

Szanowni Czytelnicy,

W najnowszym wydaniu Biuletynu Inwestycyjnego Xelion poruszamy najbardziej aktualne i budzące ostatnio najwięcej emocji wydarzenia świata polityki, które w znacznym stopniu mogą wpłynąć na zachowanie rynków finansowych. Ale postaramy się zaspokoić też głód wiedzy, wyjaśniając między innymi, czym jest ciąg Fibonacciego, a także wskazać, jak można zadbać o jesień życia...

Zachęcamy do lektury!

Trochę techniki Fibonacciego nie zaszkodzi?

Obecne środowisko inwestycyjne charakteryzuje się inną niż „książkowa” logiką. Wszelkie procesy gospodarczo-finansowe dzieją się szybciej, często są gwałtowne. **W dzisiejszej rzeczywistości ekonomicznej pieniądze i dług nie są tym, czym były kiedyś.** Długi państw są w rzeczywistości nieoddawalne, brak pieniędzy nie istnieje - jest on kreowany niejako na zamówienie, zaś bankructwa państw są powstrzymywane, by nie wywołać reakcji łańcuchowych. Tym samym, wartość fundamentalna inwestycji jest niejako odsuwana na drugi plan, wartość przedsięwzięcia „gieldowych” jest kreowana często przez kapitał finansowy hołdujący zasadzie, iż „coś” warte jest tyle, ile ktoś chce za to zapłacić, a kupno i sprzedaż odbywa się zależnie od kierunku przepływu strumieni pieniężnych.

W takim środowisku miary matematyczne, statystyczne i pewne graficzne obrazy odzwierciedlające procesy gospodarcze nabierają coraz większego znaczenia. Krótko mówiąc, analiza techniczna zaczyna być coraz ciekawszym narzędziem. Opiera się bowiem na niej coraz więcej funduszy benchmarkowych bądź inwestorów stosujących algorytmy.

Obecna „skomplikowana” sytuacja gospodarcza wbrew pozorom daje inwestorom prosty wybór. Rynek giełdowy w najbliższych miesiącach albo podda się rzeczywistości gospodarczej, spowolnieniu, konieczności reform, ograniczaniu interwencjonizmu państwowego w sferze inwestycji, ograniczaniu konsumpcji i inwestycji, albo będzie żywił się masą wykreowanego pieniądza, wierzył w nadejście ożywienia i powstrzymania spadku wzrostu gospodarczego w Europie i USA.

Po tym wstępie przejdźmy więc do konkretnych. Co analiza techniczna sugeruje w stosunku do naszego rynku?

Budując falę wzrostową za pomocą jednej z wielu metod analizy technicznej jaką jest wyznaczanie „ciekawych” poziomów rynku za pomocą szeregu Fibonacciego, poziom 2350 pkt na WIG-u 20 wydaje się szczególnie interesujący (Wykres nr 1). W tym obszarze rynek powinien określić swój dalszy kierunek. Pokonując go, powinien otworzyć drogę do wzrostu na poziom 2550. W sytuacji kiedy poziom ten okaże się „sufitem”, spadek wspomnianego indeksu do 2150 nie może zaskakiwać. Inwestowanie na rynku to proces dość długotrwały, nawet gdy ktoś stosuje strategie tradingowe, krótkoterminowe, rów-

W numerze:

- trendów rynkowych przy wykorzystaniu analizy technicznej poszuka Artur Jusiński z TFI Allianz Polska S.A.,
- o rynku nieruchomości w USA Tomasz Smolarek z Noble Funds TFI S.A.,
- wydarzenia polityczne z punktu widzenia rynków finansowych przedstawi Piotr Zagała z Nordea Investment Management AB,
- korzyści z IKZE pokaże Remigiusz Pruszczyk z Amplico TFI S.A.,
- z cyklu „Okiem Piotra Kuczyńskiego”: Klucz do rynku znajduje się w USA,
- nierówną walkę z dealemem stoczy Paweł Mielcarek, Analityk Domu Inwestycyjnego Xelion.

niez robi to cyklicznie, powtarzalnie. To nie kasyno: jeden strzał i do domu. **Trzeba mozolnie szukać okazji, chronić kapitał szukając inwestycji na przetrwanie.** Mimo spadku rynku – który i tak pewnie kiedyś urosnie - należy szukać sektorów (spółek) lepszych od rynku.

Przykład sektora energetycznego-kopalnianego, fundamentalnie wątpliwego, ale mimo wszystko przechodzącego na giełdzie swoje wzloty i upadki... Makroekonomicznie ceny węgla i energii są w raczej cyklu spadkowym. Wspomniany cykl surowcowy oraz spadki wycen spółek tego sektora kiedyś jednak zostaną powstrzymane. Kiedy? Technika podpowiada, iż implikowany indeks sektora energetyczno-kopalnianego powinien oddać jeszcze około 5%. (Wykres nr 2) Potem włączyć się powinni inwestorzy poszukujący okazji, część sprzedających powinna wyczerpać swoje zasoby, zaś część powinna osiągnąć poziom bólu i zatrzymać podaż. Wtedy sam „brak” podaży wywoła okazje do zysku.

Ciekawy technicznie jest sektor konsumencki reprezentowany w szczególności przez spółkę LPP – ulubienica rynku (Wykres nr 3). Fundamenty są jednoznaczne, spółka ta jest bardzo solidna, wyceny wskaźnikowo wysokie, aczkolwiek analitycy prognozują raczej dalszy, świetlany rozwój i podkreślają atrakcyjność tego typu spółek. Technicznie cena tego waloru jest w hiperboli, która potrafi zaskoczyć i urwać się w najmniej spodziewanym momencie. Według mnie, to nie jest moment na samo zajmowanie pozycji w tym sektorze. Posiadacz akcji tego sektora powinien jednak bać się „technicznie” hiperboli. Osiągnięcie pułapu 4400 PLN oraz spadek o do 2650 PLN nie były tu niczym dziwnym.

