

AKCJONARIUSZ

GIEŁDA EDUKACJA ANALIZY



STOWARZYSZENIE
INWESTORÓW
INDYWIDUALNYCH

ISSN 1644-3004 2/2008

Partnerzy wydawnictwa



Centralny Dom Maklerski
PEKAO SA

X-Trade Brokers
Dom Maklerski S.A.

NIERZETELNE PROGNOZY SPÓŁEK

Zapowiedzi bez pokrycia

PORTFELE ALFABETYCZNE

Relacje inwestorskie
polskich spółek
giełdowych

W branży turystycznej na zyski czeka się długo

Wywiad z Waldemarem
Czechowskim-Jamrozińskim
- Prezesem Interferie S.A.

W numerze:

Wszystko o rynku NewConnect



NEWconnect
RYNEK AKCJI GPW

Sztuka pozyskiwania kapitału

Wywiad z Anną Nietykszą - Prezesem Eficom SA

Spis treści

Sztuka pozyskiwania kapitału	6
Wywiad z Anną Nietykszą – Prezesem Zarządu Eficom SA	
Zapowiedzi bez pokrycia	10
Nierzetelne prognozy spółek giełdowych – Konrad Smok, SII	
Zyskuje kto odpisuje	12
Dobre praktyki kontaktów online z inwestorami indywidualnymi – Dorota Wylon, SII	
W branży turystycznej na zyski czeka się długo	14
Wywiad z Waldemarem Czechowskim-Jamrozińskim – Prezesem Zarządu Interferie S.A.	
Podium – IV kwartał 2007 r.	17
Pierwszy w Polsce Ranking Wyników Spółek Giełdowych – Piotr Cieślak, SII	
Hasłem na giełdach stało się: „aby do wiosny”	21
Felieton makroekonomiczny – Piotr Kuczyński, Xelion Doradcy Finansowi	
Kiedy nadejdzie czas na bezpieczne kupowanie akcji?	22
Felieton makroekonomiczny – Roland Paszkiewicz, CDM Pekao S.A.	
Rafy na rynku kontraktów terminowych	24
Praktyczne aspekty kontraktowania (2) – Jarosław Augustynowicz	
Strategie inwestycyjne na 2008 rok	27
Dywersyfikacja instrumentów w praktyce – Tomasz Uściński, Przemysław Kwiecień, X-Trade Brokers Dom Maklerski S.A.	
Wycena akcji prostsza niż myślisz	32
Szczegóły metody DCF – Miłosz Papst, Centrum Kompetencyjne Doradcy24	
SII Poleca	36
Recenzje książek związanych z inwestowaniem – Michał Masłowski, Krzysztof Maciaszczyk, SII	
Budowanie strategii inwestycyjnej	38
Trading w praktyce – Paweł Szczepanik, Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A.	
Podatek giełdowy – to nie takie proste	42
Polemika z artykułem Łukasza Łazucha	
Kiedy kupić? Kiedy sprzedać?	44
Podstawy analizy technicznej (5) – Tomasz Gessner, Dom Maklerski IDMSA	

W numerze: Poradnik Rynku NewConnect

NEW/CONNECT
RYNEK AKCJI GPW

AKCJONARIUSZ

Kwartalnik Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych

Redaktor naczelny: Michał Masłowski

Zastępca redaktora naczelnego: Konrad Smok

Sekretarz redakcji: Katarzyna Nalichowska

Redakcja: ul. Długopolska 22, 50-560 Wrocław,

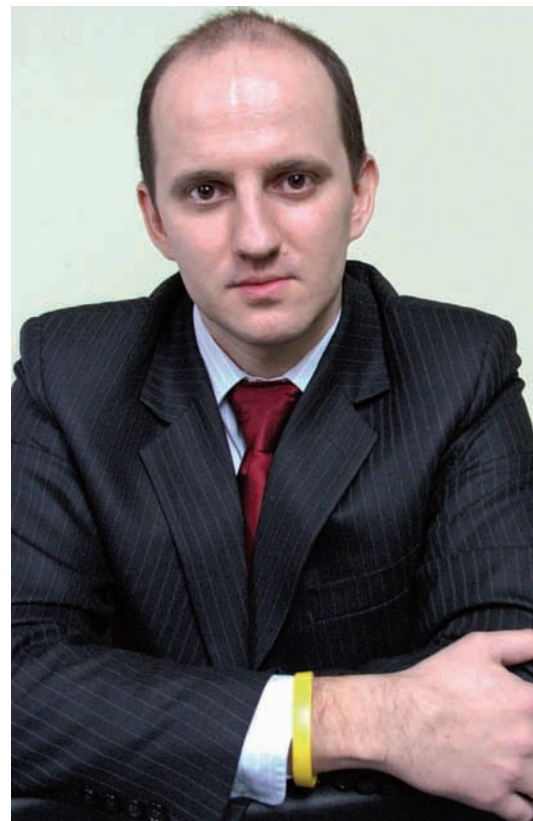
telefon: +48 (0) 71 332 95 60 telefon/fax: +48 (0) 71 332 95 61

Reklama: Kamil Karpicki, tel. 604 122 664, karpicki@sii.org.pl

internet: www.sii.org.pl, e-mail: akcjonariusz@sii.org.pl

Opracowanie graficzne: Tomasz Baziuk

Wszelkie prawa zastrzeżone. Powielanie wyłącznie za zgodą wydawcy. Redakcja nie zwraca tekstów nie zamówionych oraz zastrzega sobie prawo do ich skracania i redagowania. Redakcja nie ponosi odpowiedzialności za treść reklam.



NewConnect szansą dla firm doradczych

Czy można w Polsce prowadzić firmę, w której najcenniejszymi, a zarazem jedynymi aktywami są ludzie? Okazuje się, że można. O sztuce Zarządzania firmą doradczą, będącą także Autoryzowanym Doradcą, o wprowadzaniu spółek na rynek NewConnect, opowiada Prezes Zarządu Spółki EFICOM SA – Anna Nietyksza. (str. 6)

Szanowni Czytelnicy



Po czym poznać, że mamy bessę? „Czy to pytanie jest podchwytliwe?”, mógłby zapytać inwestor zerkając jednocześnie na notowania z wyświetlonym wykresem systematycznie podążającym na południe. Nie, mamy bessę, a symptomatyczne są jej objawy. Do SII wpływa co raz więcej spraw typu: „Biuro maklerskie mnie oszukało” lub „Ta korekta prognozy stawia pod znakiem zapytania uczciwość Zarządu spółki”. Co raz głośniejszą mówi się także o zniesieniu podatku giełdowego. Nagle wszystko zaczyna inwestorom przeszkadzać. Gdy mieliśmy hossę problemy np. ze stabilnością platformy internetowej biura maklerskiego były pomijalne, teraz często wydaje się, że wręcz są główną przyczyną utraty gotówki.

