

# INDEPENDENT TRADER NEWSLETTER



Niezależny Portal Finansowy  
**INDEPENDENT  
TRADER**

Wydanie 16 / 2019

## W dzisiejszym wydaniu:

**1**

**Wskaźnik pozwalający z zyskiem przejść przez krach**

**Str. 2-9**

Współczynnik cena/wartość księgowa jest jednym z najpopularniejszych wskaźników analizy fundamentalnej. W artykule szczegółowo omawiamy jego wady i zalety.

**2**

**Crowdfunding udziałowy – następca IPO**

**Str. 10**

W rozmowie z Wapniakiem, Mateusz Tomczyk z naszego zespołu wyjaśnia czym jest crowdfunding udziałowy oraz w jaki sposób można go wykorzystać do rozwoju własnej firmy.

**3**

**Kiedy masowo kupować polskie akcje?**

**Str. 11-20**

Polski rynek akcji jest obecnie jednym z najtańszych rynków w regionie Europy Środkowo-Wschodniej.

**4**

**Sesja Q&A – Trader21 u Wapniaka**

**Str. 21**

W pierwszych trzech odcinkach sesji Q&A u Wapniaka, Trader21 opowiada m.in. o planach bankierów centralnych oraz wyjaśnia w jaki sposób kupować metale szlachetne.

## Wskaźnik pozwalający z zyskiem przejść przez krach

Drodzy Czytelnicy,

po artykule na temat najpowszechniej używanego wskaźnika analizy fundamentalnej cena/zysk, który znajdziecie **tutaj** przyszła kolej na następny. Tym razem zajmiemy się relacją pomiędzy kursem akcji i wartością księgową spółki określanej skrótem C/WK lub częściej z j. angielskiego P/BV (*price / book value*).

### Czym jest wartość księgowa?

Upraszczając możemy powiedzieć, że wartość księgowa to suma aktywów spółki, pomniejszona o jej zobowiązania. Czym są aktywa, a czym zobowiązania przedstawia poniższa tabela.

Aktywa	Zobowiązania
<ul style="list-style-type: none"><li>Nieruchomości</li><li>Ruchomości</li><li>Środki na rachunku</li><li>Patenty</li><li>Aktywa niematerialne</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Zobowiązania względem kontrahentów</li><li>Zaciągnięte kredyty i pożyczki</li></ul>

*Źródło: opracowanie własne*

Wyobraźmy sobie sytuację, w której spółka zamyka swoją działalność i wycofuje się z rynku. Przedsiębiorstwo spłaca swoje zobowiązania i sprzedaje wszystkie aktywa. Ilość gotówki, która pozostaje po likwidacji odpowiada właśnie wartości księgowej spółki. Każda spółka giełdowa ma obowiązek podawania swojej wartości księgowej w regularnych raportach, zazwyczaj co kwartał.

Aktualną wartość księgową możemy odczytać ze sprawozdań finansowych lub po prostu z różnego rodzaju serwisów inwestycyjnych. Poniższy przykład dotyczący KGHM pochodzi z portalu [Bankier.pl](https://www.bankier.pl)

## Skonsolidowane raporty kwartalne

	II Q 2018	III Q 2018	IV Q 2018	I Q 2019
Przychody netto ze sprzedaży (tys. zł)	5 157 000	5 364 000	5 739 000	5 488 000
Zysk (strata) z działal. oper. (tys. zł)	1 038 000	525 000	1 115 000	1 018 000
Zysk (strata) brutto (tys. zł)	323 000	608 000	874 000	838 000
Zysk (strata) netto (tys. zł)*	171 000	363 000	684 000	552 000
Amortyzacja (tys. zł)	514 000	452 000	480 000	453 000
EBITDA (tys. zł)	1 552 000	977 000	1 595 000	1 471 000
Aktywa (tys. zł)	36 071 000	36 221 000	37 237 000	38 518 000
Kapitał własny (tys. zł)*	17 983 000	18 524 000	19 133 000	19 348 000
Liczba akcji (tys. szt.)	200 000,000	200 000,000	200 000,000	200 000,000
Zysk na akcję (zł)	0,855	+ 1,815	+ 3,420	+ 2,760
Wartość księgowa na akcję (zł)	89,915	92,620	95,665	96,740

Warto zwrócić uwagę na często popełniany błąd. W przypadku zysku na akcję dodajemy wartości z 4 ostatnich kwartałów. Jeśli natomiast szukamy wartości księgowej przypadającej na akcję to interesuje nas wyłącznie wynik za ostatni kwartał. Wartość księgowa spółki może gwałtownie wzrosnąć chociażby podczas fuzji, czy przejęć. Maleje przy okazji różnego rodzaju odpisów, umorzeń bądź przy wypłacie dywidendy. Ponieważ wartość księgowa nieustannie ulega zmianie powinniśmy odnosić się do jak najbardziej aktualnych danych.

