku stanowią gracze używający HFT. Na rynkach amerykańskich firmy te stanowią 2% wszystkich graczy instytucjonalnych, jednak odpowiadają za ok. 70% dziennego wolumenu na akcjach.

Mimo tak wielkiego udziału HFT (a może właśnie dlatego), system ten napotyka szereg kontrowersji. Zarzuca mu się między innymi manipulację cenami czy zwiększanie zmienności rynku. Głównym jednak powodem narastających niepokojów wokół HFT jest możliwość tzw. **flash trading**. Mianem tym określane jest chwilowy (ok. 30 milisekund) wgląd uczestników rynku w tabele nadchodzących zleceń. Innymi słowy, za pewną opłatą mamy możliwość wcześniej niż wszyscy wiedzieć, co zostanie umieszczone na arkuszu zleceń. Działające w przeciagu ułamków sekund systemy HFT mają możliwość

zamienienia tej wiedzy w zyski (patrz Tabela 1). Wielu uczestników rynku uznaje to za legalną formę falstartu, lub nawet insider trading. W 2009 roku komisja SEC zaproponowała zdelegalizowanie tej formy aktywności rynkowej, jednak rozwiązanie to nie zostało przyjęte. Z powodu oburzenia inwestorów większość giełd zrezygnowała dobrowolnie z flash tradingu, jednak ciągle można z niego korzystać na przykład na giełdzie Direct Edge (9-12% rynku w USA).

## Kryzys w mgnieniu oka

6 maja 2010 na otwarciu wartość DJIA wynosiła 10862,30. Od godziny 13:00 do 14:30 zaobserwować można było narastającą zmienność i nerwowość na rynku. O 14:42 indeks stracił ok. 350 punktów (3,2%) w stosunku do ceny otwarcia. Pięć minut później, o 14:47 spadł jednak do poziomu 9880,58, co daje stratę 9,03%. W ciągu następnych kilkunastu minut rynek wrócił do poziomów z godziny 14:30, a ostatecznie dzień zamknął się na poziomie 10517,84, co daje stratę 3,17% w stosunku do ceny otwarcia.

Wydarzenia z tego dnia nazwano **flash crash**, bądź też kryzysem 14:45. Jak się okazało, był to największy spadek i drugi największy ruch cenowy w ciągu dnia w historii DJIA. Przez pewien czas zagadką było, czym spowodowany był tak drastyczny spadek. Sugerowano między innymi błąd maklera, który przez przypadek złożył zbyt wielkie zlecenie sprzedaży dla akcji Procter&Gamble. Zainicjować to miało ogromne zlecenia składane przez automaty finansowe. Inna teoria zakładała że systemy HFT składały duże, agresywne zlecenia na spadki, a potem w obliczu wzrastającej zmienności wyłączyły się automatycznie, pozbawiając rynek płynności. Pierwszą teorię odrzucono w całości, w przypadku drugiej ustalono, iż HFT nie spowodowały krachu, lecz, wykorzystując początkowy ruch cen, przyczyniły się do pogorszenia sytuacji.

## Zawartość czarnej skrzynki

Oczywiście używanie automatów umożliwia nam zaprojektowanie dowolnej metody inwestycyjnej opartej na analizie technicznej, fundamentalnej i innych. Warto jednak przyjrzeć się typowym strategiom używanym przez systemy algorytmiczne.

Pierwszym sposobem inwestowania jest **arbitraż statystyczny**. W jego przypadku staramy się zająć na rynku pozycję neutralną. Nasz portfel złożony jest z kilku do kilkudziesięciu (w pewnych przypadkach nawet kilkuset) aktywów wszelkiego rodzaju, począwszy od akcji poprzez instrumenty dłużne i pochodne, skończywszy na walutach i commodities. Kluczem jest taka konstrukcja portfela, by wyeliminować te rodzaje ryzyka, których nie możemy kontrolować (rynkowe, stopy procentowej, itp.). W ten sposób nasza stopa zwrotu zależy jedynie od regresji do średniej oraz ukrytych zależności między poszczególnymi aktywami. Powiązania te można jednak określić przy pomocy metod statystycznych i data mining.

Nie mniej ważną strategią HFT jest **market making**. Ta metoda inwestowania obejmuje składanie zleceń kupna i sprzedaży w celu zarobienia na spreadzie (różnicy) między ceną kupna i sprzedaży dla danego aktywa. Dla wielu firm korzystających z HFT jest to główna metoda zarabiania.

## Automaty w Polsce

Narzędzia dla tradingu algorytmicznego były przez wiele lat opracowywane przez sówicie wynagradzanych statystyków i teoretyków i dostępne jedynie dla dużych graczy. Wreszcie jednak możliwości budowania automatów zawitały pod strzechy szeregowych inwestorów. Usługi te są oferowane między innymi przez domy maklerskie DM BOŚ i X-Trade Brokers. DM BOŚ oferuje swoim klientom platformę programistyczną bossaAPI. Za jej pomocą możliwa jest praca nad własną strategią automatycznego handlu i wykorzystywanie jej na GPW lub forex (BOSSAFX). XTB oferuje natomiast popularną platformę transakcyjną MetaTrader. Oba systemy korzystają z języka programowania MQL4.

## Co przyniesie przyszłość?

Handel automatyczny dostarcza przydatnych narzędzi, eliminujących wiele codziennych problemów inwestora. Z każdym rokiem procent transakcji dokonywanych przez automaty finansowe rośnie. Czy zatem przyszłość przyniesie całkowite zastąpienie człowieka przez maszynę? Nie wydaje się to prawdopodobne. Można się jednak spodziewać zmiany roli inwestora, z osoby, która aktywnie uczestniczy w grze, na kogoś, kto opracowuje strategię wykonywaną przez komputer. Do czasu odkrycia prawdziwie sztucznej inteligencji algorytm musi być bowiem zaprojektowany przez człowieka. ■



# Samolubny Fed

**Rok 2011 przyniósł już wiele niespodziewanych zmian i zawirowań, a nie minęło jeszcze pierwsze półrocze. Nastąpiły zmiany wśród rządzących w kilku krajach arabskich, a w wielu innych toczą się właśnie walki o władzę. Prognozuje się rychłe nadejście kryzysu finansowego w Chinach - drugiej gospodarce świata - potencjalnie wywołanego zbliżającym się pęknięciem bańki na tamtejszych rynkach aktywów. Ceny surowców oraz płodów rolnych osiągają kolejne historyczne rekordy, napędzając inflację oraz wywołując liczne niepokoje społeczne. Jesteśmy świadkami zapowiedzianej przez Alana Greenspana Ery Zawirowań.**

MAREK IGNASZAK

## Jak do tego doszło?

Żeby dowiedzieć się, co jest przyczyną obecnych wydarzeń, musimy cofnąć się odrobinę w czasie. Rok 2007 przyniósł bezprecedensowe załamanie międzynarodowego sektora finansowego, powodujące kryzys gospodarczy. Niespotykana wcześniej skala problemów, wymusiła użycie niekonwencjonalnych i ryzykownych narzędzi polityki gospodarczej takich jak na przykład ilościowe luzowanie polityki pieniężnej (dodruk dolarów) czy ulgi podatkowe w formie wysyłanych obywatelom kopert zawierających gotówkę.

## Standardowe narzędzia polityki gospodarczej zawiodły

W normalnych warunkach obniżenie stóp procentowych banku centralnego powoduje ułatwienia w dostępie do środków finansowych dla banków komercyjnych. Posiadające więcej gotówki banki chętniej i, co najważniejsze, taniej udzielają kredytów, zwiększając podaż pieniądza. Sektor niefinansowy konsumuje więcej, korzystając z pożyczonych środków, opłacalne stają się przedsięwzięcia, które poprzednio generowały stopy zwrotu poniżej stopy procentowej, co stymuluje inwestycje. Wszystko to przekłada się bardziej dynamiczny wzrost gospodarczy, sprawiając, że jest to popularne narzędzie przeciwdziałania recesji.

W przypadku niedawnego kryzysu nie było jednak tak prosto. Wywołany został przez zbyt duże zadłużenie gospodarstw domowych często przekraczające wartość posiadanego przez nie majątku. Sektor prywatny w Stanach Zjednoczonych (ale nie tylko tam) musi przejść proces delewarowania, to znaczy zmniejszenia wartości zadłużenia w stosunku do posiadanych aktywów. W takich warunkach opisany wcześniej kanał kredytowy nie działa, gdyż zarówno konsumenci nie są skłonni do zaciągania kolejnych pożyczek, jak i instytucje finansowe nie udzielają kredytów zadłużonym po uszy gospodarstw domowym. Sytuacja taka wymusiła konieczność stymulowania popytu w inny sposób, m. in. poprzez wspomniany gotówkowy zwrot podatku, inwestycje infrastrukturalne, czy reformę opieki socjalnej. Emitowane na pokrycie powstałych w wyniku aktywnej polityki fiskalnej zobowiązań finansowych obligacje rządowe były następnie skupowane przez Fed. Tak współcześnie drukuje się pieniądze (i nazywa ilościowym luzowaniem). Dodatkowo stopy procentowe utrzymywane są w widełkach 0 - 25 pb.

Starano się w ten sposób między innymi stymulować popyt wewnętrzny, wywołać inflację, która dokona tak potrzebnego zmniejszenia wartości zadłużenia w stosunku do posiadanych aktywów (proces delewarowania); osłabić dolara, poprawiając bilans handlowy; uratować od załamania międzynarodowy rynek finansowy oraz system pieniądza fiducyjnego<sup>1</sup>, które to wydarzenia cofnęłyby nas gospodarczo do epoki kamienia łupanego; czy w końcu ożywić sektor budowlany i rynek nieruchomości niskimi długoterminowymi stopami procentowymi. Upieczono więc wiele pieczeni przy jednym ogniu.

## Efekty zewnętrzne polityki Fedu

Wysiłki pracowników Rezerwy Federalnej pomogły wprowadzić przez zwyciężyć recesję (przynajmniej na razie), jednak uruchomiły łańcuch zdarzeń przyczyniający się do destabilizacji szeroko pojętej gospodarki światowej.