W tym ferworze poszukiwań winnych naszych niepowodzeń giełdowych często pomijamy głównych winowajców: samych siebie. Wykorzystajmy zatem czas bessy na edukację, która z pewnością zapoczątkuje nie raz. Tym samym chciałbym zachęcić Państwa do lektury nowego Akcjonariusza, który pełny jest edukacyjnych treści. Do zobaczenia na konferencji WallStreet!

*Życzę miłej lektury
Michał Mastowski*

ZOSTAŃ CZŁONKIEM SII I SKORZYSTAJ !!

- z różnorodnych zniżek na produkty i usługi rynku kapitałowego
- z wiedzy, którą Ci prześlemy, abyś mógł zaistnieć jako profesjonalny inwestor
- z pomocy prawnej na najwyższym poziomie
- z niezależnych analiz giełdowych, tworzonych specjalnie dla Ciebie
- z możliwości wymiany informacji z inwestorami z całej Polski
- z praw, które Ci przysługują - SII efektywnie walczy o prawa Członków Stowarzyszenia
- z licznych konferencji i szkoleń (m.in. Konferencje: WallStreet, Profesjonalny Inwestor, Akademia Tworzenia Kapitału), jakie organizujemy lub, którym patronujemy z myślą o Tobie i Twoim rozwoju

SII ZRZESZA JUŻ BLISKO 4000 INWESTORÓW

**WSTĄP W SZEREGI
CZŁONKÓW SII
JUŻ DZIŚ!!**



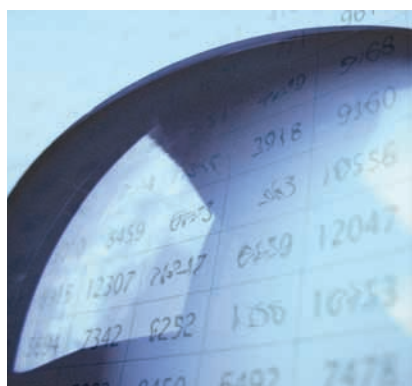
Więcej na:

www.sii.org.pl



Portfele Alfabetyczne

Kryteria doboru spółek do portfela mogą być bardzo zróżnicowane. Dość oryginalne podejście do wstępnej selekcji spółek zaprezentowano w artykule Portfele Alfabetyczne – tylko spółki na A. Dalej jest już jednak bardzo serio, a wykonane przez Dorotę Wylon badanie przedstawia w niezbyt korzystnym świetle działy relacji inwestorskich polskich spółek giełdowych. (str. 12) ■



Korekta prognozy

Korekta prognozy – określenie, które na stałe weszło do słownika zarządzających polskimi spółkami giełdowymi. Szczególnie teraz, gdy mamy bessę w pełni, stało się ono szczególnie popularne. Konrad Smok analizuje szczegółowo problem, bada gdzie jest cienka, niewidoczna granica między faktyczną korektą prognozy a celowym wprowadzeniem inwestorów w błąd. (str. 10) ■



Dobra inwestycja na trudne czasy

Wywiad z Anną Katarzyną Nietykszą
- Prezesem Zarządu EFICOM SA

■ Anna Katarzyna Nietyksza

Akcjonariusz: EFICOM działa w szeroko rozumianej branży consultingowej, prowadząc swoją działalność w kilku segmentach. Co wyróżnia go na tle konkurencji?

Anna Katarzyna Nietyksza: Przede wszystkim EFICOM stał się firmą doradczą-inwestycyjną. Nasza kompleksowa oferta daje klientom możliwość skorzystania z wszystkich dostępnych na rynku źródeł finansowania. Działalność Spółki koncentruje się na trzech głównych obszarach. Pierwszym z nich jest doradztwo europejskie, prawne i finansowe, związane z pozyskiwaniem finansowania unijnego, pochodzącego zarówno z funduszy dostępnych w Polsce, jak i bezpośrednio z Unii Europejskiej. Mamy w tym zakresie dziewięcioletnie doświadczenie. Drugi to działalność typowo inwestycyjna, prowadzona na rynku niepublicznym zarówno samodzielnie, jak i przy dużych projektach wspólnie z funduszami venture capital,

private equity oraz inwestorami instytucjonalnymi. Trzeci obszar aktywności dotyczy rynku publicznego. Chodzi o pozyskiwanie dla klienta kapitału bezpośrednio z rynku NewConnect oraz z rynku podstawowego warszawskiej giełdy. Dzięki takiemu połączeniu kompetencji, zakres

naszych usług jest szerszy niż innych doradców na polskim rynku.

EFICOM był jedną z pierwszych firm doradczych o kapitale polskim, która wyspecjalizowała się w samodzielnej realizacji dużych kontraktów UE

Jednak liczba autoryzowanych doradców rynku New Connect jest bardzo długa.

W czym przejawiają się przewagi konkurencyjne EFICOM SA?

Naszym klientom, korzystającym z usług autoryzowanego doradcy możemy zaoferować refundację części kosztów związanych z wprowadzeniem ich akcji do notowań w alternatywnym systemie obrotu New Connect. Taką możliwość daje unijny Program Operacyjny Innowacyjna Gospodarka, który umożliwia przedsiębiorcom refundację do

50% kosztów emisji. Jest to korzystne rozwiązanie dla mniejszych firm. Wspólnie z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie SA organizujemy szkolenia w tym zakresie. Nasza wieloletnia praktyka w przygotowywaniu unijnych aplikacji czyni naszą ofertę wyjątkowo atrakcyjną dla wszystkich spółek zainteresowanych rynkiem NewConnect.

Pani Prezes wspomniała o bogatym doświadczeniu w prowadzeniu doradztwa europejskiego. Jakie miejsce zajmuje ten segment w Waszej działalności?

EFICOM był jedną z pierwszych firm doradczych o kapitale polskim, która wyspecjalizowała się w samodzielnej realizacji dużych kontraktów UE. Już w roku 1999 zrealizowaliśmy za pomocą dotacji kontrakty o wartości ponad trzech mln euro. Od 2004 roku, wraz z napływem funduszy strukturalnych do Polski, zrestrukturizowaliśmy nasze portfolio, ograniczając w nim udział kontraktów publicznych. Skoncentrowaliśmy działalność na kontraktach doradczych dla bardziej rentownych firm i pozyskiwaniu finansowania UE dla przedsiębiorstw, nie rezygnując z obsługi administracji i samorządów. Aktualnie kluczowy obszar naszej aktywności to doradztwo i pozyskiwanie funduszy UE, gdzie możemy zdyskontować zdobytą wiedzę i wieloletnie doświadczenie. Ilość dostępnych środków UE w latach 2007-2013 jest o 400% większa niż w latach 2004-2006. Polska jest krajem, który otrzymał największą w historii UE alokację funduszy strukturalnych, bo aż 67 mld euro, co daje wraz ze współfinansowaniem zawrotną kwotę ponad 80 mld euro do zagospodarowania. Zamierzamy w tym pomóc. Konieczność (z uwagi na zawiłość procedur) zatrudnienia wyspecjalizowanych firm do przygotowania koncepcji projektu, wniosków, studiów wykonalności, biznesplanów, analiz, pozyskiwania i rozliczania funduszy, zapewni najlepszym doradcom wysoką dynamikę wzrostu. Zamierzamy zwiększyć nasz udział w tym rynku.