### O czym informuje wskaźnik P/BV?

Wskaźnik P/BV informuje nas o tym, ile płacimy za 1 zł faktycznego majątku spółki (aktywa pomniejszone o zobowiązania). Jest to nic innego jak aktualna cena akcji, podzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję. Możemy to zobrazować za pomocą wzoru:

$$C/WK = \frac{\text{Cena jednej akcji}}{\text{Wartość księgowa za jedną akcję}}$$

Skoro wskaźnik P/BV mówi nam ile płacimy za 1 złotówkę kapitału własnego spółki, możemy się spodziewać, że jeżeli kupujemy akcje po kursie równym lub niższym od wartości księgowej przypadającej na akcje (wskaźnik P/BV mniejszy niż 1), to są one niedowartościowane. W rzeczywistości jest to nieco bardziej skomplikowane, choć faktycznie można powiedzieć, że zazwyczaj im niższy wskaźnik P/BV tym lepiej.

Postępujemy przykładem wspomnianego KGHM'u:

1. Akcje firmy KGHM kosztują obecnie 84,88 zł (są po sporych spadkach)
2. Wartość księgowa przypadająca na jedną akcję to 96,74 zł
3. Dzielimy wartość z pkt. 1 przez wartość z pkt. 2 i otrzymujemy wynik  $P/BV = 0,87$  (nieźle)

Najczęściej spotykana interpretacja wskaźnika mówi, że wartości poniżej 1 oznaczają niedowartościowanie, a powyżej 3 przewartościowanie.

Na szczególną uwagę zasługują akcje ze wskaźnikiem P/B poniżej 1. Gdyby nawet doszło do bankructwa spółki dzień po zakupieniu jej akcji, uzyskamy teoretycznie zysk ze swojej inwestycji. Dzieje się tak ponieważ kapitał własny firmy jest więcej wart od zainwestowanej w nią kwoty. To trochę tak jakbyśmy kupili firmę na przecenie.

Jest to jednak spore uproszczenie.

W rzeczywistości wielkość wskaźnika uważana za dobrą różni się w zależności od tego w jakim sektorze działa dana spółka. Przedsiębiorstwa wydobywcze czy produkcyjne potrzebują sporo środków trwałych by generować przychód: fabryki, magazyny, maszyny produkcyjne itd. Z drugiej strony spółki technologiczne w stylu Facebooka generują ogromne przychody przy wykorzystaniu głównie dóbr intelektualnych, nie wliczanych w wartość księgową przedsiębiorstwa. Dlatego powinniśmy przyjmować różne kryteria oceny w zależności od rodzaju spółki jaką analizujemy.

- dla spółek surowcowych P/B powinno mieścić się w przedziale 0,4 – 2,0
- dla spółek technologicznych typowe są wartości 5 – 20

Mimo tak szerokiej skali zbyt duża wartość wskaźnika jest oczywiście niekorzystna i informuje o absurdalnej wycenie spółki. Doskonałym przykładem może być tutaj Tesla, która pomimo wykorzystywania zaawansowanych technologii jest mimo wszystko spółką produkcyjną ze wskaźnikiem P/BV powyżej 7. Mastercard, będący spółką technologiczną ma cenę do wartości księgowej powyżej 50. Po drugiej stronie mamy Gazprom, który nawet po silnych ponad 60% wzrostach ma P/BV na poziomie 0,37. Oznacza to, że nabywając akcje Gazpromu za każdy dolar wartości księgowej spółki płacimy zaledwie 37 centów.

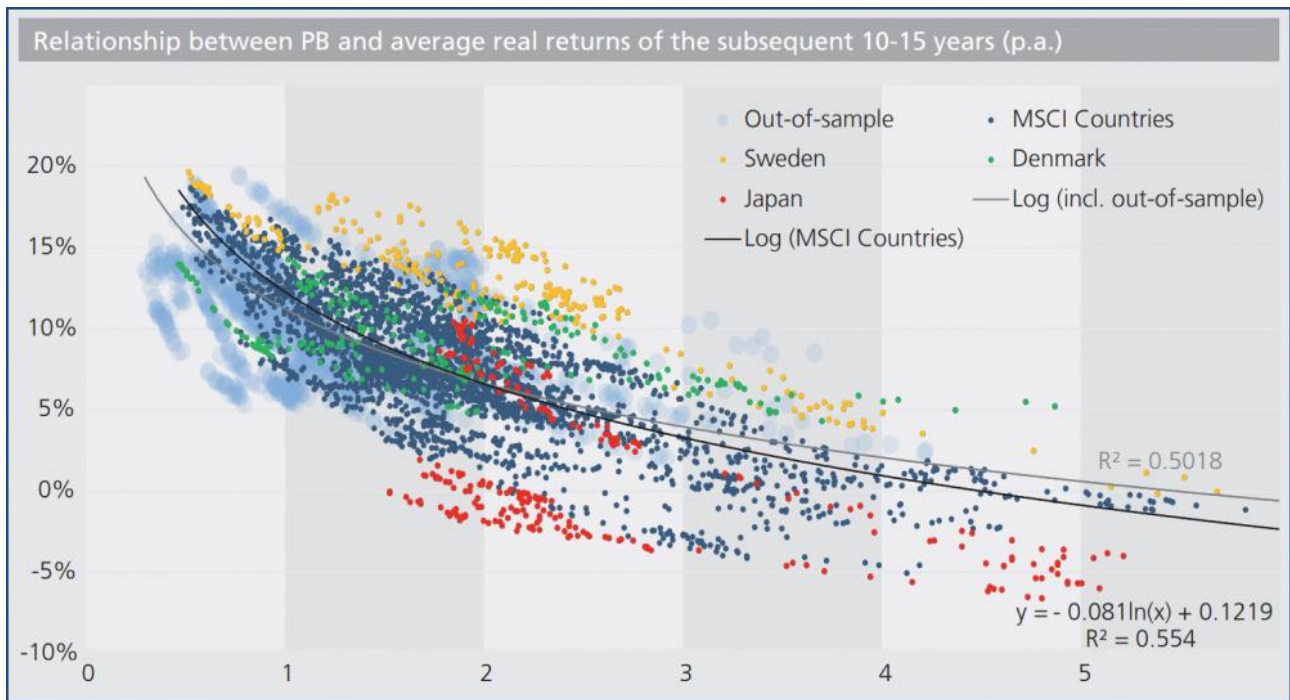
## Czy P/BV jest skuteczne?