Zacznijmy od tego, że polityki różnych banków centralnych nie są od siebie niezależne. Obniżka stóp procentowych w najważniejszej gospodarce świata wymusiła reakcje innych banków centralnych na całym świecie, zarówno na rynku pieniężnym (obniżki stóp procentowych), jak i na rynku walutowym (interwencje oraz ograniczenia w napływie kapitału). W przeciwnym przypadku rynkom finansowym groziłaby destabilizacja wywołana nagłymi przepływami kapitału do krajów o wyższych stopach procentowych. Cały świat musiał więc grać pod dyktando Fedu.

Ponadto, aby pobudzić udzielanie kredytów hipotecznych, a tym samym reanimować rynek budowlany oraz sektor obrotu nieruchomościami, Rezerwa Federalna utrzymuje rekordowo niskie stopy procentowe, czyli wysoką nadpłynność sektora finansowego. Jednak spadająca akcja kredytowa i coraz mniejsza wartość zobowiązań gospodarstw domowych, mimo niskich stóp procentowych, świadczą o występowaniu procesu delewarowania. Wspomniane przeze mnie problemy w transmisji płynności klasycznym ka-

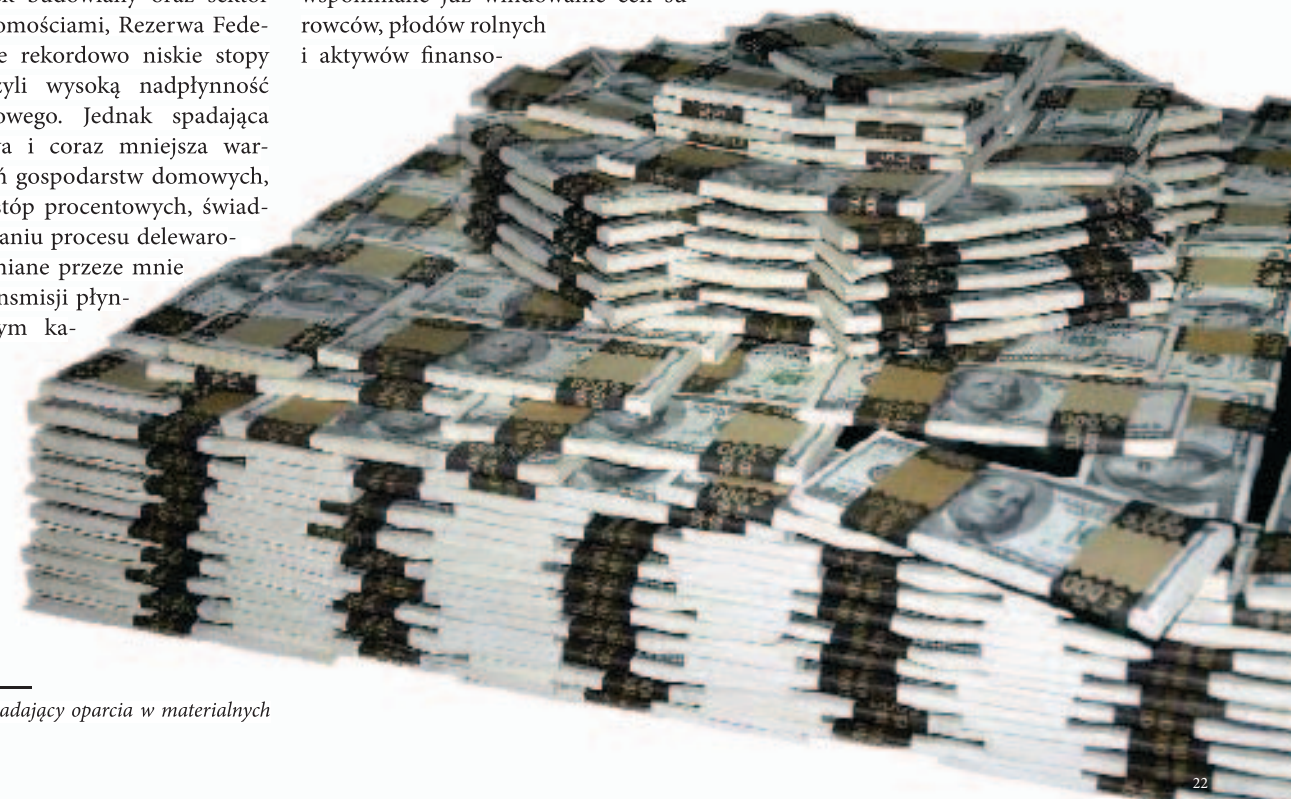
nałem kredytowym spowodowały napływ ogromnych mas pieniądza na międzynarodowe rynki finansowe jako alternatywy dla inwestycji wolnych środków finansowych w akcję kredytową. Naturalnie taki wzrost popytu musiał spowodować gwałtowne zmiany cen. Efekt ten spotęgowany został przez fakt ograniczania produkcji surowców wywołanych niedawnym kryzysem i spadkiem ich cen na światowych rynkach. Krótkoterminowo podaż surowców jest sztywna, gdyż rozpoczęcie wydobywania czy nowej uprawy wymaga czasu. Rekordowo wysokie ceny żywności spowodowały z kolei zamieszki w wielu krajach na świecie oraz inflacyjne problemy wielu gospodarek. Należy pamiętać jednak, że w długim terminie zjawisko tzw. inflacji kosztowej, czyli napędzanej wzrostem cen półproduktów, materiałów i surowców nie występuje. Kiedy ilość pieniądza w gospodarce się nie zwiększa, wzrost cen kierowany kosztami produkcji prowadzi do ograniczenia popytu oraz substytucji tańszymi dobrami, a tym samym spadku cen. Ograniczenie popytu nie jest naturalnie dobrą informacją dla dotkniętych tym problemem gospodarek.

Przejdźmy teraz do kwestii Chin. Analitycy wyrażają zaniepokojenie bieżącą sytuacją tamtejszych rynków finansowych, oceniając obecny poziom cen jako oderwany od fundamentów oraz obawiają się nadejścia w najbliższej przyszłości poważnego kryzysu finansowego wywołanego pęknięciem bańki na chińskich rynkach aktywów. Zwyżkom cen na rynkach finansowych towarzyszy nabierająca tempa inflacja. Skąd tak dynamiczne zjawiska monetarne w Państwie Środka? Jedną z przyczyn jest wspomniane już windowanie cen surowców, płodów rolnych i aktywów finansowych.

wych przez napływ nadpłynności ze strony instytucji finansowych pozyskujących płynność z operacji Rezerwy Federalnej. Kolejnym czynnikiem jest osłabienie dolara, także wywołane polityką Fedu. Chiny zobowiązały się utrzymywać sztywny kurs walutowy. Chiński bank centralny skupuje więc napływające waluty, emitując w zamian renminbi. Wydrukowana waluta stymuluje akcję kredytową, napędzając wzrost poziomu cen. Słabnący od ponad roku dolar sprawia, że na rynek chiński napływa nominalnie więcej amerykańskiej waluty, głównego środka wymiany międzynarodowej. Ponieważ kurs renminbi nie podlega aprecjacji, skutkuje to dodrukiem relatywnie większej ilości lokalnej waluty, napędzając bańkę spekulacyjną i powiększając jednocześnie rezerwy walutowe banku centralnego.

## Samolubny Fed

Działania amerykańskiego banku centralnego pomogły wyprowadzić Stany Zjednoczone z recesji. Jednak wygenerowały efekty zewnętrzne, których skutki odczuwalne są na całym świecie. Od roku 1950, czyli od daty publikacji pierwszej pracy Johna Nasha wiemy, że Adam Smith się mylił. Sytuacja, w której każdy z podmiotów wybiera najlepsze dla siebie rozwiązanie, nie musi prowadzić do wyniku optymalnego dla ogółu populacji. Teoria gier podpowiada, iż przy wyborze strategii działania należy wziąć pod uwagę jej skutki dla pozostałych graczy, aby otrzymany wynik był optymalny w sensie Pareto dla grającej zbiorowości. Fed zachował się samolubnie, skupiając się na rodzimym podwórku i lekceważąc wpływ swoich działań na resztę świata. ■



1. Pieniądz nieposiadający oparcia w materialnych aktywach



# Po fundusze inwestycyjne do supermarketu?

**Dywersyfikacja, bardzo popularne pojęcie wśród inwestorów, dotyczy także funduszy inwestycyjnych. Świadomy inwestor raczej nie powierzy wszystkich oszczędności jednemu TFI. Jest to podejście racjonalne, ale i czasochłonne. Odwiedzić bowiem musi przedstawiciela każdego TFI. Rozwiązaniem może być skorzystanie z internetowej platformy inwestycyjnej. Oprócz zaoszczędzonego czasu można zyskać na opłatach manipulacyjnych. Są one znacząco obniżane lub nie są nawet wcale pobierane.**

ARTUR SZCZEPKOWSKI

Portfel inwestora może składać się z wielu różnych funduszy inwestycyjnych. Bardzo rzadko będą należały one do jednego Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych. Nie ma bowiem na rynku TFI, którego produkty byłyby najlepsze we wszystkich kategoriach. Doskonale rozumieją to firmy doradztwa finansowego. Podpisują one umowy z wieloma TFI, dzięki czemu mogą swoim klientom zaproponować bardzo konkurencyjną ofertę. Jeszcze dalej idą twórcy internetowych platform inwestycyjnych. Podpisują oni, podobnie jak firmy doradztwa finansowego, umowy z wieloma TFI, ale tworzą także systemy transakcyjne dostępne dla każdego zainteresowanego z poziomu przeglądarki internetowej. Tym samym

potencjalny klient może w domu wykonać niezbędne operacje bez pomocy kosztownego pracownika. Platformy mogą zatem zaoferować klientom także niższe koszty operacji, albo w ogóle z nich zrezygnować. Nie powinien zatem dziwić fakt, że są one coraz popularniejsze wśród inwestorów.