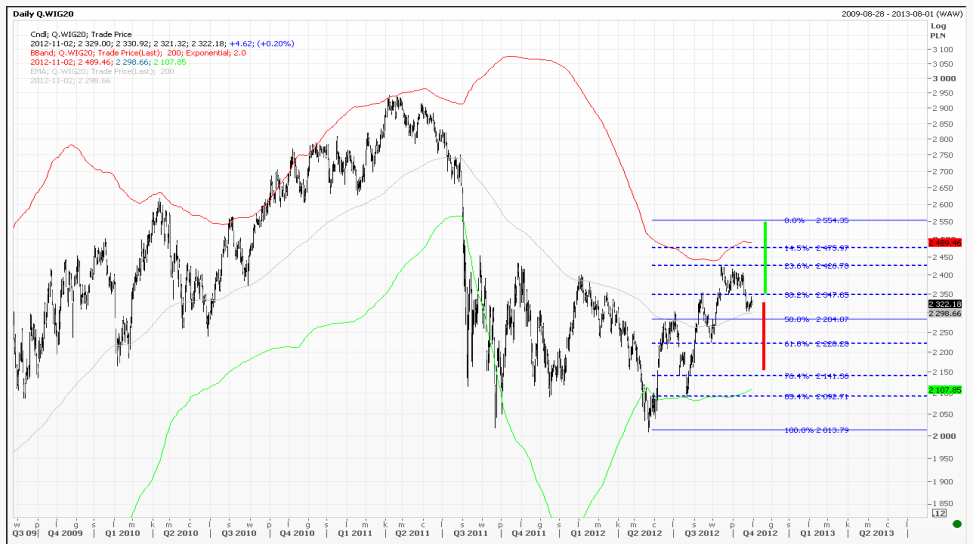
Artur Jusiński

Główny Analityk

Zarządzający funduszami

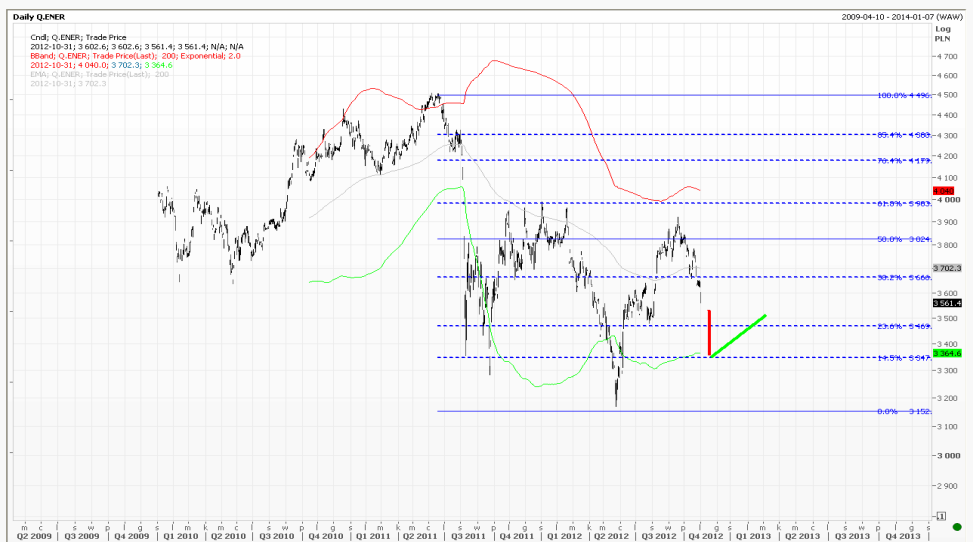
Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A.

Wykres nr 1



Źródło: opracowanie własne, Reuters.

Wykres nr 2



Źródło: opracowanie własne, Reuters.

Wykres nr 3



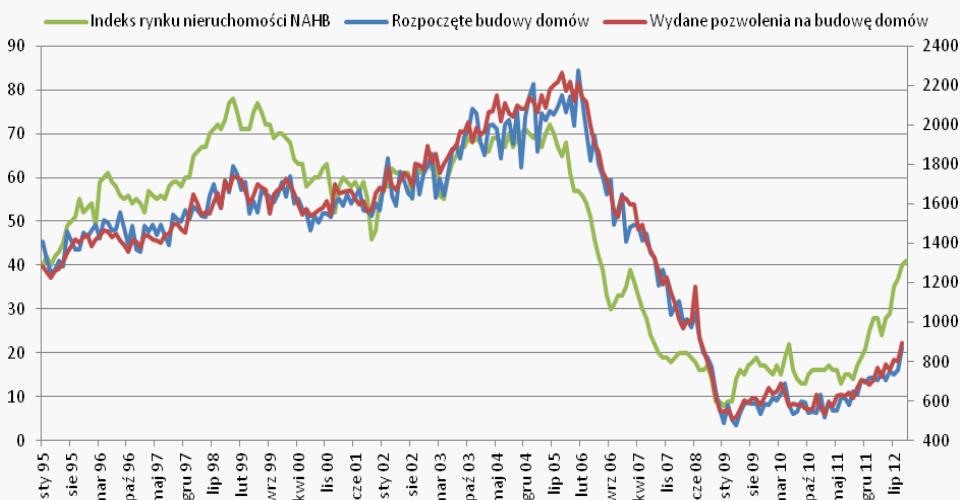
Źródło: opracowanie własne, Reuters.

Rynek nieruchomości w Stanach Zjednoczonych wyraźnie się ożywił. Czy polski inwestor może na tym fakcie zarobić?