Siła wskaźnika P/BV tkwi w jego prostocie. Dzięki niemu łatwo sprawdzić, jak giełdowa cena akcji ma się do realnej wartości spółki. Wysokie poziomy tego wskaźnika mogą świadczyć o znacznym przewartościowaniu akcji. Z kolei P/BV poniżej 1 sygnalizuje silne niedowartościowanie, czyli atrakcyjną cenę akcji - przynajmniej w długim terminie. Badania to potwierdzają. Na dłuższą metę walory z niskim P/BV (tanie) są lepszą inwestycją niż papiery z wysokim wskaźnikiem (drogie).

Poniższa grafika, zaczerpnięta z raportu opublikowanego przez [starcapital.de](http://starcapital.de) pokazuje silną zależność pomiędzy wysokością wskaźnika P/BV, a średnimi zwrotami osiągniętymi z inwestycji w kolejnych 10 latach. Badanie obejmowało okres od 1979 do 2015 roku.

Price-to-book ratio							
Country	Cor	0-1	1-1.5	1.5-2	2-2.5	2.5-3	>=3
France	-0.88	13.7%	9.8%	7.9%	8.6%	0.8%	0.1%
Germany	-0.91		10.2%	9.0%	6.9%	7.0%	0.7%
Hong Kong	-0.92	10.6%	7.7%	6.2%	5.1%	4.3%	2.7%
Italy	-0.97		6.5%	5.0%	0.9%	-2.4%	-3.4%
Japan	-0.58			0.9%	-0.4%	2.8%	-4.4%
Spain	-0.96	12.2%	11.3%	10.4%	5.1%	1.7%	0.8%
Switzerland	-0.90	11.0%	12.8%	11.1%	8.8%	6.7%	1.3%
UK	-0.97	12.9%	11.7%	7.8%	6.2%	4.6%	0.9%
USA	-0.95	13.9%	11.7%	12.6%	8.6%	7.6%	0.7%
MSCI Indexes	-0.73	14.1%	9.9%	7.7%	6.3%	4.5%	0.6%

Widzimy, że inwestycja w rynki o P/BV niższym niż 1 była gwarancją doskonałych (dwucyfrowych), średniorocznych zwrotów. Wskaźnik powyżej 3 był z kolei gwarantem straty. Ta korelacja jest jeszcze bardziej widoczna gdy posłużymy się wykresem.



Na przykładzie 3 krajów: Japonii (czerwony), Szwecji (żółty) i Danii (zielony) oraz globalnego indeksu MSCI (niebieski) widzimy, że wysoka wartość P/BV, przedstawiona na osi poziomej przeważnie wiąże się z mizernym zwrotem z inwestycji w kolejnych latach (oś pionowa) i odwrotnie.

Tego rodzaju badania dowodzą, że warto posługiwać się wskaźnikiem P/BV nie tylko przy wycenie spółek, ale również całych rynków. Obecnie dysproporcja pomiędzy rynkami pod względem ceny do wartości księgowej jest naprawdę spora.

#	Kraj	CAPE	P/E	P/B	P/S	DY
1	Świat	23,4	17,3	2,1	1,4	2,6%
2	Rynki rozwinięte	24,8	18,1	2,1	1,5	2,5%
3	Rynki rozwijające się	15,4	13,5	1,7	1,2	3,2%
...						
4	Grecja	-3,4	15,9	0,8	0,7	3,0%
5	Rosja	7,5	5,3	0,9	0,8	6,6%
6	Chiny	15,0	9,9	1,1	1,0	3,0%
7	Singapur	14,2	13,7	1,1	1,1	3,7%
8	Turcja	7,9	8,0	1,1	0,6	3,5%
...						
9	Szwajcaria	26,0	22,5	2,7	2,2	3,0%
10	Indie	22,2	28,8	2,7	1,7	1,3%
11	Dania	32,2	22,0	3,0	2,4	2,2%
12	Indonezja	18,3	20,0	3,1	2,2	2,4%
13	Stany Zjednoczone	29,9	20,7	3,4	2,2	1,8%