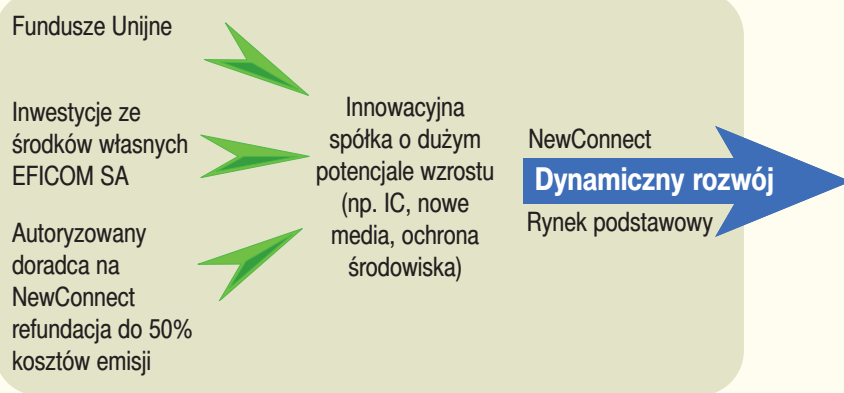
Jaka jest dotychczasowa skuteczność EFICOM-u w pozyskiwaniu dotacji unijnych? Ile wynosi łączna kwota pozyskanych dotacji?

Spółka pozyskała do tej pory dla swoich klientów w Polsce i krajach kandydujących łącznie ponad 200 mln euro. Nasze doświadczenie w zakresie doradztwa europejskiego to nie tylko pozyskiwanie środków finansowych. Jesteśmy praktykami: zrealizowaliśmy kilkanaście dużych kontraktów publicznych na zlecenie Komisji Europejskiej i polskiej administracji, siedem kampanii informacyjnych, trzy kontrakty z harmonizacji prawa. Prowadziliśmy projekty z dziedziny rolnictwa, finansów i gospodarki. EFICOM przez pięć lat pełnił funkcję jednostki kontraktująco-płatniczej rozliczającej dotacje bezpośrednio dla Komisji Europejskiej w Polsce i w Bułgarii.

A jaka była najwyższa wartość dotacji pozyskanej dla jednego klienta?

Wielokrotnie udało nam się pozyskiwać dla przedsiębiorców i konsorcjów wsparcie finansowe liczone w milionach złotych. Najwyższa dotacja osiągnęła poziom 47 mln złotych, ale liczymy, że w nowym okresie programowania będą to znacznie większe kwoty.

Model usług doradczo-inwestycyjnych EFICOM SA



Kto może stać się Waszym klientem w pozyskiwaniu dotacji unijnych?

Potencjalnie każdy przedsiębiorca prowadzący działalność na polskim rynku, jednostka administracji, organizacja pozarządowa, uczelnia. Doświadczenie i szeroka gama usług sprawiła, że możemy pochwalić się dziś szerokim wachlarzem klientów. Są wśród nich przede wszystkim międzynarodowe korporacje, duże firmy polskie,

a także uczelnie czy stowarzyszenia. Równocześnie Spółka posiada bardzo atrakcyjną ofertę dla małych i średnich przedsiębiorstw, zwłaszcza z sektora technologii informacyjno-komunikacyjnych i mediów elektronicznych. Dotyczy to zwłaszcza możliwości, jakie daje wspomniany wcześniej Program Operacyjny Innowacyjna Gospodarka. Dysponuje on środkami na poziomie 8,3 mld euro, które przeznaczone

Gospodarka

Codziennie o tym, co dzieje się na rynku

Najnowsze informacje gospodarcze z Polski, z krajów naszego regionu



zostaną w ciągu najbliższych lat na wspieranie innowacyjnych inwestycji i nowych rozwiązań technologicznych w Polsce.

Wróćmy do działalności na rynku kapitałowym. Jakie jest doświadczenie EFICOM-u we wprowadzaniu podmiotów do obrotu publicznego?

Głównym atutem jest doświadczenie Spółki w przygotowaniu emisji naszych akcji oraz doświadczony zespół doradców i konsultantów finansowych. Spółka z sukcesem odbyła całą drogę emitenta, od momentu decyzji o upublicznieniu do debiutu na rynku NewConnect. Pierwotnie rozważaliśmy wejście na rynek regulowany. Przygotowano nawet prospekt emisyjny, który został złożony do Komisji Nadzoru Finansowego. O przeprowadzeniu oferty prywatnej i wejściu do alternatywnego systemu obrotu ostatecznie przesądziła sytuacja na giełdach, która w drugiej połowie ubiegłego roku nie sprzyjała debiutantom, oraz czas potrzebny na zamknięcie całego procesu. Spółce zależało na szybkim pozyskaniu środków, które chce przeznaczyć na dalszy rozwój.

Jaką strategię inwestycyjną realizuje obecnie EFICOM? Jakie segmenty rynku są przedmiotem Waszego szczególnego zainteresowania?

Biorąc pod uwagę złożoną sytuację na rynkach giełdowych, wyjątkowo uważnie analizujemy potencjalne ryzyka związane z kapitałowym wejściem w każdą możliwą inwestycję. Nie spieszymy się z ostatecznymi decyzjami, dbając o środki finansowego powierzone nam przez akcjonariuszy. Pracujemy intensywnie nad kilkoma transakcjami. Swoje zainteresowanie skupiamy przede wszystkim na spółkach, w których podstawą do osiągnięcia sukcesu jest innowacyjna technologia i posiadane know-how. Ale nie ograniczamy się jedynie do sektora zaawansowanych technologii, interesują nas spółki z sektorów bardziej tradycyjnych, mające pomysły na rentowny biznes. Najważniejszym kryterium, którym kierujemy się przy wyborze projektów inwestycyjnych, jest wysoki zwrot z inwestycji.