Jednym z największych pozytywnych zaskoczeń w gospodarce amerykańskiej w tym roku, niektórzy powiedzieliby jedynym, jest rozwój sytuacji na tamtejszym rynku nieruchomości. **Coraz więcej sygnałów zaczyna potwierdzać, że rynek ten znajduje się obecnie we wczesnej fazie długotrwałego ożywienia.** Można by powiedzieć: nareszcie. Strukturalnie większość elementów dotyczących tego rynku wydaje się być obecnie na właściwym miejscu, by to ożywienie dalej się rozwijało. Musimy jednak pamiętać o tym, że siła tego ożywienia, jak i w ogóle to, czy będzie ono postępowo w kolejnych kwartałach, zależy w dużej mierze od sytuacji na amerykańskim rynku pracy. Ten z kolei zależeć będzie od tego, co się będzie działo w całej gospodarce USA, a nie tylko w sektorze nieruchomości, który tworzy bezpośrednio zaledwie 2,5% PKB.

Pęknięcie banki na rynku nieruchomości w USA istotnie przyczyniło się do upadku Lehman Brothers, światowego kryzysu kredytowego i ostatecznie Wielkiej Globalnej Recesji pod koniec zeszłej dekady. **Załamaniem na rynku nieruchomości zaczęło się jednak dużo wcześniej,** bo w połowie 2005 roku, czyli aż trzy lata przed upadkiem Lehman Brothers. Pod koniec 2008 roku, kiedy najgłośniej mówiło się o zapaści na tym rynku, większość kluczowych dla niego obszarów była już po bardzo solidnych spadkach, dalsze osuwanie się z tych poziomów było już nieznaczne, a w niektórych kategoriach był to już niemal ostateczny dołek. Sektor, który do 2009 roku przez wcześniejsze trzy lata konsekwentnie obciążał amerykańskie PKB (średnio 1 punkt procentowy w każdym kwartale; mowa o inwestycjach na rynku mieszkaniowym), teraz przez kolejne znów niemal trzy lata miał neutralny wpływ na PKB. Nie pomagał więc w szerszym ożywieniu gospodarczym, ale też i nie pograżał dalej gospodarki. Narosłe za czasów boomu w pierwszej połowie dekady ogromne zapasy domów, na które nie było teraz chętnych (rynek pierwotny) oraz które były przejmowane przez banki od dłużników (rynek wtórny) potrzebowały tych kolejnych dwóch, trzech lat na „rozładowanie”. Rynek „ubijał” przez ten czas twarde dno. Dobrze obrazuje to wykres nr 1, będący odzwierciedleniem inwestycji na pierwotnym rynku nieruchomości.

Wykres nr 1: Indeks wyprzedzający rynku nieruchomości NAHB (lewa oś) oraz liczba rozpoczętych budów domów i wydanych pozwoleń na budowę domów; dane w tys. (prawa oś) od 1995 roku.

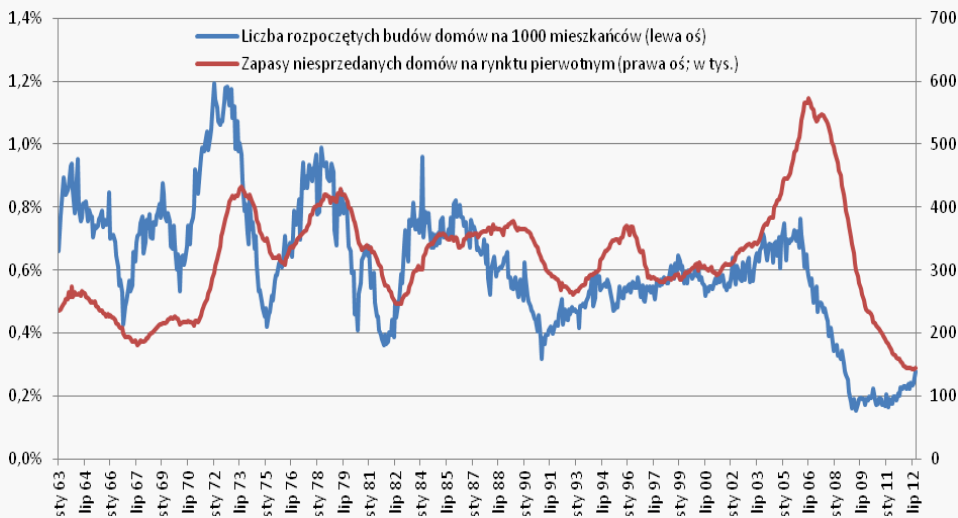


Źródło: Federal Reserve Bank of St. Louis, US Census Bureau.

W drugiej połowie 2011 r. zaczęło się w końcu nieśmiało ożywienie, które bardziej widoczne stało się dopiero w tym roku. Inwestycje na rynku mieszkaniowym w końcu zaczynają wspierać ożywienie w gospodarce i w ostatnich czterech kwartałach dokładały średnio 0,3 punktu procentowego do PKB. Prezentowany na wykresie nr 1 indeks NAHB, tj. indeks wyprzedzający dla rynku nieruchomości, wzrósł na przestrzeni ostatniego roku z poziomu 17 pkt do 41 pkt, co zapowiada dalszą poprawę w danych z rynku pierwotnego. Dobre informacje płyną też z sektora spółek deweloperskich, które seryjnie informują o rosnących o kilkadziesiąt procent portfelach zamówień.