Platformy funduszy inwestycyjnych możemy podzielić na dwie grupy – tworzone przez banki i tworzone przez firmy zewnętrzne. Do najpopularniejszych bankowych platform możemy zaliczyć Supermarket Funduszy Inwestycyjnych mBanku oraz Centrum Oszczędzania MultiBanku. Dostęp do szerokiej gamy funduszy inwestycyjnych uzyskać można także w Biurze

Maklerskim Alior Banku oraz w Deutsche Banku. Całkowicie bezpłatne platformy są jednak jedynie w mBanku i MultiBanku (o ile inwestor dokonuje operacji jedynie przez internet). Alior Bank i Deutsche Bank pobierają zaś od klientów opłaty manipulacyjne od wykonywanych zleceń. Nie należy jednak od razu odrzucać tych produktów. Okazuje się bowiem, że w ofercie znajdują się fundusze, których w platformach BRE Banku nie ma. Bardzo często też organizowane są promocje, dzięki którym można uniknąć opłat manipulacyjnych.

Na rynku istnieją także platformy funduszy inwestycyjnych stworzone przez zewnętrzne firmy, które nie są związane z bankami. Netfield prowadzi m. in. serwisy BESTfunds.pl, FundiGO.pl, Inwestor. Inwestycje.pl oraz Multifund.pl. Z tym, że jedynie zlecenia w BESTfunds.pl nie są obciążone opłatami manipulacyjnymi. W pozostałych serwisach opłaty takie występują, jednak często są niższe niż u tradycyjnych dystrybutorów jednostek uczestnictwa. W „płatnych serwisach” oferta jest także szersza (269 wobec 198 różnych funduszy inwestycyjnych). Inną z firm działających na tym rynku jest Progress Investments, która prowadzi serwis Progress24.pl. Klienci mają w nim dostęp do 281 różnych funduszy inwestycyjnych; zlecenia na zdecydowanej większości z nich można dokonywać bez jakichkolwiek opłat manipulacyjnych.

Jak inwestować za pośrednictwem internetowej platformy funduszy inwestycyjnych? Jeśli wybierzemy platformę bankową, konieczne będzie założenie rachunku oszczędnościowo-rozliczeniowego. Najczęściej jest on bezpłatny i traktowany jako podstawowy rachunek do inwestycji. Z niego są wykonywane przelewy na zakup jednostek uczestnictwa i na niego wracają środki po sprzedaży tychże jednostek. Najczęściej cały proces jest w pełni zautomatyzowany, tzn. wystarczy wybrać odpowiednią opcję w systemie (np. kupno, sprzedaż, bądź konwersję), by niezbędne przelewy

zostały wykonane. Aktywne korzystanie z takiej platformy wiąże jednak klienta na dłużej z bankiem. Nie jest to korzystne dla inwestora. Może się bowiem okazać, że bank podniesie opłaty za korzystanie z rachunku. Opłaty te trzeba będzie ponosić z uwagi na zakupione jednostki uczestnictwa. Niewątpliwą zaletą jest zaś posiadanie większej liczby produktów w jednym miejscu (mniej hasałów do zapamiętania) oraz bezpieczeństwo operacji gwarantowane przez dużą instytucję finansową.



Nieco inaczej wygląda inwestowanie za pośrednictwem niebankowej platformy. Inwestor musi otworzyć specjalny rachunek (konto transakcyjne), a następnie je aktywować. Umowy najczęściej podpisywane są za pośrednictwem kuriera, co oznacza, że cały proces może trwać ok. tygodnia lub nawet dłużej. Po dopełnieniu niezbędnych formalności, inwestor może logować się do systemu transakcyjnego danej firmy. Zlecenia składane są podobnie jak w bankach, z tą różnicą, że należy jeszcze wykonać przelew na nabycie jednostek (np. z internetowego rachunku bankowego). Minusem takich platform

jest zatem większy poziom skomplikowania, niemniej można się do tego przyzwyczaić. Niewątpliwą zaletą jest zaś niezależność platform. Najczęściej spotkamy na nich fundusze, które nie są w bankach dostępne, w tym alternatywne oraz w innych walutach niż PLN. Należy jednak pamiętać o opłatach manipulacyjnych. Ich wysokość można sprawdzić w kartach informacyjnych funduszy. Warto je przeczytać, ponieważ opłaty manipulacyjne czasem nie są wcale pobierane dla wybranych funduszy lub ich pobieranie jest zawieszane na okres, np. miesiąca (promocje).

Która platforma jest najlepsza? Jest to pytanie, na które każdy z inwestorów powinien odpowiedzieć sobie samodzielnie po przeanalizowaniu swoich oczekiwań. Bez wątplenia do niedawna liderem był Supermarket Funduszy Inwestycyjnych mBanku. Czasy jego monopolu się jednak skończyły. Inwestorzy zwracają obecnie uwagę nie tylko na cenę, ale i na jakość oraz liczbę i rodzaje oferowanych funduszy. Pod tymi zaś względami oferta mBanku, choć dobra, nie zawsze okazuje się najlepsza. ■

**PIERWSZY W POLSCE MIESIĘCZNIK  
O SZTUCE INWESTOWANIA**

**POBIERZ BEZPŁATNIE  
TREND W WERSJI PDF NA**

**WWW.GAZETA TREND.PL**



# Inwestowanie w e-biznesy jest w modzie

**Internet ma swoim użytkownikom coraz więcej do zaoferowania i jest coraz częściej obecny w codziennym życiu. Tam, gdzie pojawiają się nowe potrzeby, zawsze znajdzie się dostawca e-usługi, który je zaspokoi. Globalny internetowy rynek jest wart obecnie ok. 500 mld dolarów. Nic zatem dziwnego w tym, że znalazł się on w centrum zainteresowania inwestorów (aniołów biznesu). Mimo iż inwestowanie w e-biznesy jest bardzo ryzykowne, może przynieść bardzo duży zysk. Według miesięcznika Forbes polscy aniołowie na jednej inwestycji, trwającej od 3 do 5 lat, potrafią zarobić nawet 1000 procent.**

AGNIESZKA GUGAŁA

## Na czym polega innowacyjność e-usługi?

Anioły biznesu inwestują swoje pieniądze głównie w innowacyjne e-usługi, w młode i dobrze prosperujące firmy, które mają szansę na sukces. Nie inwestują one wyłącz-

nie w projekt, ale również w jego twórcę. W kręgu zainteresowań aniołów biznesu są dobrze rozwijające się branże, gdzie wartość przedsiębiorstwa może wzrosnąć bardzo szybko. Według badań European Business Angels Network z 2010 r. najczęściej wybraną przez nich gałęzią gospodarki są branże „przyszłościowe” (68%), czyli np. IT, bio-

technologia, Internet, inżynieria medyczna i farmaceutyczna. E-biznes znalazł się w kręgu zainteresowań inwestorów ze względu na rozległość sieci, czyli brak granic terytorialnych, powszechność dostępu do Internetu, ciągłość dostępu do informacji, możliwość dotarcia do pojedynczych klientów oraz niski czas prowadzenia działalności.

E-usługa jest usługą, która jest świadczona w sposób zautomatyzowany przez technologię informacyjną, jest oferowana za pośrednictwem Internetu, jest spersonalizowana i indywidualnie dopasowana do odbiorcy oraz świadczona zdalnie. Z innowacyjną e-usługą mamy do czynienia dopiero wtedy, gdy zostanie ona nabyta przez rynek. W 2009 roku Agencja Rozwoju

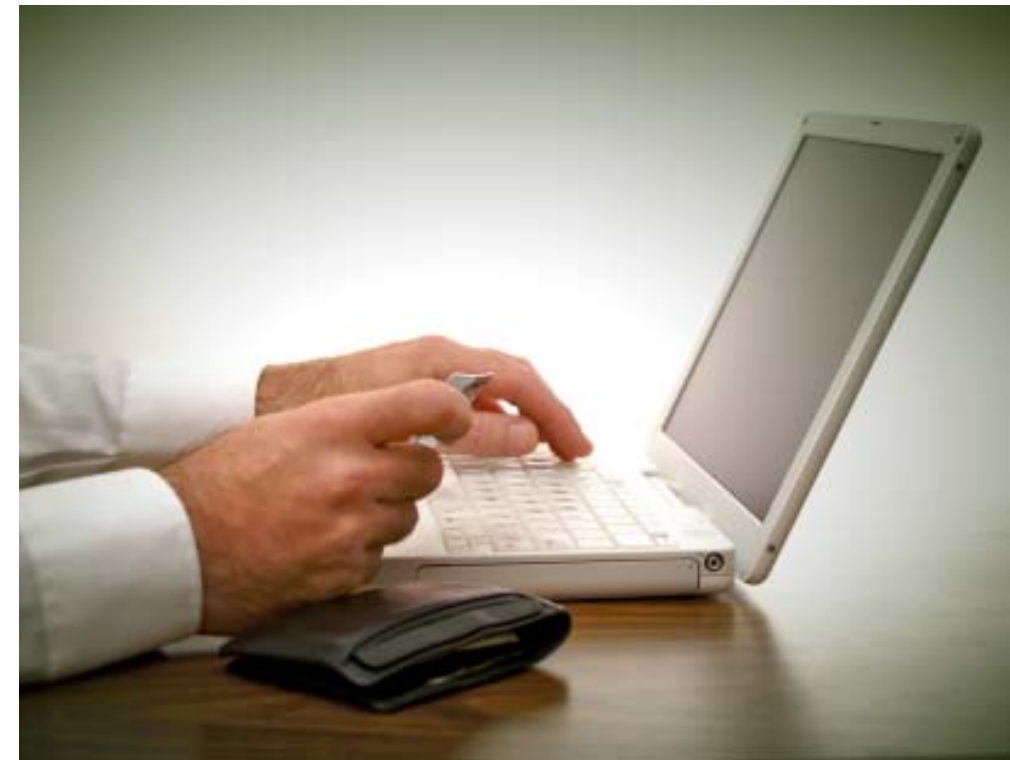
Przedsiębiorczości za najbardziej innowacyjne e-usługi uznała: usługę monitorowania i kompleksowej optymalizacji zużycia mediów, e-usługę opartą na automatycznym systemie komunikacji zbiorowej oraz platformę rekrutacyjną nowej generacji. W 2010 roku większość innowacyjnych projektów, które otrzymały dofinansowanie unijne, należało do: portali społecznościowych, serwisów wyszukiwujących usługi oraz partnerów biznesowych, platform wspierających działalność przedsiębiorców oraz kursów e-learning.