Inne rodzaje spółek, o których myślimy, to takie, których przejęcie wzmocni i rozszerzy nasze możliwości na rynku doradztwa europejskiego. Chodzi głównie o podmioty funkcjonujące bezpośrednio w re-

gionach. Tam w ramach Regionalnych Programów Operacyjnych do rozdysponowania dla polskich przedsiębiorców będzie 16 miliardów euro.

Ile podmiotów Spółka planuje wprowadzić na rynek New Connect w 2008 roku?

W tym roku planujemy wprowadzenie na rynek NewConnect kilku spółek. W najbardziej atrakcyjne z nich planujemy dodatkowo zainwestować na etapie Pre-IPO. Podobne plany mamy także na rok następny. W naszej strategii nie ograniczamy się wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu. Dużo zależy będzie od koniunktury giełdowej. Poprawa nastrojów może spowodować powrót dużego ożywienia na rynku pierwotnym. Dlatego co najmniej jedną ze spółek zamierzamy wprowadzić także na parkiet główny.

Jak ocenia Pani obecną wycenę Spółki na tle firm giełdowych o zbliżonym profilu działalności?

Cały czas jesteśmy notowani ze znacznym dyskontem w stosunku do wycen, które zostały przygotowane przez domy maklerskie w momencie pojawienia się Spółki na rynku NewConnect. Inwestorzy wierzą w rozwój firmy, co potwierdza stabilne zachowanie naszego kursu, który utrzymuje się powyżej ceny emisyjnej.

Czy nie obawia się Pani, że poważną barierą dla dalszego rozwoju Spółki okaże się niedobór odpowiednich pracowników, a także wciąż utrzymująca się presja płacowa?

Firma zatrudnia obecnie 18-stu pracowników, współpracując jednocześnie z ok. 300 ekspertami z różnych dziedzin, zarówno w Polsce, jak i w Europie. Posiadamy efektywny system motywacyjny, który w dużej mierze uzależnia wysokość wynagrodzenia od rentowności kontraktów i osiąganego zysku. Pomaga

nam w tym powiększający się rynek i świetne perspektywy rozwoju segmentów, w których działamy. Mając tak silną pozycję rynkową oraz portfolio renomowanych klientów, nie widzimy zagrożenia związanego z niedoborem pracowników.

Czy zarząd bierze pod uwagę możliwość przeprowadzenia kolejnej emisji akcji połączonej z przeniesieniem Spółki na GPW? Jeśli tak, to kiedy to może nastąpić?

Wizja rozwoju Spółki to stworzenie za kilka lat silnej firmy inwestycyjno-doradczej o zasięgu międzynarodowym. Dlatego nie wykluczamy w przyszłości przeniesienia się na rynek równoległy. Nastąpi to w ciągu następnych 2-3 lat. Za wcześniej jednak na podawanie szczegółów tej koncepcji.

Wyniki finansowe EFICOM-u były w 2007 roku bardzo dobre. Czego można spodziewać się po roku 2008? Czy zważając na środki pozyskane z giełdy oraz plany rozwojowe, można spodziewać się, że tegoroczna dynamika poprawy kluczowych parametrów finansowych Spółki będzie dużo wyższa?

Zarząd Spółki przewiduje, iż 2008 rok będzie dla nas okresem bardzo dynamicznego rozwoju. Start programów operacyjnych w ramach okresu programowania funduszy europejskich na lata 2007-2013, otwiera przed polskimi przedsiębiorcami możliwość skorzystania ze środków unijnych na poziomie 67 miliardów euro. Część z tych środków musi zostać przeznaczona na usługi doradcze. Równoległe zamierzamy bardzo aktywnie inwestować na rynku kapitałowym oraz wprowadzać spółki na rynek publiczny. Przełoży się to na wysoką dynamikę naszych przychodów i zysku netto. Myślę, że zakup akcji naszej Spółki to naprawdę dobra inwestycja na trudne czasy.

Spółka pozyskała do tej pory dla swoich klientów w Polsce i krajach kandydujących łącznie ponad 200 mln euro

Profil spółki EFICOM SA

E FICOM SA: warszawska firma doradczo-inwestycyjna notowana na NewConnect. Działa na rynku od 1999 roku. Specjalizuje się w pozyskiwaniu kapitału dla firm (do tej pory jest to kwota ponad 200 mln euro). Oferuje usługi doradztwa europejskiego, prawnego i finansowego, związanego z pozyskiwaniem finan-

sowania unijnego. Prowadzi także działalność inwestycyjną na rynku niepublicznym. Część spółek, w które inwestuje, wprowadza później na rynek NewConnect. Planuje również wprowadzenie ich na rynek podstawowy GPW. Oferuje firmom refundację do 50% poniesionych kosztów emisji ze środków UE.



Hasłem na giełdach stało się: „aby do wiosny”

■ Piotr Kuczyński, Xelion Doradcy Finansowi

Początek 2008 roku był gorszy niż koniec roku poprzedniego. Nic nie trwa wiecznie, więc w końcu rozpoczęła się korekta. Gracze giełdowi bali się, jednak kupowali akcje, licząc na programy pomocowe administracji USA. Poza tym, w styczniu FOMC obniżał stopy dwa razy – do poziomu trzech procent, czyli 1,3 procent poniżej inflacji. Ben Bernanke wszedł w buty Alana Greenspana i próbuje ratować gospodarkę starymi środkami. Problem w tym, że środowisko ekonomistów preferuje nowsze metody. Dotychczas zakładał on, że spowolnienie gospodarcze zmniejszy inflację, tymczasem spowolnienie rzuca się w oczy, a inflacja nadal rośnie. Pojawia się całkiem realne zagrożenie stagflacją, a przecież jest ona potężnym sojusznikiem „niedźwiedzi”.

Od dawna ostrzegałem, że Fed może się w swoich kalkulacjach mylić. Wzmacniający się juan podnosi ceny chińskich produktów, które przecież zawojowały zagraniczne rynki. Rosną też ceny surowców, bo są one ściśle, ujemnie skorelowane z dolarem, który w lutym wszedł w nową falę spadków. Najgorsze jednak jest to, co dzieje się na rynku towarów rolnych. Hossa na rynku pszenicy, ryżu, kukurydzy, soi czy cukru trwa w najlepsze. Żadne zakłęcia tego nie zmieniają, gdyż fundusze w poszukiwaniu zysku zaczęły inwestować również na tym rynku. Wystarczy spojrzeć na wykres ropy czy miedzi, żeby zobaczyć, do czego to może doprowadzić. Wzrost cen surowców (szczególnie ropy) i produktów rolnych w końcu znajdzie wyraźniejsze przełożenie na ceny detaliczne. Rosnąca inflacja zwiększa również oczekiwania inflacyjne, co może doprowadzić do powstania pętli sprzężenia zwrotnego. Szef Fed nie reaguje jednak na wszystkie te sygnały. Zeznając w Kongresie USA, zaszyfrował, że niepokoi się rosnącą inflacją, ale jednocześnie stwierdził, że zagrożenie spowolnieniem gospodarczym martwi go zdecydowanie bardziej. Można powie-

dzieć, że Ben Bernanke założył klapki na oczy.