Źródło: opracowanie własne

Powyższe zestawienie, obrazuje istotną prawidłowość. Obecnie to rynki rozwijające się należą do tanich. Wyjątkiem są tu Indie i Indonezja. Wiele rynków rozwiniętych ma wskaźnik P/BV powyżej 2, a giełda w USA stanowiąca niemal 50% globalnej kapitalizacji powyżej 3. Zgodnie z tym co przedstawiliśmy wcześniej w przeciągu kolejnych lat to kraje takie jak Rosja czy Turcja powinny przynieść inwestorom zysk. Rynki rozwinięte z USA na czele są raczej skazane na słabe wyniki.

Pewnym usprawiedliwieniem dla rynków rozwiniętych, zwłaszcza dla USA może być fakt, że w ich przypadku większość kapitalizacji rynku stanowią spółki o profilu technologicznym, a te jak wiemy w sposób naturalny dysponują wysokim P/BV. Dlatego też w tabeli obok tego współczynnika umieściliśmy też inne, w tym poznany wcześniej CAPE i P/E, P/S (cena/przychody ze sprzedaży) oraz DY (stopa dywidendy). Jeśli weźmiemy pod uwagę je wszystkie, to zauważymy, że przewartościowanie rynków rozwiniętych nie jest przypadkowe.

## P/BV jako element strategii F-Score

Wskaźnik F-score został opracowany przez Josepha Piotrosky'ego z Uniwersytetu Stanforda. Jest w użyciu od 2000 roku, ale głośno na jego temat zrobiło się dopiero po upadku Lehmana. Po Wielkim Kryzysie Finansowym Amerykańskie Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych opublikowało stopy zwrotu wygenerowane przez 56 różnych strategii inwestycyjnych. Okazało się, że jedynie strategia oparta o wskaźnik P/B i ranking F-Score przyniosła w 2008 roku zysk i to nie mały ... 32,6% podczas gdy mediana dla pozostałych strategii wynosiła -41,7%.

Pełną metodologię doboru spółek do strategii Piotrosky'ego znajdziecie w artykule : **Jak z zyskiem przejść przez krach, czyli strategia F-Score** tu warto jedynie wspomnieć, że podstawowym jej elementem jest selekcja spółek pod względem relacji ich ceny do wartości księgowej. Jedynie 20% spółek o najniższym na rynku P/BV trafia w tej strategii do dalszej analizy.

## Ograniczenia wskaźnika P/BV

Wskaźnik cena do wartości księgowej może wprowadzać w błąd zasadniczo w dwóch przypadkach:

**1.** Wartość księgowa **jest zawyżona**, a tym samym spółka wykazuje się atrakcyjnym niskim współczynnikiem P/BV.

Bardzo ciężko jest wykazać niższą od rzeczywistej wartość zobowiązań. Dług to dług i jeśli nie będzie spłacany może jedynie rosnąć. Dlatego też zawyżona wartość księgowa wynika z nieaktualnej lub błędnej wyceny aktywów spółki. Przykładowo, wyobraźmy sobie, że firma którą analizujemy produkuje koparki do produkcji kryptowalut. Wartość towaru zalegającego w magazynie wycenia na 50 mln dolarów i stanowi to 50% wartości aktywów. Tymczasem okazuje się, że przez ostatni kwartał technologia stosowanych w tego typu sprzęcie procesorów uległa zmianie. Dotychczasowe koparki odeszły do lamusa.



Spółka może je obecnie sprzedać za zaledwie ułamek ich wcześniejszej ceny. W takim przypadku niemal połowa aktywów spółki wyparowała, mimo że nadal istnieją na papierze. Jeśli dodamy do tego wzrost zadłużenia może się okazać, że nasze ostatnie dane na temat współczynnika P/BV tej spółki są bardzo nieaktualne.

W przypadku zawyżania wartości księgowej obowiązuje podstawowa zasada, im bardziej złożony jest produkt, który w swojej ofercie ma firma tym trudniej go wycenić. Dotyczy to zwłaszcza towarów i usług z sektora nowych technologii, patentów i rzeczy podlegających wpływowi mody i trendów.

## 2. Prawdziwa wartość księgowa **jest zaniżona**.

Dla inwestora to dobra informacja, oznacza że współczynnik P/BV jest wyższy niż powinien być. Ta sytuacja dotyczy firm posiadających zasoby naturalne, czyli surowce energetyczne, przemysłowe lub rolne, ale także np. ziemię. Wycena danego surowca może być aktualizowana zbyt rzadko (często dotyczy to właśnie gruntów). W konsekwencji dobra będące w posiadaniu spółki mają realnie znacznie większą wartość niż ta wykazana w księgach.