Rynki są coraz bardziej nasycone standaryzowanymi produktami. Dlatego szansę na sukces mają e-biznesy, które inicjują proces „masowej customizacji”. „Masowa customizacja” to udostępnianie masie użytkowników zindywidualizowanej usługi, która jest dopasowana do indywidualnych potrzeb użytkownika. W efekcie każdy użytkownik staje się członkiem pewnej specyficznej niszowej.

## Jak zarabia e-biznes?

Anioł biznesu inwestuje (średnio 150 tys. – 5 mln zł.) w e-biznes przez około 3-5 lat. Często oprócz ofiarowania swoich pieniędzy również sam angażuje się w działalność firmy, wspierając ją swoją wiedzą. Oferuje know-how, doświadczenie i kontakty biznesowe. Ma więc bezpośredni wpływ na działalność i rozwój e-biznesu. Anioły obejmują zazwyczaj pakiet mniejszościowy udziałów w nowej firmie (20%-45%). W zamian za udział finansują bieżącą działalność e-biznesu i liczą na wzrost wartości posiadanych udziałów w przyszłości.

Model e-biznesu to nic innego jak ustrukturyzowany sposób prowadzenia działalności gospodarczej z wykorzystaniem Internetu, mówiący nam, w jaki sposób podmiot prowadzący działalność uzyskuje z niej dochód. W wirtualnym świecie rozróżnia się trzy główne modele biznesowe: biznes oparty na reklamie, biznes oparty na pośrednictwie i biznes oparty na handlu. Jeśli na rozwój e-biznesu spojrzymy z perspektywy czasu, najczęściej wybieranym przez twórców e-usług modelem e-biznesu było pozyskiwanie przychodów z reklam. Ten model wykorzystują najczęściej portale informacyjne. Użytkownicy korzystają z serwisu najczęściej bezpłatnie, natomiast dochód dla firmy generują reklamodawcy. Kolejny model e-biznesu polega na połączeniu kupca ze sprzedającym. Model pośrednictwa polega na zarabianiu na prowizjach od zawartych transakcji (przykład Allegro.pl). Trzeci model e-biznesu polega na oferowaniu użytkownikom produktów (np. poprzez e-sklep) bądź płatnych e-usług (np. płatny abonament z dostępem do unikalnych treści). Wszystkie te modele możliwe są dzięki istnieniu społeczności wirtualnej, która jest coraz szersza i wciąż się rozwija.



## Płaszczyzna współpracy pomysłodawcy i anioła biznesu

Dla sukcesu start-upu (firmy działającej w Internecie) bardzo duże znaczenie ma pasja założycieli, dobra jakość wykonania, odwaga w atakowaniu kategorii pełnych konkurencji i chęć zrobienia czegoś lepiej od innych. Aby móc oferować e-usługę w Internecie, trzeba mieć pomysł na biznes, kapitał i szczerą chęć. Badania pokazały, że start-upy potrzebują aniołów biznesu, ponieważ najczęściej jest tak, że zgromadzony przez pomysłodawcę kapitał własny oraz kapitał jego przyjaciół i rodziny wystarcza zaledwie na badania nad produktem. Aby ich praca nie poszła na marne, potrzebują zewnętrznego źródła finansowania.

Anioły biznesu najchętniej inwestują w projekty, nad którymi praca już została rozpoczęta. Inwestują w prawdziwych przedsiębiorców, z wizją, chęcią i energią do stworzenia czegoś dużego. Internetowi przedsiębiorcy są jednak ostrożni w relacjach z inwestorami. Boją się odchodzenia od pierwotnego pomysłu na biznes, niekorzystnych klauzul w umowach inwestycyjnych, niezrozumienia wizji twórców prowadzącego do ograniczania możliwości rozwoju oraz dominacji. Autorzy naprawdę dobrych pomysłów na e-biznes na ogół nie mają problemów z pozyskaniem kapitału na start. Powinni umieć „sprzedać” pomysł, przygotować dobry biznesplan i racjonalnie określić przychody oraz zyskowność e-biznesu.

## Inwestycja w e-biznes – same korzyści?

Coraz większą część naszego życia przenosimy do wirtualnego świata. Rozszerza się również zakres e-usług, z których użytkownicy chętnie korzystają ze względu na

wygodę i oszczędność czasu oraz niższe koszty. E-biznes to nowoczesna forma zaspokajania szybko zmieniających się potrzeb konsumentów. Ta forma inwestycji ma jednak minusy - niemożność dokładnego przewidzenia skali zwrotu z inwestycji oraz duże ryzyko finansowe. Przykładem niepowodzeń inwestycyjnych były upadki dużej liczby start-upów na przełomie ostatnich lat. E-biznesy obciążone są szczególnym ryzykiem, jednak w obliczu rosnącej roli Internetu decyduje się je podjąć wielu inwestorów. W e-biznesy warto jest inwestować ze względu na rosnącą liczbę użytkowników urządzeń mobilnych i sieci globalnej. Pojawiające się jak „grzyby po deszczu” start-upy są reakcją na nowe wymagania konsumentów, świadczą o poszukiwaniu nowych możliwości działania i chęci uzyskania przewagi nad konkurencją.

Globalny internetowy rynek jest wart obecnie ok. 500 mld dolarów. Anioł biznesu inwestuje w e-biznes najczęściej przez około 3-5 lat. Przez ten czas finansuje bieżącą działalność, licząc na wzrost wartości odstąpionych mu udziałów w przyszłości. Potem ma kilka możliwości zakończenia współpracy i zainkasowania zysku z całej inwestycji. Może wykupić udziały od pomysłodawcy i przejąć całą firmę. Dla niektórych aniołów biznesu większe znaczenie ma utrzymywanie aktywności w biznesie i przyjemność płynąca z możliwości dzielenia się swoją wiedzą i doświadczeniem niż czysty zysk z inwestycji. Inni mogą sprzedać swoje udziały w firmie innemu „graczowi” lub też wejść na giełdę. ■

AUTORKA TEKSTU JEST EKSPERTEM OGÓLNOPOLSKIEGO DORADCY BIZNESOWEGO ONLINE WWW.BOOMWAY.PL

# Kredyt Technologiczny alternatywa dla dotacji...

JAKUB BURSA

## Dotacja czy kredyt?

Finansowanie dłużne jest jednym z podstawowych źródeł finansowania projektów inwestycyjnych przez sektor prywatny, jednak w sytuacji dostępności finansowania bezzwrotnego w postaci dotacji ze środków funduszy Unii Europejskiej zdecydowanie można zauważyć przeniesienie punktu ciężkości w kierunku właśnie bezzwrotnych środków publicznych. Oczywiście korzystanie ze środków publicznych wiąże się z szeregiem wymogów i obostrzeń, których spełnienie i dotrzymanie leży po stronie przedsiębiorcy. Wydaje się jednak, iż w porównaniu z warunkami stawianymi przez banki w przypadku próby pozyskania komercyjnego finansowania zwrotnego nie są to elementy na tyle trudne, aby odstraszyć zarządy – który dyrektor finansowy nie chciałby bowiem dostać zwrotu (a nawet zaliczki) w wysokości nawet 70% planowanych nakładów inwestycyjnych? Należy jednak pamiętać o kilku dodatkowych okolicznościach: pomoc publiczna udzielana jest jedynie określonym typom projektów (chcę pozyskania dotacji nie powinna determinować kształtu i zakresu projektów inwestycyjnych), zwykle dotacje rozdzielane są w konkursach na podstawie liczby punktów zdobytych przez projekt w toku oceny przedsięwzięcia (kryteria oceny nie zawsze są przejrzyste i transparentne w takim stopniu, aby zapewnić dofinansowanie najlepszych projektów), o dofinansowanie można ubiegać się w ściśle określonych terminach (nieraz przedsiębiorcy nie mogą czekać z rozpoczęciem projektu do czasu otwarcia naboru wniosków, co eliminuje projekt inwestycyjny z możliwości ubiegania się o pomoc na podstawie odpowiednich przepisów wspólnotowych). Nawet mając na uwadze wskazane powyżej trudności i ograniczenia, jeśli tylko dostępne są środki dotacyjne, to są one w pierwszej kolejności wybierane przez przedsiębiorców.

Jednak w chwili obecnej praktycznie wyzerpane zostały bezzwrotne środki publiczne na realizację projektów inwestycyjnych przez przedsiębiorców. Jedynie w ramach niektórych Regionalnych Programów Operacyjnych planowane są jeszcze konkursy dla przedsiębiorców (zwykle ograniczone co do kwoty dotacji i/lub wartości całego projektu). W tej sytuacji wzrok przedsiębiorców zwrócił się w stronę dostępnych jeszcze instrumentów pomocowych, a wśród nich na kredyt technologiczny.

## „Klasyczny” kredyt inwestycyjny czy kredyt technologiczny?

W pierwszej kolejności należy podkreślić, iż kredyt technologiczny to rodzaj „klasycznego” kredytu inwestycyjnego, co oznacza, iż wszelkie wymogi stawiane przedsiębiorcom przy ubieganiu się o w pełni zwrotne finansowanie komercyjne będą analogiczne, przede wszystkim w zakresie wymaganej do decyzji kredytowej dokumentacji i niezbędnych zabezpieczeń kredytu. Również w tym przypadku musimy przekonać bank komercyjny, że planowany projekt jest opłacalny i kredytobiorca posiada pełną zdolność do obsługi zadłużenia. Na czym zatem polega atrakcyjność kredytu technologicznego? Na tym, że znacząca część kapitału zostanie spłacona ze środków publicznych za pośrednictwem Banku Gospodarstwa Krajowego (BGK).