Charakterystyczne dla zachowania rynków były gwałtowne zmiany nastrojów. Spadki i wzrosty indeksów czasem wręcz szokowały. Podczas korekty indeksy rosły powoli, ale jeśli weźmie się pod uwagę informacje, które docierały na rynek, to nawet taka korekta była dużym osiągnięciem. Co kilka dni banki informowały o zwiększaniu się strat, a rząd niemiecki i angielski zmuszone były nawet do nacjonalizacji dwóch banków. Jest to wydarzenie wręcz nadzwyczajne.

W Wielkiej Brytanii nacjonalizacja banku nie miała miejsca od ćwierćwiecza. Poza tym, dane makro publikowane na świecie (nie tylko w USA) mogły bardzo niepokoić ekonomistów. Szczególnie (oprócz rynku nieruchomości) niewralgicznym punktem było pogorszenie się nastrojów Amerykanów. Indeks zaufania konsumentów Conference Board spadł najmocniej od czasu uderzenia huraganu Katrina – do poziomu 75 pkt. (najniższy poziom od pięciu lat). Jeszcze bardziej spadł subindeks oczekiwań – do poziomu najniższego od 17 lat. Subindeks oceny obecnej sytuacji spadł najmocniej od czasu ataku na WTC. Wniosek jest prosty: nastroje gwałtownie się pogarszają, a jeśli konsument się wszystkiego boi, to przecież nie wy-



daje łatwo pieniędzy i stara się oszczędzać. Nie tego potrzebuje w tej chwili gospodarka USA.

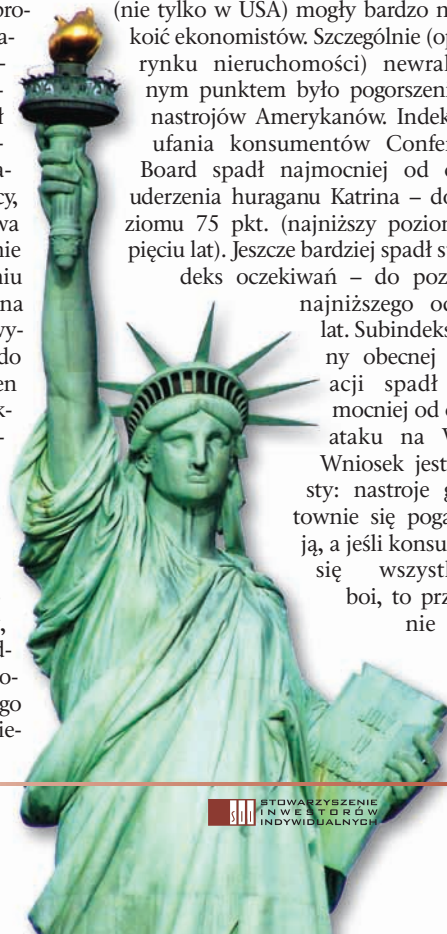
Wydawało się jednak, że w jakiś cudowny sposób giełdom uda się zakończyć luty

zwyżką, gdyż w ostatnich dwóch tygodniach tego miesiąca zachowanie rynku amerykańskiego było zadziwiające. Otóż, pojawiał się nagle intrygujący popyt, a indeksy rosły, nie reagując na bardzo złe raporty makroekonomiczne. Niejeden obserwator mógł powiedzieć, że rynek jest manipulowany i mógł mieć rację. Ostatnie dwa dni lu-

Pojawia się całkiem realne zagrożenie stagflacją, a przecież jest ona potężnym sojusznikiem „niedźwiedzi”

tego zakończyły tę beztrzęsą dużą przeceną. Można powiedzieć, że rynek zachował się jak obładowany ponad swoje możliwości wielbłąd, któremu ktoś dołożył słomkę i w efekcie przełamał mu grzbiet. Tą słomką mogła być wypowiedź Bena Bernanke, w której nie wykluczył on bankructw regionalnych banków amerykańskich.

Nic dziwnego, że również na GPW nastroje pod koniec lutego były fatalne. Szkodziły nie tylko rynki amerykańskie. Również panujący na rynku konsensus doprowadzał do kapitulancstwa obozu byków. Ta powszechna zgoda mówiła o konieczności testowania styczniowego dna. Rzeczywiście, w licznych publikacjach specjalistycznych stwierdza się, że po dłuższym okresie spadku dopiero test dna daje sygnał do kontynuowania przeceny bądź jej zakończenia. Przyjmując, że byłibyśmy już w kwietniu, to mimo tych fatalnych informacji powiedziałbym, że indeksy będą rosły. Przekonanie olbrzymiej większości analityków o znacznej poprawie sytuacji gospodarczej w drugim półroczu musi znaleźć wcześniej odbicie w zachowaniu cen akcji. Gracze giełdowi będą chcieli wyprzedzić ten cud odrodzenia (ironizując, ponieważ mam duże wątpliwości, czy takie ożywienie zobaczymy).





Kiedy nadejdzie czas na bezpiecznie kupowanie akcji?

■ Roland Paszkiewicz, CDM Pekao S.A.

Ostatnie miesiące przyniosły gwałtowny wzrost awersji do ryzyka. Katalizatorem gwałtownej zmiany nastrojów na giełdach papierów wartościowych było rozpoczęcie ujawniania rozmiaru strat instytucji finansowych, wynikających z posiadania instrumentów zabezpieczonych hipoteką na nieruchomościach mieszkalnych w USA. Kolejnym czynnikiem powodującym gwałtowny wzrost niechęci inwestorów do posiadania akcji stały się obawy o charakter, głębokość i długość spowolnienia gospodarczego w USA i ich skutki dla pozostałych światowych gospodarek. Warto zwrócić uwagę, że mimo narastającego od lata 2007 r. strachu, inwestorzy nadal szukają ponadprzeciętnych stóp zwrotu, inwestując w ryzykowne instrumenty finansowe. Rynki rozwinięte pozostają w trendzie spadkowym od lipca 2007 r., jednak uniwersum rynków wschodzących historyczny szczyt ustanowiło pod koniec października 2007 r. Natomiast indeksy surowców właściwie codziennie poprawiają swoje rekordowe osiągnięcia (stan na połowę marca 2008 r.). Fenomen ten można wytłumaczyć dwiema przyczynami:

- obawy o wpływ „kryzysu subprime” na globalną gospodarkę są przesadzone,
- niska korelacja poszczególnych rynków finansowych o dużym ryzyku wynika z przepływu kapitału.