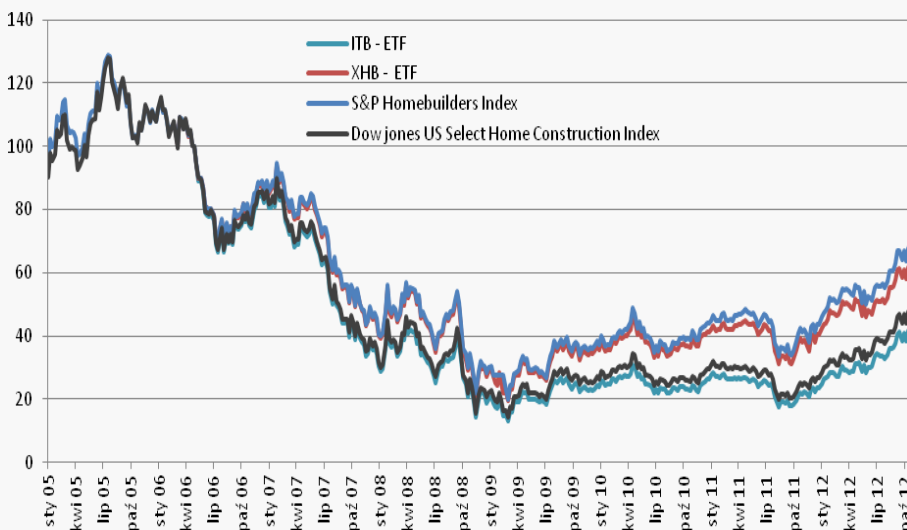
Patrząc w szerszym horyzoncie czasowym, obecne poziomy aktywności są wciąż historycznie bardzo niskie. Ożywienie na rynku nieruchomości jest bowiem dopiero we wczesnej fazie. Liczba rozpoczętych budów domów przypadająca na 1000 mieszkańców, mimo iż współczynnik ten poprawił się ostatnio, jest wciąż blisko rekordowo niskich poziomów, wyraźnie poniżej średnich poziomów obserwowanych w ostatnim półwieczu. Liczba sprzedanych nowych domów (389 tys. we wrześniu), który to wskaźnik niemrawo odbija się od dna, jest aż 45% poniżej średniego poziomu sprzedaży z lat 90-tych i ponad 60% poniżej średniej z lat 2000-05. Zapasy domów na rynku pierwotnym są z kolei na historycznych minimach (wykres nr 2), gdzie zakres danych sięga początku lat 60-tych. Tutaj jeszcze nie było żadnego odbicia. **Bardzo niskie zapasy z jednej strony hamują ożywienie na rynku. Klienci po prostu mają bardzo mocno ograniczony wybór domów, a już na pewno jest spory deficyt w atrakcyjnych domach, w atrakcyjnych lokalizacjach.** W raportach miesięcznych, w wielu regionach wprost stwierdza się, że brak podaży nowych domów

Wykres nr 2: Stosunek liczby rozpoczętych budów domów na 1000 mieszkańców (lewa oś) oraz poziom zapasów domów na rynku wtórnym (prawa oś) od 1963 roku.



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z: Federal Reserve Bank of St. Louis, US Census Bureau.

Wykres nr 3: Indeksy giełdowe spółek z ekspozycją na rynek nieruchomości od 2005 roku oraz ETF-y oparte na tych indeksach działające od 2006 roku. War-



Źródło: Bloomberg

miał główny wpływ na niższą sprzedaż. Są oczywiście większe zapasy domów na rynku wtórnym, a szczególnie domy przejęte przez banki. Nadpodaż w tym obszarze w ostatnich latach była istotnym czynnikiem hamującym wzrost cen nieruchomości, gdyż banki oferowały „swoje” domy ze znacznym dyskontem, a sprzedaż takich domów stanowiła średnio 1/3 ofert sprzedaży na rynku wtórnym. Jednak i tu te najatrakcyjniejsze oferty już się rozeszły, a problem braku ciekawych ofert coraz częściej jest

podkreślany, jako czynnik hamujący sprzedaż także na rynku wtórnym.

Tak więc z jednej strony niskie zapasy (jak i oczywiście wciąż słaba dynamika dochodów konsumentów) ograniczają jakieś istotne i szybkie odbicie się danych o sprzedaży, hamując też jednocześnie skalę budowanych nowych domów, jednak z drugiej strony tworzy to dobre podstawy dla trwałego i dłuższego ożywienia na tym rynku. Praktycznie wszystkie istotne obszary rynku nieruchomości w USA ubiły

twarde dno, są na niskich poziomach, czasami najniższych od dziesięcioleci, a to w istotnym stopniu ogranicza ryzyko pogorszenia się sytuacji. Niska podaż domów, przy rosnącym – ale jednak rosnącym – popycie powoduje, że deweloperzy nie muszą już kusić klientów obniżkami cen i ostatecznie ceny domów w ostatnich miesiącach zaczynają rosnąć. Ma to oczywiście pośredni wpływ na nastroje konsumentów i tym samym na całą gospodarkę, ale ważne jest też to, że dzięki mniejszym dyskontom poprawiają się marże deweloperów, co oprócz rosnącego wolumenu sprzedaży ma pozytywny wpływ na ich wyniki finansowe. Naturalnie, jeśli ożywienie na rynku nieruchomości faktycznie będzie postępowało, to będą na tym korzystały także sektory z nim powiązane.

Czy można pod to zagrać?

Coraz bardziej prawdopodobne ożywienie na rynku nieruchomości w USA jest jednym z potencjalnych tematów inwestycyjnych, także dla polskiego inwestora. **Oczywiście z taką inwestycją wiąże się podwyższone ryzyko, rynek jest bowiem we wczesnej fazie ożywienia, a to powoduje, że napływające dane mogą być wciąż bardzo zmienne i nieraz wzbudzać wątpliwość co do wiarygodności i siły tego ożywienia.** Ponadto należy też mieć na uwadze, że mimo całkiem solidnych fundamentów, jakie posiadają teraz spółki deweloperskie i spółki z branż „współpracujących”, pod poprawę wyników finansowych w kolejnych latach, ich kurs na giełdzie będzie zależał przede wszystkim od panującej koniunktury na szerokim parkiecie.