## Jak to działa?

Kredyt technologiczny to nazwa Działania 4.3 Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka mającego na celu wspieranie innowacyjnych projektów inwestycyjnych w formie tzw. premii technologicznej stanowiącej spłatę części kapitału kredytu technologicznego (nawet do wysokości 70% kwoty nakładów inwestycyjnych). Przedsiębiorca, chcąc ubiegać się o kredyt technologiczny, musi zwrócić się do jednego z piętnastu banków komercyjnych współpracujących z BGK, które pośredniczą w przyznaniu dofinansowania – oceniają projekt inwestycyjny i w przypadku podjęcia decyzji o finansowaniu przekazują dodatkową dokumentację przygotowaną przez przedsiębiorcę (wniosek o dofinansowanie i biznes plan) do BGK celem oceny jego parametrów innowacyjnych (m.in. na podstawie opinii o innowacyjności planowanej do wdrożenia technologii). Jeszcze do niedawna był to instrument wykorzystywany przez bardzo niewielu przedsiębiorców, co wynikało przede wszystkim ze specyficznych zasad które warunkowały wypłatę dotacji. Wysokość wsparcia wyliczana była bowiem na podstawie osiągniętych przychodów ze sprzedaży nowych towarów bądź usług będących wynikiem inwestycji, co utrudniało określenie faktycznej i realnej wysokości premii technologicznej. W związku z licznymi uwagami przedsiębiorców i ekspertów podjęto decyzję o zmianie zasad udzielania wsparcia i nowelizacji Ustawy o niektórych formach wspierania działalności

innowacyjnej (podstawa prawna udzielania pomocy w ramach kredytu technologicznego). Bank Gospodarstwa Krajowego planuje ogłosić konkurs już na nowych zasadach na przełomie maja i czerwca br. Zmiany, które mają się pojawić wraz z rozpoczęciem nowego konkursu, przewidują zniesienie uzależnienia wypłaty premii technologicznej od osiągniętych przychodów ze sprzedaży nowych towarów czy usług. Dodatkowo wprowadzony ma zostać przepis zmieniający sposób wyliczania wysokości premii – jej kwota ma być wyliczana od całości wydatków kwalifikowanych poniesionych w ramach projektu, a nie jak do tej pory - jedynie od kwoty kredytu. Zostanie także rozszerzony katalog wydatków kwalifikowanych oraz nastąpi ograniczenie obowiązków sprawozdawczych. Co więcej, inwestycję będzie można rozpocząć wcześniej, bo już po złożeniu wniosku o kredyt technologiczny (dotychczasowo dopiero po dniu przyznania promesy premii technologicznej).

## Dlaczego warto?

Wobec braku dostępnego finansowania bezzwrotnego oraz w świetle wprowadzonych w ostatnim czasie zmian w zakresie zasad udzielania kredytu technologicznego należy podkreślić, iż staje się on wyjątkowo atrakcyjnym instrumentem wsparcia innowacyjnych projektów inwestycyjnych realizowanych przez przedsiębiorców należących do sektora MSP. Bardziej korzystne zasady obliczania premii, a także większa elastyczność procesu z całą pewnością wpłyną na dużo większe zainteresowanie kredytem technologicznym niż dotychczas. Wprowadzane zmiany mogą również spowodować wzrost zainteresowania kredytem technologicznym przez banki, które do tej pory nie brały udziału w jego wdrażaniu. To z kolei powinno umożliwić przedsiębiorcom pozyskanie finansowania na innowacyjne projekty inwestycyjne na jeszcze lepszych warunkach.

Nie ma zatem wątpliwości, że kredyt technologiczny będzie się w przyszłości cieszyć dużo większym zainteresowaniem niż dotychczas. Nie stanie się on jednak z całą pewnością podstawowym środkiem pomocowym – w dalszym ciągu przedsiębiorca będzie musiał przekonać bank komercyjny do swojego przedsięwzięcia i dopiero po jego akceptacji zwrócić się do BGK po premię technologiczną. ■



# Czas zmian w Ciechu

**Grupa Ciech to gigant na polskim rynku chemicznym, który składa się z 30 spółek (osiem z nich to spółki produkcyjne), zatrudnia ponad 6 tysięcy osób i generuje przychody w wysokości niemalże 4 miliardów złotych rocznie.**

ALEKSANDRA PANEK  
AGNIESZKA ŻMIGRODZKA

## O Ciechu

Ciech powstał 65 lat temu, zaś 5 lat temu spółka została sprywatyzowana poprzez wprowadzenie części jej akcji na giełdę. Obecnie 20,14% akcji spółki należy do Skarbu Państwa, ponad 14% akcji Ciecha mają w swoich portfelach fundusze inwestycyjne i emerytalne, pozostałe 66% to free float.

Ciech jest tak dużą grupą kapitałową, że przyswojenie jej struktury organizacyjnej może przysporzyć nie lada problemów. Najważniejszym jednak wydaje się być podział Grupy na trzy główne dywizje: Sodową, Organika oraz Agro-Krzem.

W skład Dywizji Sodowej wchodzi takie spółki, jak: Soda Polska Ciech, Sodawerk Stassfurt i Uzinele Sodice Govora, które produkują sodę kalcynowaną, sól warzoną oraz sodę oczyszczoną na potrzeby przemysłu szklarskiego, detergentowego oraz spożywczego. Dywizja Sodowa to najbardziej opłacalna część biznesu prowadzonego przez Grupę Ciech. Przynosi ona ok. 40% przychodów Grupy i aż 64% zysków.

Do Dywizji Organika należą spółki Zachem

i Organika-Sarzyna. Produkują one pianki poliuretanowe, żywice epoksydowe i poliestrowe oraz środki ochrony roślin, a swoje produkty sprzedają spółkom działającym w przemyśle meblowym i farbiarskim oraz rolnictwie. Marże w tej dywizji są stosunkowo niskie – spółki generują około jedną trzecią przychodów Grupy i tylko 20% zysków.

Dywizję Agro-Krzem reprezentują spółki Alwernia i Vitrosilicon, które produkują nawozy, produkty fosforowe, krzemiany sodu i potasu, a także pustaki szklane, słoje i lampiony.

Odbiorcami tych produktów są przede wszystkim rolnicy, a także przedstawiciele przemysłów spożywczego i budowlanego. Dywizja ta odpowiada tylko za 20% przychodów oraz zysków Grupy.

Mocną stroną Grupy Ciech są na pewno jej różnorodne rynki zbytu, które zapewniają jej dywersyfikację odbiorców – zabezpieczenie na wypadek spadku koniunktury w którejś z branż.

## Plan restrukturyzacji

Ciech był własnością Skarbu Państwa przez 60 lat – to okres wystarczający do tego, aby stworzyć kolosa na glinianych nogach. Struktura Grupy – liczba spółek córek

## Wykres cen akcji spółki Ciech w latach 2005-2011.



| Grupa Chemiczna Ciech |                                                                           |                                                                                                            |                                                                                                                  |
|-----------------------|---------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                       | Dywizja Sodowa                                                            | Dywizja Organika                                                                                           | Dywizja Agro-Krzem                                                                                               |
| Spółki                | Soda Polska Ciech<br>Uzinele Sodice Govora<br>Sodawerk Stassfurt          | Zachem<br>Organika-Sarzyna                                                                                 | Alwernia<br>Vitrosilicon                                                                                         |
| Proukty               | soda kalcynowana,<br>sól warzona,<br>soda oczyszczona                     | TDI, EPI, PCW<br>pianki poliuretanowe<br>żywice epoksydowe<br>żywice poliestrowe,<br>środki ochrony roślin | nawozy, produkty fosforowe,<br>związki chromu,<br>pustai szklane,<br>lampiony, słoje,<br>krzemiany sodu i potasu |
| Odbiorcy              | przemysł szklarski,<br>detergentowy, spożywczy<br>i gospodarstwa domowego | przemysł meblowy<br>i farbiarski, rolnictwo                                                                | rolnictwo, przemysł<br>spożywczy, budownictwo<br>rynki konsumenckie                                              |
| Rynki                 | europejski, krajowy                                                       | globalny, europejski,<br>krajowy                                                                           | europejski, krajowy                                                                                              |

oraz ich spółek zależnych praktycznie uniemożliwiła kontrolę nad Grupą jako całością. W 2005 roku Ciech został sprywatyzowany i wszystko było dobrze – rosły zarówno przychody, jak i zyski spółki – aż do kryzysowego 2008 roku. Spowolnienie gospodarcze na rynkach światowych spowodowało pogorszenie wyników Ciecha, a straty poniesione w 2008 i 2009 roku, powodujące poważne pogorszenie płynności spółki, zmusiły Zarząd do podjęcia radykalnych działań. W 2010 roku zlecono firmie konsultingowej Price-waterhouseCoopers przygotowanie Planu Restrukturyzacji Grupy, jednocześnie spółka była zmuszona do restrukturyzacji swojego zadłużenia w bankach. Dodatkowym źródłem kapitału była emisja 23 milionów akcji spółki, przeprowadzona w lutym 2011 roku. Pozwoliła ona na pozyskanie dodatkowych 440 milionów złotych.

Plan restrukturyzacji przygotowany przez PwC obejmował głównie sprzedaż części spółek zależnych, działających na rynkach, które nie są kluczowe z punktu widzenia całej Grupy, oraz nieruchomości, które nie były wykorzystywane, a generowały jedynie koszty związane z ich utrzymaniem. Środki uzyskane ze sprzedaży spółek i nieruchomości oraz emisji akcji mają zostać przeznaczone w części na spłatę ogromnego zadłużenia spółki oraz przeprowadzenie niezbędnych inwestycji w zakładach przemysłowych, które pozwolą na zwiększenie ich efektywności. Szacowane wpływy i oszczędności z tytułu Planu Restrukturyzacji mają wynieść w sumie 650 milionów złotych. Z transakcji przeprowadzonych do końca 2010 roku udało się pozyskać 280 milionów złotych.