Bliższe prawdy i bezpieczniejsze z punktu widzenia zachowania kapitału wydaje się to drugie wytłumaczenie. Taka diagnoza powinna skłaniać inwestorów preferujących minimalizację ryzyka do powrotu na rynek akcji dopiero po pojawieniu się jasnych sygnałów zakończenia kryzysu. Wiedzy, jakie to mogą być sygnały, może nam dostarczyć

jedynie analiza poprzednich „rynków niedźwiedzia” i wydarzeń im towarzyszących.

Bolesne dla inwestorów spadki zwykle rozpoczynają się wtedy, gdy ignorowane są

Bolesne dla inwestorów spadki zwykle rozpoczynają się wtedy, gdy ignorowane są wszelkie, nawet najbardziej realne, zagrożenia

wszelkie, nawet najbardziej realne, zagrożenia. Odwrócenie trendu ma zwykle lustrzany charakter: spadki kończą się, gdy inwestorzy nie zwracają uwagi na klarowne sygnały poprawy koniunktury.

Wydaje się, że poprawa na amerykańskim rynku nieruchomości niekoniecznie będzie odwzorowana wprost przez giełdowe indeksy. Warto

zwrócić uwagę na fakt, że giełdy przez wiele miesięcy nie zwracały uwagi na pogarszającą się kondycję amerykańskiego rynku nieruchomości, mierzoną liczbą transakcji na rynku wtórnym czy też spadającym od-

Afera, w jaką zamieszani byli menadżerowie dwóch ogromnych amerykańskich korporacji Enron i WorldCom, stała się przyczyną powstania bardzo restrykcyjnej ustawy Sarbanes-Oxley

czytem NAHB Index. Można założyć, że rynek giełdowy będzie konsekwentnie ignorował poprawę na rynku nieruchomości mieszkalnych: wzrost wolumenów (który powinien poprzedzać stabilizację indeksu cen nieruchomości) i poprawę nastrojów amerykańskich deweloperów. Co może być więc sygnałem, że rynki giełdowe są bliskie twardego dna?

Politycy i prawnicy na pierwszych stronach gazet

Kryzysy gospodarcze i giełdowe są pożywką dla mediów, ambitnych polityków i prawni-



„Bezpieczne kupowanie” akcji wymaga dobrego timingu



ków. Wojny z „wypaczeniami kapitalizmu” i „chciwymi biznesmenami” trafiają na pierwsze strony gazet i skutkują działaniami politycznymi, w tym uchwalaniem przepisów mających na celu restrykcyjne uregulowanie przepisów, na podstawie których działają przedsiębiorstwa. Dodatkowo, dobrze widziane są w takich przypadkach oskarżenia konkretnych osób, odpowiedzialnych za olbrzymie straty instytucji i inwestorów.

Afera, w jaką zamieszani byli menadżerowie dwóch ogromnych amerykańskich korporacji Enron i WorldCom, stała się przyczyną powstania bardzo restrykcyjnej ustawy Sarbanes-Oxley. Konsekwencją sytuacji Enronu było oskarżenie jej menadżerów o czyny przestępcze. Warto zwrócić uwagę, że w momencie, gdy ława przysięgłych w sądzie w Houston uznawała ich za winnych zarzucanych im czynów (31 października 2002 r.), amerykańskie indeksy właśnie wykreśliły lokalne dno trwającej trzeci rok fali spadkowej.

Można założyć, że obecny kryzys również zakończy się wprowadzeniem niepopularnych wśród instytucji przepisów finansowych, a także skierowaniem spraw do sądów. Najprawdopodobniej jednak stanie się to już wtedy, gdy indeksy giełdowe wyznaczą lokalne minima.

Pryskające złudzenia

Poważne kryzysy okazują się przeważnie dłuższe i głębsze niż wydawało się na ich początku. W przypadku obecnego możemy być pewni, że jeszcze wielokrotnie będziemy za-

skakiwani szokującymi informacjami z banków i funduszy. Charakter instrumentów finansowych, leżących u podstaw kryzysu, stopień ich skomplikowania, niejednoznaczność przepisów księgowych itp. sprawiają, że skala obecnego kryzysu najprawdopodobniej będzie odkrywana warstwa po warstwie, instytucja po instytucji. Nie zabraknie więc w ciągu najbliższych miesięcy kolejnych wiadomości o stratach, zmianach prezesów, upadłościach i akcjach ratunkowych banków centralnych. Obserwowanie reakcji rynków akcji na te wiadomości powinno dostarczyć jasnych wskazówek, co do obowiązującego trendu: dopiero uodpornienie giełdowych indeksów na kolejne porcje złych wiadomości będzie stanowiło przesłankę do śmielszych zakupów akcji.

Tanio, czyli ile?

Na rynku istnieje wiele obiektywnych miar przewartościowania i niedowartościowania akcji. Silne trendy sprawiają jednak, że bezrefleksyjne posługiwanie się nimi doprowadza do tego, że albo zbyt wcześnie wychodzimy z rynku (w przypadku rynku byka), albo przedwcześnie kupujemy akcje (w przypadku silnych trendów spadkowych). Na dodatek, w obecnej sytuacji wszelkie wyceny instytucji finansowych z ekspozycją na kryzys subprime są obciążone ogromnym ryzykiem. Związane jest to zarówno z wątpliwościami co do wyceny instrumentów finansowych znajdujących się poza rynkiem regulowanym, jak i ogromnym ryzykiem ich płynności. Dodatkowym czynnikiem, który musimy brać pod uwagę w tej sytuacji, jest ryzyko reputacyjne. Przy trwającym kryzysie płynności każda plotka dotycząca wypłacalności danej instytucji finansowej może być dla niej zabójcza.

Trudno posługiwać się obecnie wycenami dokonywanymi przez profesjonalnych graczy obecnych na rynku giełdowym, nawet jeśli za ich wycenami idą konkretne transakcje angażujące ich kapitał. Z jednej strony można założyć, że intencje części sovereign funds nie są czysto merkantylne, co sprawia, że poziomy cen, po jakich dokonują swoich inwestycji, niekoniecznie odzwierciedlają fair-value spółek, które są przedmiotem ich zainteresowania. Z drugiej strony, kryzys płynności uderza we wszelkiego rodzaju fundusze wysokiego ryzyka (hedge funds, venture funds), które w innej sytuacji mo-

głyby już rozpocząć zakupy wielu znacznie przecenionych przedsiębiorstw. Oba te czynniki sprawiają, że najprawdopodobniej w najbliższych miesiącach nie otrzymamy z rynku przejść i fuzji zbyt wielu wiarygodnych sygnałów.