Oprócz dwóch przedstawionych powyżej przypadków warto pamiętać, że niski wskaźnik P/BV może oznaczać również, że spółka jest „przeinwestowana”. Oznacza to, że być może w trakcie dobrej koniunktury zainwestowała sporo kapitału w aktywa, które obecnie nie są w pełni wykorzystywane i nie przynoszą zakładanego zysku. Innym przykładem może być firma inwestycyjna typu *venture capital*, która zainwestowała ogromny środki w startup, który bardzo szybko okazał się kompletnym niewypałem.

## P/BV Grahama

Ojciec analizy fundamentalnej Benjamin Graham i autor książki „Inteligentny Inwestor”, którą zdecydowanie polecamy, również zauważył, że współczynnik P/BV ma pewne wady. Zaproponował zmodyfikowaną wersję tego wskaźnika nazywaną dziś P/BV Grahama, a jego konstrukcję przedstawia poniższy wzór:

$$\frac{C}{WK} \text{ Grahama} = \frac{\text{Kurs akcji}}{\frac{(\text{Aktywa bieżące} - \text{Zobowiązania})}{\text{Liczba akcji}}}$$

Jak widzimy wskaźnik Grahama jest bardzo zbliżony do klasycznego. Różnica polega na tym, że wyeliminowano w nim aktywa trwałe wchodzące w skład kapitału spółki, skupiając się na aktywach obrotowych. Generalnie promujemy w ten sposób firmy dysponujące majątkiem o dużej płynności i niewielkim zadłużeniu. Wartość księgową liczona wg.

Grahama jest łatwiej spieniężyć, tym samym spółki o niskim P/BV Grahama lepiej zachowują płynność finansową i są w pewnym stopniu uodpornione na bankructwo. Stosowanie tego typu wskaźnika ma sens również w odniesieniu do spółek surowcowych, których głównym problemem jest pozbycie się aktywów stałych. W końcu aparaturę wydobywczą czy infrastrukturę komunikacyjną wykorzystywaną w przypadku eksploatacji określonego miejsca ciężko jest potem sprzedać czy przetransportować.

Wskaźnik Grahama jest zawsze wyższy od klasycznego P/BV, ale również często przyjmuje wartości ujemne. To właśnie firmy posiadające dużo aktywów trwałych w stosunku do obrotowych charakteryzują się najczęściej wartością ujemną tego wskaźnika.

P/BV Grahama niweluje nieaktualną wycenę aktywów stałych, ale również może wprowadzać w błąd. Aktywami obrotowymi mogą być przecież zapasy, których nie da się już sprzedać albo należności, których nie da się odzyskać. Mimo to wskaźnik ten obok F-score może być lepszym rozwiązaniem jeśli szukamy spółek o małym ryzyku bankructwa w przypadku ewentualnego krachu.

## Podsumowanie

1. Wskaźnik ceny do wartości księgowej jest dobrym miernikiem realnej wartości zarówno spółek jak i całych rynków. Niestety na zwroty generowane w oparciu o ten wskaźnik często trzeba długo czekać (miesiące, lata).
2. Atrakcyjne poziomy P/BV są różne w zależności od sektora w jakim działa firma. Spółki surowcowe mają generalnie niski poziom tego wskaźnika, technologiczne wysoki.
3. Obecnie niski P/BV dotyczy głównie rynków rozwijających się. Rynki rozwinięte są przewartościowane.
4. P/BV jest elementem strategii Piotrosky'ego – jedynej z badanych, która przyniosła zyski w trakcie krachu z 2008 roku.
5. W niektórych przypadkach za niskim P/BV może stać nierzetelna lub nieaktualna wycena kapitału spółki.
6. Zdecydowanie nie powinniśmy podejmować swoich decyzji inwestycyjnych wyłącznie w oparciu o P/BV, lecz zawsze posługując się równolegle innymi wskaźnikami analizy fundamentalnej.

*Independent Trader Team*

## Crowdfunding udziałowy - następca IPO

Drodzy Czytelnicy,

tym razem przygotowaliśmy dla Was nieco odmienny materiał, który nie dotyczy inwestowania samego w siebie, natomiast jest związany z rynkami finansowymi. Mateusz Tomczyk z naszego zespołu wyjaśnia w nim, czym jest equity crowdfunding oraz w jaki sposób można go wykorzystać do rozwoju własnej firmy. Poruszono także temat tokenizacji przedsiębiorstw oraz tego, czy w przyszłości crowdfunding oraz tokenizacja mogą wyprzeć standardowe IPO.

Mateusz pracuje również w ramach **Independent Finance**, skupiając się na zagadnieniach związanych z optymalizacją podatkową i prowadzeniem działalności gospodarczej w przyjaznych jurysdykcjach podatkowych. Jeśli więc podatki spędzają Wam sen z powiek warto tam zajrzeć.