Celem nowej umowy kredytowej restrukturyzującej zadłużenie Ciecha było obniżenie wysokości finansowania – zachwiana płynność spółki stwarzała problemy ze spłatą gigantycznego (prawie 1,3 miliarda złotych) długu. Dodatkowo koszty finansowe związa-

ne z obsługą długu musiały zostać obniżone. W lutym 2010 Ciech podpisał z Konsorcjum Banków umowę, która „zamrażała” dotychczasowe finansowanie – spółka nie mogła się ubiegać o nowe finansowanie, jednocześnie żaden z banków nie mógł wypowiedzieć spółce już istniejących kredytów. Po spełnieniu odpowiednich kryteriów (przystąpienie EBOiR do Konsorcjum, przeprowadzenie emisji akcji, spłata łącznie 400 milionów złotych zadłużenia, osiągnięcie wymaganych wskaźników finansowych na koniec II kwartału 2011), uruchomione zostanie nowe finansowanie w wysokości 900 milionów złotych. Obecnie spółce udało się spełnić trzy z wymienionych czterech warunków – jeśli wskaźniki finansowe za II kwartał 2011 roku będą spełniały wymagania banków, w III kwartale 2011 roku zostanie uruchomione



Ciech to dawna centrala handlu zagranicznego, która zajmowała się dystrybucją produktów przemysłu chemicznego na rynki zagraniczne. Spółka mocno od tego czasu się zmieniła, ale nadal pozostaje pod kontrolą Skarbu Państwa. Ostatni rok był dla firmy bardzo trudny, ale być może przełomowy.

Zadłużony po uszy Ciech musiał dogadać się z bankami w celu refinansowania długu, a następnie przeprowadzić głęboki proces restrukturyzacyjny. Spore zadłużenie wzięło się w głównej mierze z rozliczeń opcji walutowych jeszcze z 2008 roku.

Trzeba przyznać, że Ciechowi udało się wyjść z kłopotów. Zadłużenie zostało zredukowane dzięki emisji akcji z prawem poboru. Emisja się udała, ponieważ we wstępnej fazie zarząd liczył na wpływy od 300 do 400 mln zł, a ostatecznie spółka pozyskała 441 mln zł.

Ponadto firma przeszła głęboką reorganizację. W jej ramach zredukowano liczbę dywizji z czterech do dwóch. Doszło do sprzedaży zbędnego majątku.

Wydawać by się mogło, że sytuacja Ciechu jest już bardzo dobra. Niestety, spółka rzeczywiście najgorsze ma już za sobą, jednak jeszcze sporo pracy przed nią. Musi zwiększyć efektywność, która powinna wpłynąć na marżę, a przez to na rentowność grupy. Na pozór dobre wyniki finansowe z raportu za czwarty kwartał 2010 roku wynikają przede wszystkim z transakcji jednorazowych. Chodzi m.in. o sprzedaż udziałów w spółkach zależnych. Po wyłączeniu 100 mln zł zysku ze sprzedaży akcji PTU, cała grupa zanotowałaby stratę.

Portal StockWatch według zautomatyzowanego modelu nadał spółce Ciech rating Altmana na poziomie CCC, co oznacza, że spółka znajduje się w strefie zagrożenia.

Ponadto warto zwrócić uwagę, że spółka nie uczestniczyła kilka miesięcy temu w minihossie chemicznej w takim stopniu, jak pozostałe firmy z tej branży.

nowe finansowanie.

Wyniki Grupy Ciech w 2010 roku pokazują, że plan restrukturyzacji przynosi spodziewane efekty. Grupa zamknęła rok zyskiem netto w wysokości 20 milionów złotych, a wskaźniki płynności – choć nadal są bardzo niskie (0,7), pokazują już tendencję wzrostową (w 2009 roku wskaźnik płynności wynosił 0,64).

#### Ciech na giełdzie

Ciech S.A. zadebiutował na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych 10 lutego 2005 roku, a cena akcji w dniu debiutu wyniosła 28,10zł. Jeśli wykluczemy hossę w 2007 roku, kiedy ceny akcji Ciecha osiągnęły poziom 175zł, kurs waha się w przedziale pomiędzy 16,38zł (cena minimalna z marca 2009 roku) a 40zł. Obecnie wynosi on prawie 27zł. Wskaźnik C/Z dla spółki Ciech jest bardzo wysoki w porównaniu do innych spółek z sektora chemicznego: wynosi on 71,75, podczas gdy średnia dla branży to 30,99 – można zatem stwierdzić, że akcje Ciecha są mocno przewartościowane.

Na chwilę obecną zakup akcji Ciecha nie byłby prawdopodobnie najlepszym pomysłem ze względu na to, że spółka ciągle jest w restrukturyzacji, a kurs akcji jest relatywnie wysoki. Paradoksalnie, kryzys, który nadszedł w 2008 roku, okazał się dla spółki błogosławieństwem, gdyż obnażył podjęcie radykalnych działań, które usprawnią działanie spółki i pozwolą na poprawę jej sytuacji finansowej. Jeśli tylko Ciech będzie postępował zgodnie z wytycznymi Planu Restrukturyzacji, ma szansę przekształcić się z kolosa na glinianych nogach w prawdziwego giganta, którym żaden kryzys nie będzie w stanie zachwiać. ■

KAMIL GEMRA, ANALITYK STOCKWATCH.PL



## Bill Gates – od lat na szczycie

**Bill Gates to człowiek – instytucja. Przez wiele lat był najbogatszym obywatelem Ziemi, w 2011 roku plasuje się na drugim miejscu. System operacyjny Microsoft Windows, stworzony przez jego firmę Microsoft, jest najczęściej używanym systemem operacyjnym na świecie. Warren Buffett, jego przyjaciel, a zarazem jeden z najbogatszych ludzi na planecie, otwarcie mówi o swoim podziwie dla młodszego kolegi.**

ANNA GRODECKA

#### Młody haker

Bill Gates urodził się 28 października 1955 roku w Seattle, w zamożnej rodzinie. Ma młodszą i starszą siostrę. Jego ojciec, William H. Gates (Senior), był prawnikiem, zaś matka, Mary Maxwell Gates, zasiadała w radach nadzorczych wielu organizacji. Bill miał bardzo dobre relacje z matką, która po krótkiej karierze nauczycielki zdecydowała się poświęcić wychowywaniu dzieciom i pracy w różnych organizacjach. Rodzina chętnie urządzała zawody sportowe i grała w gry planszowe (Ryzyko, Monopol), podczas których Bill pierwszy raz ujawnił ducha konkurencji.

Rodzice od początku planowali prawniczą karierę dla syna, dlatego w wieku 13 lat zaczął on uczęszczać do ekskluzywnej Lakeside School, która miała przygotować go do prawniczej kariery. To właśnie w szkole odkrył swoje zainteresowanie komputerami. Zaczął programować w języku BASIC, a jego zdolności zostały szybko dostrzeżone przez nauczycieli. To dlatego Bill Gates dostał oficjalne zwolnienie z lekcji matematyki, aby pozyskany przez to czas mógł przeznaczyć na programowanie. Później razem z kolegami ćwiczył na sprzęcie firmy CCC i zaprojektował dla szkoły system plasujący uczniów w klasach.

Uczniowie Lakeside School bawili się w hakerów, co na początku przyniosło im

#### Studia i początki Microsoftu

W 1973 roku Bill Gates ukończył szkołę Lakeside, zdobywając 1590 punktów (na 1600) w końcowym teście SAT (Scholastic Assessment Test – standaryzowany test kończący szkołę średnią w Stanach Zjednoczonych, można go porównać do polskiej matury – jego wyniki mają wpływ na przyjęcie na studia). Po pomyślnym zdaniu egzaminu, jesienią tego samego roku rozpoczął studia na Harvardzie. Na pierwszym roku zasłynął rozwiązaniem jednego z „nierozwiązywalnych problemów” zaprezentowanych przez profesora na wykładzie z kombinatoryki – napisał algorytm sortujący naleśniki (pancake sorting).

Początkiem profesjonalnej kariery Gatesa było napisanie programu dla zestawu

problemy, ale potem zaowocowało korzystną umową ze spółką, która umożliwiła im korzystanie z komputera bez ograniczeń w zamian za wykrywanie błędów systemu. Chłopcy byli tak zafascynowani komputerami, że pracowali nad nimi w dzień i noc. W wieku 15 lat Bill Gates napisał swój pierwszy komercyjny program, Traf-O-Data (zajmował się pomiarem ruchu ulicznego), razem z dwoma starszymi szkolnymi kolegami, Paulem Allenem. Chłopcy zarobili na przedsięwzięciu 20000 dolarów i planowali rozwinąć działalność, ale rodzice Billa przekonali go do ukończenia szkoły.

#### Wykres cen akcji spółki Microsoft w latach 1986-2011.



Źródło: <http://finance.yahoo.com/echarts?s=MSFT+Interactive#chart1:symbol=msft;range=my;indicator=volume;charttype=line;crosshair=on;ohlcvvalues=0;logscale=on;source=undefined> (1 maja 2011)

komputerowego Altair 8800 produkowanego przez firmę MITS. Kolega, z którym Gates pracował nad stworzeniem interpretera, Paul Allen, został zatrudniony przez tą firmę, a sam Bill wziął urlop dziekański, aby przez rok w niej pracować. Jak się okazało, był to przełom w jego życiu. Razem z kolegą 26 listopada 1976 roku zarejestrował nazwę „Microsoft”. Po upływie roku Bill Gates nie powrócił na Harvard. W 1976 roku Microsoft stał się niezależny od MITS, a jego założyciele kontynuowali prace nad oprogramowaniem komputerowym. Trzy lata później spółka przeniosła swoją siedzibę z Albuquerque do Bellevue.