Polski inwestor, który chciałby posiadać pewną ekspozycję na ten rynek może zainwestować bezpośrednio w poszczególne spółki z amerykańskiej giełdy z ekspozycją na ten rynek. Może też wykorzystać do tego odpowiednio już zdywersyfikowane fundusze typu ETF notowane w USA, a które można nabyć w polskich biurach maklerskich. Takich funduszy nie ma wiele, zaledwie kilka, bo też i spółki z bezpośrednią ekspozy-

cją na rynek nieruchomości nie stanowią istotnego udziału w kapitalizacji amerykańskich indeksów giełdowych. Fundusze ETF mają za zadanie odzwierciedlać zachowanie konkretnego indeksu. Do wyboru mamy między innymi dwa ETF-y przedstawione na wykresie 3. Pierwszy z nich iShares Dow Jones US Home Construction ETF (ticker: ITB US) "śledzi" indeks Dow Jones US Select Home Construction Index (ticker: DJSHMBT). Drugi fundusz to SPDR S&P Home Builders ETF (ticker: XHB US), który odzwierciedla subindeks S&P Homebuilders Select Industry Index (ticker: SPSIHOTR). Oba wymienione indeksy różnią się dość istotnie składem. Pierwszy indeks (Dow Jones US Select Home) opie-

ra się prawie w 65% na akcjach spółek deweloperów, a pozostała część indeksu podzielona jest pomiędzy spółki produkujące materiały budowlane, elementy wykończenia wnętrz, jak i sieci sprzedaży takich materiałów oraz producentów mebli. Indeks ten daje nam większą ekspozycję na spółki budujące domy, które obecnie mogą najwięcej skorzystać z rodzącego się ożywienia, ale jednocześnie wiąże się z nim wysokie ryzyko skoncentrowane właśnie w tym jednym sektorze. Drugi indeks (S&P Homebuilders) jest bardziej zdywersyfikowany. Udział spółek deweloperów wynosi tu ok. 27%, producenci materiałów budowlanych to kolejne 28%, meble (producenci i sieci) to także 28% indeksu, a sieci

wykończenia wnętrz 10%. Ryzyko rozkłada w tym przypadku się na więcej branż, które wcale nie muszą się znajdować w takim samym momencie cyklu.

[Więcej informacji na temat w/w funduszy ETF pod linkami:

XHB: <https://www.spdrs.com/product/fund.seam?ticker=XHB>

ITB: http://us.ishares.com/product_info/fund/overview/ITB.htm]

Tomasz Smolarek

Doradca Inwestycyjny

Noble Funds Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Wybory prezydenckie w USA, konflikt na linii Izrael-Iran i kolejne próby zażegnania kryzysu w Europie, czyli jak wydarzenia geopolityczne będą wpływać na rynki w najbliższych miesiącach.

Nie od dziś wiadomo, że to pieniądź rządzi światem. Pierwsza wojna światowa wybuchła nie z pobudek patriotycznych, lecz z rosnącego apetytu Niemiec na nowe kolonie. Apetytu, który mógł być jedynie zaspokojony przez odbicie części zdobyczy od Imperium Brytyjskiego i Francji.

Druga wojna światowa również miała podłoże finansowe. Hitler nie doszedłby do władzy, gdyby nie postępujące w Niemczech bezrobocie, które w latach 1928-1933 wzrosło ponad trzykrotnie. „Silny człowiek” dał ludziom pracę, m.in. w przemyśle zbrojeniowym. Kredytów, które w tym celu zaciągnął, nie zamierzał spłacać.

Upadek idei Kraju Rad także wynikał z wewnętrznych problemów ekonomicznych. Bunt społeczny nie wynikał z pobudek ideologicznych, ale z coraz większych problemów ze zdobyciem podstawowych produktów żywnościowych w sklepach.

Jeśli **więc mielibyśmy obecnie szukać kolejnego zarzewia konfliktów, to mielibyśmy zwrócić uwagę na kraje, w**

których narastają problemy gospodarcze. Ze znalezieniem takich krajów obecnie nie jest trudno.

Rosnąca inflacja cen żywności, która przyniosła zyski funduszom inwestycyjnym, jednocześnie spowodowała wzrost kosztów utrzymania w najbiedniejszych społeczeństwach. To już zaowocowało przewrotami w krajach arabskich. I jeśli mielibyśmy się spodziewać ataku na Izrael, to raczej wynikałby on z przewrotu w Egipcie niż dalszego zaozbrojenia konfliktu na linii Izrael-Iran.



Konflikt japońsko-chiński także wydaje się mało prawdopodobny. Raczej mógłby on być pretekstem do zaostrzenia polityki wewnętrznej w Państwie Środka w sytuacji dalszego wzrostu cen żywno-

ści i wynikających z tego tytułu protestów ludności.

Najbardziej jednak konfliktogennym terenem jest obecnie obszar Europy. Oczywiście nie mówię tu o możliwości wojny. Bardziej prawdopodobny jest przewrót społeczny w jednym z krajów Unii prowadzący w ostateczności do rozpadu Unii Monetarnej.

Bezrobocie w Hiszpanii przewyższające poziom 25% jest już bowiem na poziomie dramatycznym. A społeczeństwo tego kraju jest bardziej impulsywne niż w Grecji. To przecież w tym kraju walczy się z bykami... Dalsze zaciskanie polityki budżetowej niestety przypomina oszczędnościowo-deflacyjną politykę SPD z lat 30. w Republice Weimarskiej. Wydaje się prawie pewne, że w Hiszpanii w perspektywie roku czy dwóch nastąpi bardziej definitywne rozstrzygnięcie.

Istnieje szansa uratowania Unii Monetarnej na okres 5 lat. Obecny druk pieniądza w wykonaniu ECB przyniesie w ostateczności pobudzenie gospodarki i stymulowany inflacyjnie wzrost dobrobytu. Pytanie jednak czy ten rozwój nie

pojawi się zbyt późno – za rok czy dwa lata.

W głównej mierze rozwój wydarzeń będzie zależał od popytu konsumenta amerykańskiego. Jak zwykle to właśnie on ma za zadanie pobudzić gospodarkę konsumpcją na kredyt. Choć może nie tylko na kredyt. Przynoszące straty (w ujęciu realnym) pozycje w obligacjach skarbowych mogą być zamykane przez inwestorów. Już widoczny jest wzrost cen domów w Stanach Zjednoczonych. Może więc gospodarka wkrótce zaskoczy?

Największym zagrożeniem dla tego scenariusza jest obecnie tzw. fiscal cliff, czyli konieczne ograniczenie deficytów budżetowych przez USA. I kwestia tego, czy zwycięży Obama czy Romney może nie mieć znaczenia. Republikanie

mający większość w Senacie mogą tak czy owak nie zgodzić się na dalszy wzrost limitu zadłużenia w sytuacji gdy agencje reagować będą obniżkami ratingu dla USA.