<https://youtu.be/LJqO13loJIE>

*Independent Trader Team*

## Kiedy masowo kupować polskie akcje?

W ostatnich miesiącach mieliśmy do czynienia z bardzo silnymi wzrostami cen metali szlachetnych. Niewątpliwie miała na to wpływ zmiana polityki banków centralnych. FED po listopadowej panice na rynkach akcji wycofał się z dalszych podwyżek stóp procentowych. EBC wytrzymał bez dodruku raptem dwa tygodnie po czym powrócił do psucia waluty pod inną postacią. Co więcej banki centralne na całym świecie dały czytelny sygnał iż potrzebujemy wyższej inflacji (idiotyzm !!!!) oraz że musimy ponownie obniżyć stopy i wznowić dodruk aby rozruszać gospodarkę (kolejny idiotyzm). Taką politykę stosowano w Japonii przez dwadzieścia lat zwane dziś zmarnowanymi dekadami. Jak to mawiał Albert Einstein - „Szaleństwem jest robić wciąż to samo ale oczekiwać innych rezultatów”. W każdym razie zmierzamy do sytuacji w której będzie nam rosła inflacja podczas gdy banki centralne będą utrzymywać skrajnie niskie stopy procentowe.

### Co to oznacza w praktyce?

A no to, że negatywne rzeczywiste stopy procentowe staną się jeszcze bardziej negatywne. W przełożeniu na polski oznacza to, że odsetki od obligacji czy lokat będą niższe od inflacji. W takim właśnie otoczeniu najsilniej rośnie cena złota. To że ostatecznie banki centralne powrócą do dodruku było oczywiste ze względu na skalę zadłużenia na każdym poziomie. Jedyną niewiadomą było pytanie kiedy dokładnie. Dążę do tego, że to co możemy i powinniśmy zrobić to skupić się na fundamentach dzięki czemu możemy przewidzieć pewne trendy i uzbroić się w cierpliwość.

Piszę o tym w kontekście polskiej giełdy, która pewnie w perspektywie kilku max kilkunastu miesięcy osiągnie dno po czym wejdzie w kilkuletni okres silnych wzrostów. Przesłaniek przemawiających za takim scenariuszem jest niemiara. Piszę o tym już dziś aby przygotować Was mentalnie to wejścia na rynek w skrajnie trudnym momencie. Momencie gdy wszędzie na około słyszemy negatywne dane z gospodarki, a wśród inwestorów panuje strach. Na taki moment powinniście już dziś się przygotowywać gdyż jeżeli z obecnych wycen zejdziemy jeszcze kolejne 15-20% do odbicia w pierwszej fazie wzrostów może być równie spektakularne jak w 2009 roku.

Czemu GPW będzie liderem wzrostów kolejnej hossy?

#### 1. Potężne dysproporcje w wycenach

Podczas obecnej hossy trwającej już ponad 10 lat kapitał migrował głównie na rynki rozwinięte w szczególności do USA. Jak widzicie poniżej wyceny akcji globalnych (World) wskazują na silne przewartościowanie z CAPE na poziomie 23,5. Jeszcze droższe są akcje w USA. Na ich tle dobrze wyglądają neutralnie wycenione akcje w krajach rozwijających się.

Na szczególną uwagę jednak zasługują akcje z naszego regionu - Emerging Europe obejmujące: Polskę, Rosję, Czechy, Słowację, Bułgarię i Rumunię.

Akcje w naszym regionie są obecnie bardzo tanie i gdybyśmy mieli takie wyceny po okresie paniki na rynkach to bez wachania zainwestowałbym w nie pokaźny kapitał. Uważam jednak, że ze względu na silne spowolnienie gospodarcze tanie akcje staną się jeszcze tańsze, a polska waluta osłabi się jeszcze kilkanaście procent dając inwestorom bardzo dobry punkt wejścia.

	CAPE	P/E	P/BV	P/S	DY
USA	30,1	20,9	3,4	2,2	1,8%
World	23,5	17,5	2,1	1,4	2,6%
Emerging Markets	15,1	13,7	1,7	1,2	3,2%
<b>Emerging Europe</b>	9,6	6,5	1,0	0,8	5,6%

## 2. Akcje akcjom nie równe.

Obecnie na polskim rynku mamy do czynienia z dość silnymi dysproporcjami w wycenach. Mianowicie najdroższe są akcje największych spółek wchodzących w skład WIG20. Znacznie atrakcyjniej wyglądają spółki średnie. Bardzo tanie są natomiast akcje najmniejszych spółek w ramach sWIG80. Nie dość, że mają P/E poniżej 10 to jeszcze wypłacają 3,35% dywidendy co jak na dzisiejsze standardy jest bardzo przyzwoitym poziomem.

Sektor	P/E	P/BV	DY
WIG	11,12	0,99	2,59%
WIG20	17,15	1,81	2,07%
mWIG40	12,84	1,31	3,14%
sWIG80	9,92	1,16	3,35%

W tym momencie od razu muszę zaznaczyć, iż z mojego doświadczenia wynika, że w pierwszej fazie hossy najsilniej rosną akcje dużych spółek. Związane jest to z przepływem kapitału określanego jako smart money. Najwięksi gracze widząc atrakcyjny rynek inwestują w niego poprzez dostępne instrumenty, które w zdecydowanej większości zapewniają ekspozycję wyłącznie na największe spółki. Z czasem dopiero pod trend podłączają się mniejsi gracze koncentrując się na mniejszych i zazwyczaj atrakcyjniej wycenionych spółkach.