Zlecenie firmy IBM zaowocowało w 1980 roku stworzeniem sławnego systemu MS-DOS. IBM chciał odkupić od twórców kod źródłowy, ale Gates odmówił, proponując IBM licencjonowany dostęp. W ten sposób wprowadzał w życie swój zamiar sprzedawania oryginalnych, licencjonowanych kopii oprogramowania i oddzielenia hardware od software. Pięć lat później na rynek został wprowadzony system Microsoft Windows. Do pracy nad nowym systemem skłoniło pojawienie się w 1984 roku na rynku spółki VisiCorp, która proponowała użytkownikom komputerów system obsługiwany myszką i umożliwiający pracę za pomocą przyjaznego interfejsu. MS-DOS, w którym praca odbywała się za pomocą klawiatury na czarnym tle, nie mógł konkurować z innowacją VisiCorp, dlatego konieczne stało się stworzenie nowego systemu. Przy tworzeniu Microsoft Windows Gates miał dostęp do kodów Macintosh, stworzonych na potrzeby komputerów produkowanych przez Apple. Programista doradził nawet konkurencyjnej firmie, aby wprowadzili licencję na ich oprogramowanie, ale ta zignorowała jego rady, koncentrując się na jak największej sprzedaży komputerów. Później Apple wytoczył proces Gatesowi, zarzucając mu kradzież tajemnic handlowych.

#### Debiut giełdowy drogą na szczyt listy najbogatszych

Microsoft zadebiutował na giełdzie w 1986 roku i uczynił z Billa, który był w posiadaniu 45% akcji, natychmiastowego milionera. Rok później założyciela firmy można już było zaliczyć do grona miliarderów. Wykres poniżej prezentuje ceny akcji Microsoftu od debiutu do dnia dzisiejszego.

Co było kluczem do sukcesu Gatesa? Otóż w odpowiednim czasie zdał sobie sprawę, że w biznesie oprogramowania komputerowego można najwięcej zarobić, sprzedając hurtowe ilości przy niskich marżach. Jego wizją był komputer z oprogramowaniem Microsoftu w każdym domu i dzisiaj można stwierdzić, że jego marzenie się spełniło. Zrozumiał również, że oddzielenie produkcji sprzętu komputerowego (hardware) i oprogramowania (software) pozwoli na zyskowną specjalizację. Jego



plany rozwojowe okazały się lepsze od rywali i mimo iż Microsoft ma wielu przeciwników, wciąż większość użytkowników komputerów osobistych korzysta z Microsoft Windows.

W roku 2006 roku Gates wycofał się z pełnoetatowej pracy w Microsoftzie, aby poświęcić swój czas filantropii. Jego założona w roku 2000 Bill&Melinda Gates Foundation swoimi głównymi celami uczyniła walkę z biedą na świecie i rozprzestrzenianie opieki medycznej oraz inwestycję w edukację i rozwój technolo-

gii informacyjnych w Stanach Zjednoczonych. W 2010 roku para ogłosiła, że planuje przeznaczyć 90 procent majątku na cele charytatywne. Małżeństwo uważa, że pomoc ludzkości jest bardziej szczytnym celem niż pozostawienie majątku dzieciom.

Gates ożenił się z Melindą French w 1994 roku. Para ma troje dzieci, mieszka nad jeziorem Washington. Gates lubi grać w brydża, golfa i tenis. ■



#### Ciekawostki

- Budowa luksusowego i wyposażonego w nowinki technologiczne domu Billa Gatesa trwała siedem lat. Jego duża część jest ukryta pod ziemią, tak że rezydencja wydaje się z zewnątrz mniejsza niż jest w rzeczywistości.
- Bill i Melinda (wówczas pracownica w firmie przyszłego męża) poznali się na konferencji prasowej Microsoftu w 1987 roku. Pobrali się na hawajskiej wyspie Lanai.
- Słowne wypowiedzi Billa Gatesa:
  - Sukces jest podstępny nauczycielem, ponieważ sprawia, że mądrzy ludzie zaczynają wierzyć, że nie mogą przegrać.*
  - W kontekście alokacji zasobów czasowych, religia nie jest bardzo skuteczna. Jest wiele więcej rzeczy, jakie mógłbym robić w niedzielne poranki.*
  - Kiedy byłem młody, miałem naprawdę dużo marzeń i jestem przekonany, że wiele z nich było zainspirowanych moimi lekturami. (Bill Gates jest miłośnikiem literatury).*
  - Nieważne, czy to Google, Apple, czy darmowe oprogramowanie – mamy fantastycznych konkurentów i to trzyma nas w gotowości.*
  - Nasi najbardziej nieszczęśliwi użytkownicy są dla nas najlepszym źródłem nauki.*



## Squash, studencie!

**Squash wdarł się z impetem na salony i został w nich na dłużej. Mimo iż nadal nie został wpisany na oficjalną listę dyscyplin sportowych przez Ministerstwo Sportu RP i nie jest dyscypliną olimpijską, posiada coraz większą grono zagorzałych sympatyków. Dlaczego? Pogodoodporność i niezły wysiłek, to dwa główne argumenty przemawiające na plus.**

ANNA PATEK

#### Dobór sprzętu

Pierwsza kluczowa kwestia przy doborze sprzętu to wygodne buty. Powinny mieć białą podeszwę, ponieważ jest to często jeden z wymogów korzystania z kortów do squash. Warto zadbać o to, aby dobrze stabilizowały staw skokowy i amortyzowały wstrząsy. Z pewnością zmniejszą ryzyko kontuzji, o którą w tak dynamicznym sporcie jak squash nietrudno. Odpowiednio dobrana rakietą to również ważny element. W zależności od stopnia zaawansowania i posiadanych umiejętności dobiera się rakietę o różnej wielkości. Specjaliści są zgodni - zanim zdecydujemy się na kon-

kretny model, warto wypróbować raketę w akcji. Dlatego warto skorzystać z usług wypożyczalni sprzętu do squash. Potencjalnego kandydata do gry należy ocenić przez pryzmat możliwości kontroli piłeczki, stopnia przeniesienia siły na raketę, jak również możliwych odczuwalnych drgań. Na poniższym schemacie zostały zaprezentowane najważniejsze charakterystyki, którymi należy kierować się przy zakupie wymarzonego sprzętu. Warto pamiętać, że początkujący gracz z pewnością nie wykorzysta wszystkich możliwości, jakie posiada rakietą przeznaczona dla zaawansowanych, co może znacząco obniżyć komfort gry, lub nawet do niej zniechęcić.

#### Różnice pomiędzy poszczególnymi modelami rakiet

| Charakterystyka            | Rozpiętość                                       |
|----------------------------|--------------------------------------------------|
| Cena                       | 70-500 zł                                        |
| Ciężar                     | 110-180 g                                        |
| Wielkość/kształt główki    | 475-520 cm2                                      |
| Możliwe odczuwalne drgania | Odczuwalne-nieodczuwalne                         |
| Materiał                   | Aluminiem, z włókien szklanych, kevlaru, tytanu. |

Źródło: opracowanie własne na podstawie [www.squash.com.pl](http://www.squash.com.pl)

Co ciekawe, piłka również ma znaczenie. Poszczególne modele różnią się między sobą takimi parametrami, jak sprężystość odbicia i wielkość. Piłeczki posiadają oznaczenia, aby ułatwić wybór graczom. ➔

Początkujący  
graczZaawansowany  
gracznieodczuwalne  
drżanianieodczuwalne  
drżaniawiększa  
głównamniejsza  
główna

średni ciężar

lżejsza

z niższej półki  
cenowejz wyższej półki  
cenowej

Źródło: opracowanie własne

Różnice pomiędzy poszczególnymi  
modelami piłek

| Kropka na<br>piłeczce | Dla kogo?                                       |
|-----------------------|-------------------------------------------------|
| Żółta                 | Dla grających<br>w turniejach                   |
| Biała/Zielona         | Do treningu                                     |
| Czerwona              | Dla początkujących                              |
| Niebieska             | Dla tych, którzy pierw-<br>szy raz są na korcie |

Źródło: opracowanie własne na podstawie  
www.squash.com.pl

## Squash w Polsce i na świecie

Wg informacji Polskiej Federacji Squasha, pierwsze miejsce do gry w naszym kraju powstało z inicjatywy... Szwedów! Szwedzcy pracownicy budujący hotel w Brodnicy umiejscowili tam kort do squasha, aby móc aktywnie spędzać swój wolny czas po pracy. Był to dokładnie 1976 r. Dzisiaj, po 35 latach, sytuacja diametralnie się zmieniła. Powstało kilkadziesiąt klubów, zupełnie nieodbiegających od standardów europejskich. Z pewnością do historii przejdą warszawskie kluby Magnum, Sinus czy Kahuna. To tam właśnie narodził się duch polskiego squasha. Obecnie w squasha gra się w 130 krajach, na ponad 47 000 kortów. Reguły gry zostały już oficjalnie spisane. Ponadto nie podlegają już zmianom, co jest jedną z kart przetargowych Światowej Federacji Squasha w rozmowach z Komitetem Olimpijskim. W 2012 roku squash ma się stać oficjalną dyscypliną sportową na Igrzyskach w Londynie. ■

## Warto zajrzeć!

- www.squashpartner.pl
- www.nasquasha.pl
- squash.net.pl
- www.esquash.pl
- www.squash.com.pl



## Gdzie grać?

| Warszawa                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | Wrocław                                                                               | Kraków                                                                                                                                                                                 |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| DeSki, Fitness Club Calypso, Gymnasion, Kahuna, Lizard Squash, OSiR Nowowiejska, Ośrodek Sportu i Rekreacji Hala Koło, Promenada Country Club, SilvaSport, Sinnet, SinusSport Club, Squash City, Squashynski, Superlinia, Śródmiejski Ośrodek Rekreacji „Solec”, Wodny Park Warszawianka, Yankee Sport Club | HalaTenisowa AWF, Inwest Sport                                                        | Alstar Squash Fitness Club, ATLANTIC SQUASH & WELLNESS, Centrum Sportu i Rekreacji CASCADA, CSiR Politechniki Krakowskiej (dawniej White Sport II), Racquet Squash Club, SQUASH BOTOJA |
| Poznań                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | Trójmiasto                                                                            | Łódź                                                                                                                                                                                   |
| Centrum Fitness Olymp, Centrum Tenisowe ARENA, Feniks, My Squash, NIKU fitness & squash, Squash Park                                                                                                                                                                                                        | Gdańsk: GoodLuck-Club Gdynia: BalticOasis Sopot: Centrum Sportowo-Rekreacyjne „Sopot” | Centrum Fitness „Gracja”, I’m fit, Vera Sport                                                                                                                                          |

## Krótko i zwięźle o motywacji

Agata Pietroń-Pyszczyk „Motywowanie pracowników. Wskazówki dla menedżerów”, Wydawnictwo Marina, Wrocław 2007

DOROTA SIERAKOWSKA

Książka Agaty Pietroń-Pyszczyk stanowi uporządkowane opracowanie dotyczące kwestii motywacji w przedsiębiorstwie. Książka ta jest niewielka objętościowo, ale można to uznać za zaletę – autorka stawia bowiem na zwięzłość, unikając obszernych opisów na rzecz schematów, tabel i wypunktowań. Dzięki tym zabiegom książka sprawia wrażenie czytelnej i uporządkowanej.