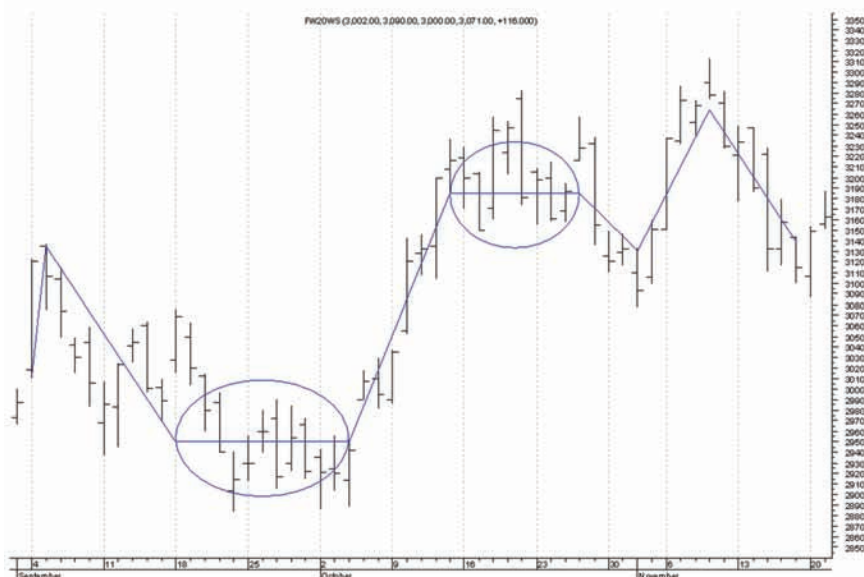
Można jednak założyć, że istnieją transakcje, których nasilenie powinno zwrócić naszą uwagę. Zintensyfikowanie zakupów insiderów czy to w standardowej postaci, czy też w postaci management buy-out będzie najprawdopodobniej stanowiło najlepszy sygnał, że wyceny przedsiębiorstw znajdują się na atrakcyjnym poziomie.

Oczywiście wystąpienie łącznie wszystkich trzech przesłanek „bezpiecznego kupowania” nie zagwarantuje zakupu akcji po najatrakcyjniejszej z możliwych cen. Heurystyka jest uproszczoną metodą wnioskowania, która nie zawsze się sprawdza. Wydaje się jednak, że ma pewną przewagę nad innymi, głównie kontrariańskimi podejściami, które również uwzględniają w swoich założeniach nastroje rynkowe. Główną zaletą budowania scenariuszy wejścia na rynek jest fakt, że jesteśmy zmuszani do śledzenia wydarzeń na tym rynku, nawet jeśli się weni nie angażujemy. Sprawia to, że mamy szansę uczestniczyć w kolejnej fali wzrostowej praktycznie od samego początku. ■

Można założyć, że obecny kryzys również zakończy się wprowadzeniem niepopularnych wśród instytucji przepisów finansowych, a także skierowaniem spraw do sądów

2

Wykres dziennych zmian cen kontraktów terminowych od września do połowy listopada 2006



o wsparciach i oporach. Natomiast żadne z nich nie przejmują się takim szczegółem, jak określenie momentu zamknięcia lub otwarcia nowej pozycji. Może zatem jest to

niepotrzebne komplikowanie i tak już niełatwego zajęcia, jakim jest handel na giełdzie? Odpowiedzi poszukajmy w wynikach testowanej metody (rys.2).

Rysunek 2 pokazuje zmiany cen na słupkach dziennych. Proszę pamiętać, że transakcje były zawierane na podstawie godzinowych zmian cen. Na rys. 3 widzimy, w jaki sposób zmieniały się nasze zyski w analogicznym okresie. Bardzo istotnym elementem są obszary zaznaczone elipsami. Są to okresy, gdy na rynku nie występował trend, co odbijało się negatywnie na wykresie zysków. Dla metod „trendowych” to zazwyczaj czas ponoszenia strat. Warto zauważyć, że zaznaczone na wykresie cen elipsy trwają przez podobny okres, natomiast na wykresie zysków pierwsza elipsa pokazuje dużo większe straty dodatkowo w większej liczbie transakcji.

Jeśli się przyjrzymy bliżej, to zahamowanie ponoszenia strat widoczne jest już w jej połowie. To właśnie wtedy nastąpiła zmiana zasad zawierania transakcji, która obowiązywała także w trakcie bocznego ruchu indeksu, zaznaczonego przez elipsy po prawej stronie. Czy trzeba lepszego dowodu, że ten element jest bardzo istotny dla naszych wyników? Oczywiście zastosowanie nowych zasad do sytuacji przeszłych zmieniłoby wykres kapitału podczas pierwszej korekty i upodobiło go do tego, jaki obserwujemy w prawej elipsie.

MILLENNIUM DOM MAKLERSKI

OFERTA PODSTAWOWA

- otwarcie rachunku inwestycyjnego – bezpłatnie
- prowadzenie rachunku inwestycyjnego – 13 zł. kwartalnie
- oprocentowanie środków pieniężnych na rachunku inwestycyjnym – lokata overnight (od 10 tys. zł.)
- zlecenia na rynku wtórnym i zapisy na rynku pierwotnym przyjmowane telefonicznie, faksowo i przez Internet
- zlecenia na GPW, NewConnect i MTS-CeTO
- szybki system zawierania i rozliczania transakcji
- atrakcyjne warunki korzystania z prowizji liniowej (również dla day-traderów)

Szczegóły w POK i na www.millenniumdm.pl

OFERTA INTERNETOWA

- bezpłatny dostęp do rachunku inwestycyjnego przez Internet
- notowania online Statica i w serwisie transakcyjnym (jedna oferta bezpłatnie)
- zawartość serwisu internetowego: Serwis PAP, PAP spółki, Reuters, Notoria, analizy, komentarze, analiza techniczna online, wirtualny asystent, powiadomienia sms i e-mail
- bezpłatne serwisy informacyjne dla inwestorów korzystających z prowizji liniowej
- niska prowizja od zleceń i przelewów środków pieniężnych
- notowania on-line na urządzenia mobilne

RYNEK DERYWATÓW

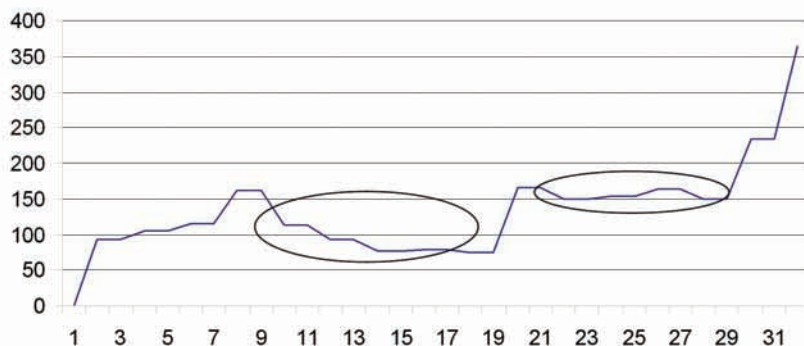
- brak minimalnego portfela lub obrotów
- brak minimalnego poziomu zaangażowania
- wysokość wstępnego depozytu zabezpieczającego dla inwestora równa wysokości depozytu KDPW
- atrakcyjne prowizje (również dla day-traderów)
- możliwość ustanowienia depozytu zabezpieczającego w papierach wartościowych