### 3. Co robi polski Smart Money?

Bardzo atrakcyjne wyceny polskich spółek dostrzegają także najwięksi gracze. Zdają oni sobie sprawę, że tak niskie wyceny nie utrzymają się długo. W ciągu niespełna dwóch ostatnich lat Michał Sołowow, Dominika Kulczyk, Roman Karkosik czy Zygmunt Solorz przeprowadzili właśnie skup akcji własnych. Oznacza to, że albo za prywatne pieniądze dokupują akcje kontrolowanych przez siebie przedsiębiorstw albo skupują akcje całkowicie aby wycofać spółkę z giełdy. Tak postępują ludzie, którzy wiedzą co robią i nie mówię tu o pokazowych działaniach a transakcjach, których łączna wartość zbliża się do 4 mld zł.

### 4. Wyceny akcji oczami międzynarodowych inwestorów.

Zarządzający aktywami o znacznej wartości szukając atrakcyjnego rynku akcji biorą pod uwagę dwie rzeczy. Wyceny akcji co opisałem powyżej oraz kurs waluty. Te dwie zmienne mają ogromny wpływ na nasz wynik z inwestycji. Jeżeli cena akcji się nie zmieni ale wzrośnie kurs lokalnej waluty to tak czy tak mając dolara jako wspólny mianownik dla naszych międzynarodowych inwestycji wychodzimy na plus. W idealnym otoczeniu inwestujemy w tanie akcje pod względem fundamentalnym wyceniane jednocześnie w silnie niedowartościowanej walucie.

Globalni gracze jeszcze do niedawna mieli dwa ETF'y przez które mogli inwestować na polskim rynku. Mowa o EPOL (iShares'a) oraz PLND (Vaneck'a). Oba denominowane w dolarach. Ze względu jednak na niskie zainteresowanie do dziś uchwalił się tylko EPOL. Problem jest jednak taki, że jego historia sięga max do 2010 roku, a moim celem jest pokazanie Wam wyceny polskich akcji w dolarze jednocześnie w możliwie jak najdłuższym czasie. W tym celu posłużyłem się wykresem WIG20 wyrażonego w amerykańskim dolarze.



W latach 2003 - 2008 dla międzynarodowych graczy inwestycja w polski rynek akcji przełożyła się na zysk rzędu 500% na cołożyły się zarówno wzrost cen akcji jak i umocnienie polskiej złotówki względem dolara. Zyski zapewne były większe gdyż przedstawiony indeks nie uwzględnia dywidend wypłacanych przez 5 lat.

Obecnie wyceny WIG20 w ujęciu dolarowym znajdują się 65% poniżej poziomów z 2007 roku. W ujęciu realnym ujmującym dewaluację dolara wynikającą z inflacji znajdują się jeszcze niżej. W ramach ciekawostki czerwoną ramką zaznaczyłem Wam poziomy przy których pewnie dokonam większych zakupów. Abyśmy je osiągnęli powinny obniżyć się wyceny akcji. Może także osłabić się dalej złotówka względem USD. Jeżeli jednak dojdzie do większej paniki to zrealizują się oba scenariusze co sprawi, że polskie akcje staną się mega atrakcyjne. Dla mnie będzie to idealny moment aby pozbyć się dolarów czy franków szwajcarskich i obkupić się w akcje mając w głowie, że po tym jak dokonam zakupów ceny mogą jeszcze przez jakiś czas spadać. Dla mnie jednak jest to inwestycja na lata jak kiedyś Gazprom, a nie łapanie dołka po to aby pozbyć się akcji z 10% czy 20% zyskiem.

## 5. Globalna migracja kapitału.

O tym jak kapitał migruje pomiędzy rynkami rozwijającym się a USA pisałem wielokrotnie. W kontekście dzisiejszego artykułu jest to jednak bardzo ważne. Jak widzicie w ostatnim cyklu kapitał trafiał głównie do USA wzmacniając jednocześnie dolara. Obecna sytuacja pod wieloma aspektami przypomina rok 2000. Jeżeli historia podobno się nie powtarza ale jej znajomość bardzo ułatwia prognozowanie przyszłości. Wnioski wyciągnijcie sami.

Okres	Emerging Markets	S&P 500
1988 - 1993	439%	126%
1994 - 2000	-31%	220%
2001 - 2007 (div. inc.)	339%	25%
2008 - 2019 YTD (div.inc.)	27%	187%