Oczywiście, niższe deficyty są zbawienne w długiej perspektywie. Wysoki udział centralnego sterowania ma, jak wiemy, tylko i wyłącznie destrukcyjny wpływ na gospodarkę ze względu na zaburzenie system rynkowej alokacji środków.

W krótkim okresie jednak szok wywołany spadkiem wydatków rządowych może doprowadzić do obniżenia konsumpcji prywatnej i recesji w USA. Recesji, która będzie ostatnim gwoździem do trumny dla Europejskiej Unii Monetarnej.

Jeśli jednak uda się przejść w miarę spokojnie najbliższy rok, gospodarkę

światową czeka powrót na ścieżkę dynamicznego wzrostu. **Jak pokazuje historia inflacji, stymulacja w postaci druku pieniądza zazwyczaj przynosi pozytywny skutek.** Oczywiście, do czasu aż wirująca inflacja doprowadzi do spadku zaufania społeczeństwa do pieniądza. Wtedy znów powraca idea pieniądza opartego na parytecie złota - krach i deflacja. Ale to dopiero za 5 lat.

Piotr Zagała

Dyrektor Inwestycji Akcyjnych

Nordea Investment Management AB

Oddział w Polsce

Indywidualne konto zabezpieczenie emerytalnego jako sposób na obniżenie swoich podatków

Sposobów na gromadzenie środków na dodatkową emeryturę do niedawna nie było zbyt wiele. Od 2004 r. funkcjonuje indywidualne konto emerytalne, które umożliwia oszczędzanie na emeryturę (maksymalnie 300% prognozowanego na dany rok przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia w gospodarce) i zwolnienie z podatku „Belki”. Jednak dla większości z nas, korzyść tak odległa jak

brak podatku za kilka lub kilkanaście lat nie stanowi wyraźnego bodźca, aby zainteresować się IKE. Dlatego od początku 2012 r. wprowadzono inną formę, która z uwagi na swój charakter pozwala na osiąganie korzyści zarówno już teraz, jak i w przyszłości. **Tą formą są indywidualne konta zabezpieczenia emerytalnego (IKZE), które podobnie jak i IKE pozwalają na zwolnienie z podat-**

ku „Belki” w przyszłości, ale też pozwalają na uzyskanie zwrotu nadpłaconego podatku po każdym roku, w którym została dokonana wpłata. Maksymalny limit wpłat na IKZE nie może przekroczyć 4% podstawy składki emerytalnej za ubiegły rok, ale nie może być wyższy od limitu ustalonego przez ZUS na każdy rok składkowy. W roku 2012 limit ten wynosi 4030,80 zł. Każda wpłata dokonana do wysokości limitu w danym roku na IKZE obniża nam przychód brutto za poprzedni rok. To z kolei zmniejsza podstawę do naliczenia podatku, a w konsekwencji uprawnia do zwrotu podatku. W Tabeli nr 1 podane są scenariusze przykładowych maksymalnych wpłat do IKZE różnych Uczestników w zależności od wysokości wynagrodzenia za 2011 rok. Inwestując całą możliwą kwotę, zawsze zyskujemy zwrot podatku z Urzędu Skarbowego. Z każdym kolejnym rokiem, jeżeli zawsze będziemy wpłacać maksymalną możliwą kwotę, suma oszczędności podatkowych

Tabela nr 1: Przykład korzyści z IKZE.

	Uczestnik I	Uczestnik II	Uczestnik III*
Podstawa do wyliczenia składki emerytalnej za rok 2011	60.000	90.000	150.000
Stawka Podatku PIT Uczestnika	18%	32%	32%
Maksymalna wpłata na IKZE	$60.000 \times 4\% =$ 2400,00	$90.000 \times 4\% =$ 3600,00	$100.770,00^* \times 4\% =$ 4030,80
Maksymalna ulga PIT w pierwszym roku rozliczenia	$2400 \times 18\% =$ 432,00	$3600 \times 32\% =$ 1024,00	$4030,80 \times 32\% =$ 1289,00

*uczestnik osiągnął limit ustalony przez ZUS (w danym roku), w związku z tym wpłata naliczana jest tylko do tej wartości.

będzie się zwiększać. To oznacza, że np. po 10 latach dla każdego Uczestnika IKZE oszczędności podatkowe będą już bardzo wymierne – od 4 tys do ponad 12 tys. PLN.

IKZE tworzone są najczęściej w oparciu o produkty inwestycyjne np. fundusze inwestycyjne. Oznacza to, że również wartość ulokowanego kapitału będzie wzrastała. Kwoty nadpłaconego podatku można reinwestować, dodatkowo zwiększając całkowitą rentowność inwestycji.

Najkorzystniejszym okresem na założenie IKZE jest koniec danego

roku kalendarzowego, bo wtedy czas pomiędzy inwestycją a zwrotem z podatku jest jak najkrótszy.

Remigiusz Pruszcak

Dyrektor Sprzedaży

Amplico Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Okiem Piotra Kuczyńskiego: Klucz do rynku znajduje się w USA



Październik, a szczególnie jego końcówka, nie był ko-

rzystny dla byków. Na początku miesiąca na rynku akcji trwała nadal pelżająca hossa. Indeksy przesuwają się powoli, ale nieubłagane w kierunku szczytów z września. Były już bardzo blisko wrześniowych szczytów (brakowało mniej niż 7 procent).

Potem pojawiły się problemy. Sezon raportów kwartalnych amerykańskich spółek od dawna sprzyjał bykom. Wiadomo było, że może zmienić się to, ale dopóki się nie zmieniło, to trzeba było zakładać, że i tym razem tak będzie. Nie było. Mówiono, że co prawda zyski spółek są lepsze od (zaniżonych) oczekiwań, ale w wielu przypadkach przychody były od prognoz niższe.