Millennium
dom maklerski

Millennium Dom Maklerski SA
ul. Żaryna 2 a, 02-593 Warszawa
www.millenniumdm.pl

Tel.: (+48 22) 598 26 00/01
Fax: (+48 22) 898 32 02
e-mail: kancelaria@millenniumdm.pl

3 Krzywa kapitału testowanego systemu



Motyw już mamy, co dalej?

Skoro mamy już motyw gry i wiemy, jak się zachować w momentach dla nas wrażliwych, to należy jeszcze określić, czym są momenty wrażliwe. Mam tu na myśli otwarcie pozycji, ucieczkę przed stratą oraz realizację zysku. Każdemu momentowi można przypisać inne zasady zawarcia transakcji, jakie omawialiśmy na przykładzie trzech świec. To dzięki temu właśnie poprawiliśmy wykres krzywej naszych zysków. Każdy moment jest istotny dla wyniku, jednak naszym ukochanym dzieckiem, wymagającym najwięcej troski będzie zawsze „stop”, chroniący przed stratą. To od niego będzie zależało także to, czy dojdzie do wejścia na rynek. Łatwo sobie bowiem wyobrazić świetny sygnał kupna, któremu będzie towarzyszył odległy „stop”, i który w razie zrealizowania, dokonałby nieakceptowanego obsunięcia na kapitale. W czasie testów na początku listopada zdarzyła się taka właśnie sytuacja. Ten znaczący ruch wzrostowy obserwowaliśmy bez pozycji. Czas pokazał, że sygnał kupna był świetny, ale niestety tylko on. W chwili jego wystąpienia sygnał ucieczki przed stratą był zbyt

odległy. Pomocne w ratowaniu się przed takimi sytuacjami jest wpisanie do strategii kilku rozwiązań. W czasie gry „na linii trendu” stosowaliśmy różne pomysły. Raz naszym miejscem opuszczenia rynku był poziom negujący dotychczasowy trend, innym razem minimum świecy, która generowała sygnał wejścia na rynek. Jeśli zgodzimy się, że w grze najważniejsza jest ochrona kapitału, czego wyrazem są wcześniejsze stwierdzenia na temat ważności momentów wrażliwych, to najmniej istotnym momentem jest realizacja zysku. Odzwierciedleniem tego było zamykanie pozycji zdecydowanie wcześniej niż pojawienie się okazji do ponownego wejścia na rynek.

Wybranie tych trzech wrażliwych miejsc (otwarcia, „stopu” i realizacji zysków) ma związek z metodą i każdy musi je dopasować do swojej, zazwyczaj unikalnej, idei. Uogólniając, w początkowej fazie ruchu stosowaliśmy stosunkowo szerokie stopy (także w czasie). Dopiero po wystąpieniu pierwszej korekty do szukania wyjścia z rynku można już wykorzystywać nowy trend, a przy tym podnieść sygnał stopu do poziomu nie tylko chroniącego przed stratą, ale i chroniącego zysk.

W końcowej fazie do wyjścia pomocne stają się wskaźniki oceniające siłę trendu. Ale to dopiero zachowanie cen pozwoliło na wycofanie z rynku, nie mówiąc już

o ponownym otwarciu pozycji.

Nasze testy w warunkach rzeczywistych pokazały jeszcze inny klasyczny powód rezygnacji z zajęcia pozycji, a przez to zagranie „niezgodne z systemem”. Sygnał kupna padł przed pierwszą luką w prawie 400 punktowym październikowym trendem wzrostowym. Pokazały go ceny na końcowym fixingu i wobec braku chętnych do sprzedaży nie było możliwości zawarcia transakcji nawet mimo takich intencji. Żeby tego było mało, następna sesja rozpoczęła się solidną luką, która już nie powiększyła naszego wyniku. Rynek pozwolił na otwarcie pozycji dużo później, a realizacji dokonaliśmy po niespełna stu punktach. Jednak co do zasady, konsekwencją takich realnych wydarzeń jest konieczność odpuszczenia danego ruchu w ogóle. Jak wtedy wygląda nasz wynik na tle systemu? Życiowych powodów innego zachowania niż każde system, jest znacznie więcej niż tylko choroba, awaria komputera, brak prądu czy ważne sprawy rodzinne.

Widzimy zatem, że testowanie metody na danych historycznych to za mało. Dane historyczne pozwalają jedy-

nie ocenić zdolność danej idei gry do generowania zysków. W testach może nam pomóc umiejętność pisania formuł w testach systemów. Nie ma oczywiście obowiązku zapisania każdej metody

W grze najważniejsza jest ochrona kapitału

w postaci formuł matematycznych. Zachowanie swojej metody można też testować ręcznie. W takich testach dokonujemy też porównania przewagi jednych motywów nad innymi. Te najbardziej nam odpowiadające będą dopiero przedmiotem oględzin, jakich niniejszym dokonujemy. Testy dokonywane w boju, mają niezaprzeczną zaletę. Nasza krzywa kapitału jest od razu rzeczywista. Taka jest też różnica między analitykiem a traderem. Analityk zawsze będzie miał sporą przewagę. Jego wyniki będą zawsze lepsze. Na pocieszenie dodajmy, mimo że jest to uśmiech nieco ironiczny, iż są to wyniki czysto wirtualne. Trader to nie tylko analityk.

Wniosek? W rzeczywistości uzyskujemy tylko część zysku (w naszym przypadku to około połowa) sugerowanego przez nasz teoretyczny model gry. I są to przesłanki obiektywne. Do tego dojdą własne błędy. Dopiero gdy znajdziemy sposób na rozpoznanie innych zagrożeń zmniejszających nasz wynik, być może o kolejne 50%, oraz gdy przygotowujemy się do zarządzania posiadanym kapitałem, będziemy gotowi do składania zleceń i spłaty rat kredytu. Ale o tym następnym razem. ■

Uwaga!

To co widzisz to tylko
wybrane artykuły
z numeru 2/2008.

Jeżeli chcesz przeczytać
cały numer, możesz teraz
kupić Akcjonariusza
w dystrybucji
elektronicznej.