Pierwsze rozdziały zawierają spojrzenie na mechanizm motywacji ze strony psychologii poprzez przytoczenie naukowych koncepcji

dotyczących zagadnienia motywacji. Natomiast w kolejnych rozdziałach prezentowane jest podejście do motywacji w różnych aspektach działalności przedsiębiorstwa. Książka umożliwia więc menedżerom spojrzenie na te zagadnienia oczami pracowników i na odwrót. Autorka stara się być obiektywna – przy analizie danego problemu podaje kilka rozwiązań, dokładnie opisując wady i zalety każdego z nich, dając czytelnikowi wybór sposobu postępowania.

Każdy rozdział wieńczy tabela zawierająca skromny zestaw praktycznych wskazówek dla menedżerów. To właśnie skupienie się autorki



na części teoretycznej może być dla niektórych czytelników wadą opisywanej książki. Jednak jej lektura daje solidne podstawy teoretyczne do analizowania wziętych z życia, konkretnych studiów przypadku. ■

Od pojedynczego instrumentu  
po skomplikowane mechanizmy  
rynku finansowego

Wiesław Dębski „Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki”, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010

KATARZYNA GRUSZKA

Książka „Rynek finansowy i jego mechanizmy” powinna być znana nie tylko studentom finansów czy ekonomii, ale także osobom, które inwestują, bądź zamierzają poczynić pierwsze kroki w tym kierunku. Autor opisuje bardzo dokładnie m.in. jak funkcjonuje rynek finansowy, sposoby zarządzania portfelem i wyceny skomplikowanych instrumentów finansowych. Bogata treść i szczegółowe opisy stanowią kompendium

wiedzy, które jest szeroko wykorzystywane nie tylko na etapie studiów, ale także w późniejszym życiu zawodowym przez bankierów lub maklerów.

W najnowszym, piątym wydaniu autor poświęcił dużo uwagi zasadom funkcjonowania Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie: regulacjom, wprowadzaniu papierów wartościowych do obrotu, indeksom oraz notowanym instrumentom finansowym. Odniesienie do polskiej giełdy jest doskonałym uzupełnieniem prezentowanej teorii, gdyż



poza ogólną wiedzę czytelnik poznaje także praktyczne aspekty funkcjonowania giełdy.

Książkę polecam szczególnie tym osobom, które chciałyby uporządkować swoją wiedzę na temat rynku finansowego. Wnikliwi czytelnicy na pewno docenią nawiązania autora do wielu interesujących, choć rzadko poruszanych w literaturze zagadnień finansowych. ■

## Emocje na drodze do zysków

Mikołaj Ryłski „Forex – wyłącz emocje, włącz zyski. Przewodnik świadomego inwestora” wyd. Helion, Gliwice 2009

BARTOSZ BONIECKI

Mikołaj Ryłski o inwestowaniu na rynku forex pisze w następujący sposób: „Nawet najlepszy samochód na świecie nie ruszy z miejsca bez swojego kierowcy”. „Samochodem”, trzymając się tego porównania, jest system inwestycyjny. Wszystkie pojazdy – te lepsze i gorsze – mają co najmniej jedną cechę wspólną.

Bez pokierowania nimi we właściwy sposób nie można ruszyć z miejsca. Problemem

dużej części inwestorów jest to, że nie mogą odpalić „silnika”. Dlaczego? – Odpowiedzią na wiele pytań jest książka pt. „Forex – wyłącz emocje, włącz zyski. Przewodnik świadomego inwestora”.

Autor najpierw przeprowadza nas przez podstawowe mity o rynku walutowym („Forex jest zbyt ryzykowny”). Następnie akcentuje potrzebę poznania samego siebie. To pozwala wyeliminować cztery przeszkody w byciu skutecznym inwestorem: emocje, przekonania, przypadłości i ograniczenia. Na koniec poka-



zany jest „cykl życia” inwestora – od amatora do zawodowca. Wypada zadać sobie pytanie: w której fazie cyklu jestem ja? ■

Książka do nabycia w księgarni internetowej Maklerska.pl

# ROZWIĄŻ I WYGRAJ

## I MIEJSCE



### Zestaw trzech książek

„Pranie pieniędzy”

„Oswoić bessę”

„Efektywność finansowa banków giełdowych”

+ Pamięć USB 2.0 Gb

+ abonament do serwisu

**STOCKWATCH.pl** o wartości 59 zł

## II MIEJSCE

### Zestaw dwóch książek

„Jak zarobiłem 2000000 \$...”

„Rachunkowość zarządcza”

+ Pamięć USB 2.0 Gb

+ abonament do serwisu

**STOCKWATCH.pl**

o wartości 59 zł

## III MIEJSCE

### Książka

„Podstawy

rachunkowości”

+ Pamięć USB 2.0 Gb

+ abonament do serwisu

**STOCKWATCH.pl**

o wartości 59 zł

## NAGRODY DODATKOWE

### 2 Zestawy książek

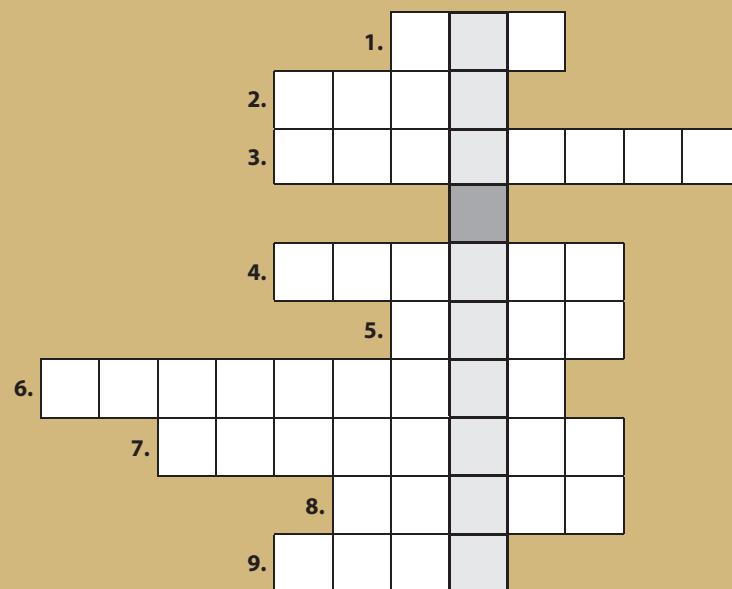
„Pozytywne nastawienie”

„Evergreen”

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

Na zwycięzców czekają atrakcyjne nagrody książkowe oraz pendrive'y! Prosimy o przesłanie hasła i jego krótkiego wyjaśnienia (jedno zdanie) do dnia **30 maja 2011r.** na adres [konkurs@gazetatrend.pl](mailto:konkurs@gazetatrend.pl)

1. Skrót określający opcję, której wykonanie przyniosłoby inwestorowi pewny zysk.
2. John... - noblista w dziedzinie teorii gier.
3. Szkoła, do której uczęszczał Bill Gates.
4. Nazwisko braci, którzy założyli jeden z największych banków inwestycyjnych.
5. Tajlandzka waluta.
6. Pojęcie z dziedziny statystyki, używane do opisywania zależności dwóch zmiennych.
7. Kolor kropki na piłce do squasha polecanej początkującym.
8. Inwestor, który był autorem spektakularnego ataku na brytyjską walutę.
9. Najmniejsza wartość, o jaką może się zmienić kurs waluty.



Lista zwycięzców zostanie ogłoszona na stronie internetowej

[www.gazetatrend.pl/konkurs](http://www.gazetatrend.pl/konkurs) do dnia 05.06.2011r.

Regulamin konkursu na stronie [www.gazetatrend.pl/konkurs](http://www.gazetatrend.pl/konkurs)

Sponsorami nagród w konkursie są:



## Udany start na wysoką orbitę

Potężny pracodawca  
to potężne perspektywy

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

© 2011 KPMG Sp. z o.o. jest polską spółką z ograniczoną odpowiedzialnością i członkiem sieci KPMG składającej się z niezależnych spółek członkowskich stowarzyszonych z KPMG International Cooperative („KPMG International”), podmiotem prawa szwajcarskiego. Wszelkie prawa zastrzeżone. Nazwa i logo KPMG oraz hasło „cutting through complexity” są zastrzeżonymi znakami towarowymi bądź znakami towarowymi KPMG International.

xtb trading cup

**2011**

**ucz się jak inwestować**

**konkurs** - wystartuj za darmo

**wygraj**

**1 000 000 euro**

**i 3 MERCEDESY SLK**



**[www.xtb.pl](http://www.xtb.pl) >>**

**xtb**  
online trading