Uważam, że to były tylko preteksty, które posłużyły do realizowania zysków. Warto odnotować, że gwałtowne taniały też surowce (ropa, miedź i złoto). **Prawie wszędzie pojawiły się bardzo mocne sygnały sprzedaży.** Tylko złoto podtrzymywało swój sygnał kupna, ale tutaj też sytuacja była nieciekawa. Wyglądało to tak, jakby gracze bali się jakiegś katastro-

fy. I nie chodziło o katastrofę, której źródło bije w Europie.

Widać było, że narasta obawa przed wynikiem wyborów prezydenckich w USA oraz przed fiskalnym klifem, którego niszczące działanie miałyby doprowadzić w 2013 roku do spadku PKB w USA nawet o ponad dwa punkty procentowe. Prezesi piętnastu największych instytucji finansowych wezwali prezydenta USA i Kongres do ugody w sprawie redukcji deficytu budżetowego, ostrzegając, że brak porozumienia grozi recesją i obniżeniem ratingu USA.

Przypominam, że określenie „klif fiskalny” odnosi się do przyjętej przez Kongres, przy okazji zwiększania limitu zadłużenia USA, regulacji. Zgodnie z nią, jeśli w listopadzie tego roku prezydent nie porozumie się z Kongresem w sprawie redukcji zadłużenia, to w końcu roku wygasną zwolnienia podatkowe ery Busha i wejdą automatyczne cięcia wydatków budżetowych w wielu dziedzinach życia. To rzeczywiście mocno uderzyło by w gospodarkę USA.

I tutaj dochodzimy do drugiego problemu, którym są wybory prezydenckie. Barack Obama w katastrofalny sposób przegrał pierwszą debatę prezydencką. Potem wygrał dwie kolejne, a wiceprezydent Joe Biden wygrał swoją, ale sondaże odwróciły się i pokazywały przewagę Mitta Romneya. Republikanin u władzy to ostrzejsza polityka budżetowa, a na

początku 2014 roku z pewnością nowy szef Fed (kończy się wtedy kadencja obecnego szefa Fed), bo Republikanie nie od dzisiaj „wieszają psy” na Benie Bernanke. I to się z pewnością rynkom podobać nie może, bo przecież rynki uwielbiają szefów Fed, którzy popierają drukowanie dolarów.

Sytuacja skomplikowała się pod koniec października, kiedy to New York Times napisał, że Ben Bernanke może nie chcieć ubiegać się o kolejną kadencję (początek w lutym 2014) bez względu na to, kto wygra wybory. Zakładam jednak, że to jest tylko taka gra szefa Fed. Jeśli wygra Romney to powie, że nie startuje, a jak wygra Obama to powie, że nigdy nie miał zamiaru rezygnować z trzeciej kadencji. **Tak czy inaczej wszystkie atuty w ręku trzymają Amerykanie i to od nich zależy, jaka będzie końcówka roku.**

Piotr Kuczyński

Główny Analityk

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o

Nierówna walka z ... dealerem

Kiedy przychodzi kryzys finansowy, a na rynkach zaczynają być widoczne pierwsze oznaki bessy, duża część inwestorów postanawia „przerzucić” się z akcji na rynek forex, upatrując w nim rynek z wiecznie panującą hossą. Takie stwierdzenie nie jest może do końca prawdziwe, ale rynkowi walutowemu należy oddać jedno, jest najlepszą szkołą inwestowania na własny rachunek, jaką można sobie wyobrazić. Pisząc najlepszą, należy rozumieć najszybszą i najdroższą, bowiem okazuje się, że blisko 7/8 inwestorów traci cały pierwszy wpłacony depozyt. Dodatkowo, strata ta generowana jest najczęściej w pierwszych kilka tygodni inwestowania.

Inwestorzy oczywiście najczęściej są sobie sami winni, gdyż zajmują zbyt duże pozycje w stosunku do posiadanych kapitałów czy nie stosują zleceń obronnych stop loss. **Jest jednak też kilka czynników, o których początkujący inwestorzy nie wiedzą, a warto zdać sobie z nich sprawę.**

Rynek forex (rynek walutowy) jest największym i najbardziej płynnym rynkiem świata, gdzie dzienne obroty sięgają często 4,5 bln USD. Transakcje na nim zawierają rządy i korporacje, a ponad ¾ obrotów generuje 10 największych banków świata (m.in. Deutsche Bank, UBS, CitiGroup, Barclay's, RBS, Goldman Sachs). Na podstawie takich informacji można sądzić, że rynek ten jest tak ogromny, że wszelkiego rodzaju manipulacje są niemal niemożliwe. O ile wśród wielkich graczy rzeczywiście tak jest, to w odniesieniu do najmniejszych inwestorów sytuacja nie wygląda już tak różowo.

Inwestor indywidualny nie korzysta z usług największych światowych brokerów, a raczej z firm specjalizujących się w obsłudze drobnych graczy. Są to w przeważającej liczbie brokerzy działający w formule Market Makera, czyli brokerów tworzących własny wewnętrzny rynek. Taki broker bardzo często zamiast przy-

jąć zlecenie i przekazać je na rynek międzybankowy, zachowuje je u siebie i staje się drugą stroną transakcji. Taka sytuacja powoduje, że nasz zysk oznacza stratę dla brokera i odwrotnie, czyli nasza strata stanowi zysk dla brokera. Jak łatwo się domyślić, może to prowadzić do sytuacji, w których broker celowo będzie manipulował kursem w ten sposób, aby jak najmniej jego klientów wygrywało, a jak najwięcej traciło. **Cała nasza walka z rynkiem sprowadza się w efekcie do walki nie z rynkiem, a dealerem brokera.**

Warto podkreślić, że jest to nierówna walka, gdyż broker posiada o wiele więcej informacji, które w łatwy sposób może przełożyć na swoją korzyść. Zna on bowiem doskonale wszelkie statystyki na temat składanych przez swoich klientów zleceń, dokładnie wie na jakich poziomach skoncentrowane są zlecenia stop loss czy take profit, wie jakie pozycje zajmują najwięksi klienci oraz jakie zlecenia czekają na aktywację. Wiedza ta pozwala tak „sterować” kursem, aby uzyskać oczekiwany przez brokera efekt. Wśród najczęściej stosowanych przez brokerów FX zagrywek wymienić można pricing, czyli podawanie fałszywych kwotowań, które aktywują zlecenia stop loss klienta, gdy wiadomo, że rynek pójdzie w jego stronę oraz price shading, czyli generowanie dużych skoków cen w obie strony, które wręcz wymiatają złożone zlecenia. Część dynamicznych ruchów ma oczywiście pokrycie w ścieraniu się popytu z podażą, jednak równie spora ilość generowana jest sztucznie przez brokera. Ci, którzy nie wierzą w takie praktyki, powinni bardziej szczegółowo zapoznać się z zapisami regulaminowymi o rażąco błędnej cenie czy o monitorowaniu realizowanych zleceń.

Pierwsze pytanie jakie można sobie zadać, to po co w ogóle brokerowi miałoby zależeć na stratach klienta, skoro na każdej jego transakcji zara-



bia w formie spreadu. Odpowiedź na to pytanie zawarta jest w statystyce. Skoro blisko 95 proc. klientów inwestujących na rynku forex traci kapitał, to w interesie brokera jest przyjęcie na siebie ryzyka, a wówczas strata inwestora jest zyskiem brokera. Nieuczciwi brokerzy mogą manipulować delikatnie kursem, tak aby uruchomić zlecenia stop loss, gdyż taka praktyka będzie przez większość klientów niezauważona, a niekorzystny efekt można zważyć po prostu na rynek. Dokładne statystyki nie są oczywiście znane, ale można również sądzić, że część klientów dopłaci depozyt, aby móc dalej zawierać transakcje, a część zapewne już na stałe wycofa się z rynku. Ta część graczy zostanie jednak zastąpiona, gdyż nowy narybek niedoświadczonych inwestorów nieustannie kuszony jest niebotycznymi stopami zwrotu. Nie bez znaczenia jest też oczywiście marketing, który pod postacią różnych konkursów z atrakcyjnymi nagrodami ma za zadanie przyciągnąć nowych „dawców kapitału”.

Warto jednak podkreślić, że inwestorzy nie są skazani wyłącznie na brokerów działających w formule Market Makera. W Polsce na dzień dzisiejszy

działa już trzech brokerów w formule ECN, czyli Electronic Communication Network. Podstawową różnicą jest fakt, że brokerzy ci zajmują się wyłącznie dostarczaniem rozwiązań technologicznych i przekazywaniem zleceń na realny rynek międzybankowy. Brokerzy Ci nigdy nie stają się stroną transakcji, a więc nie występuje tu opisany wcześniej kon-

flikt interesów. Dodatkowo wynagrodzeniem brokera jest prowizja od każdej transakcji, dlatego jego intencją jest by klient zarabiał, bo prowadzi to do zawierania większej ilości transakcji i zwiększenia wolumenu. Wśród minusów należy wymienić brak stałych spreadów, czyli jeśli po publikacji danych makroekonomicznych te wyraźnie się rozszerzą,

wówczas naprawdę możemy mieć pretensje tylko do rynku, a nie dealera walutowego.

Paweł Mielcarek

Analityk

Dom Inwestycyjny Xelion sp. z o.o

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone w celu informacyjnym oraz promocyjnym i nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert w rozumieniu przepisów Kodeksu cywilnego. Niniejsze opracowanie nie stanowi usługi doradztwa inwestycyjnego w rozumieniu art. 69 ust. 2 pkt 5 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j.: Dz.U. z 2010 r. Nr 211, poz. 1384 z późn. zm., dalej jako „Ustawa”), ani nie ma charakteru rekomendacji dotyczącej instrumentów finansowych w rozumieniu zapisów Rozporządzenia Ministra Finansów z 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców, ani nie stanowi analiz inwestycyjnych, analiz finansowych oraz innych rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczących transakcji w zakresie instrumentów finansowych w rozumieniu art. 69 ust. 4 pkt 6 Ustawy.

Wskazane w treści opracowania części zostały przygotowane przez osoby nie będące pracownikami Domu Inwestycyjnego Xelion sp. z o.o. (dalej jako „Spółka”), za które Spółka nie ponosi odpowiedzialności. Niniejsze opracowanie stanowi wyłącznie wyraz wiedzy oraz prywatnych poglądów autorów według stanu na dzień sporządzenia i nie może być interpretowane w inny sposób. Opracowanie w zakresie przygotowanym przez Spółkę zostało sporządzone z rzetelnością i starannością przy zachowaniu zasad metodologicznej poprawności, na podstawie ogólnodostępnych informacji, uznanych przez autorów za wiarygodne. Autorzy ani Spółka nie gwarantują jednak ich poprawności, kompletności i dokładności. Opracowanie ma charakter ogólny i nie może stanowić wyłącznej podstawy do podjęcia jakiegokolwiek decyzji inwestycyjnej przez jego odbiorcę. Autor ani Spółka nie ponoszą odpowiedzialności za następstwa decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie informacji i opinii zawartych w niniejszym opracowaniu. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego materiału ponoszą wyłącznie inwestorzy.

Wymagane przepisami prawa informacje o Spółce oraz świadczonych usługach, w tym informacja o instrumentach finansowych oraz o ryzykach związanych z inwestowaniem w te instrumenty finansowe, udostępniane są na stronie internetowej www.xelion.pl lub w formie papierowej przed rozpoczęciem świadczenia usług przez Spółkę. Informacje zawarte w niniejszym dokumencie nie mogą stanowić wyłącznej podstawy do skorzystania z usług oferowanych przez Spółkę.

Powielanie bądź publikowanie w jakiegokolwiek formie niniejszego opracowania lub jego części jest zabronione.