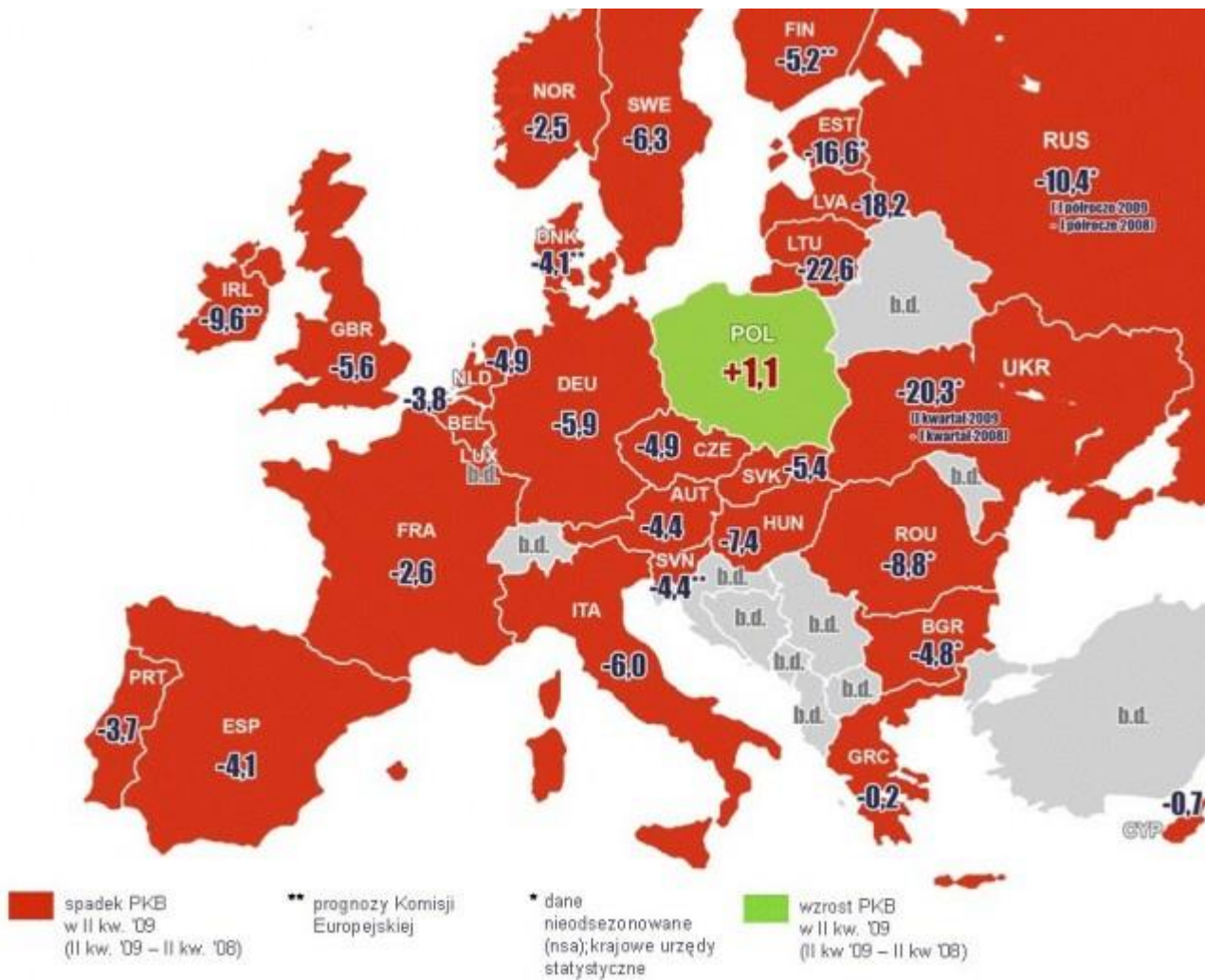
W tym momencie niektórzy z Was mogą pomyśleć: dobrze, ale Polska nie jest już krajem rozwijającym się. Awansowano nas do grupy krajów rozwiniętych. Ja w tym widzę tylko pozytywy. Dla inwestorów GPW nadal jest postrzegana jako jeden z krajów Europy Środkowo - Wschodniej lecz dzięki statusowi kraju rozwiniętego znacznie spadło ryzyko inwestycyjne. Co więcej obecny rząd na każdym kroku stara się zadowolić międzynarodową finansjerę w efekcie czego atak na walutę naszego kraju jak ten przeprowadzony niedawno na Turcję jest bardzo mało prawdopodobny.

## 6. Wzrost gospodarczy

Polska gospodarka mimo chorej polityki rozdawnictwa póki co trzyma się dobrze. Mamy bardzo wysoki wzrost PKB wynoszący 4,7% rok do roku w porównaniu do 1,1% dla Strefy Euro. Na tle Europy przyzwoicie wygląda także sytuacja demograficzna po uwzględnieniu migracji dobrze wykształconych i bardzo zbliżonych kulturowo Ukraińców. Zadłużenie kraju także jest na przyzwoitym poziomie względem „konkurencji”. Wszystko to sprawia, że Polska stała się atrakcyjnym miejscem do ulokowania kapitału dla potencjalnych inwestorów.

Co ważne jako jeden z nielicznych krajów posługujemy się własną walutą, która w otoczeniu potencjalnego spowolnienia gospodarczego natychmiast się osłabia co daje tymczasowy impuls łagodzący skutki kryzysu. Polska złotówka pełni rolę pewnego stabilizatora. Jak jest to istotne pokazuje grafika obrazująca wzrost gospodarczy w Europie tuż po ostatnim kryzysie.





## 7. Migracja gigantycznego kapitału z Izraela.

W 2012 roku Henry Kissinger osoba mająca kolosalny wpływ na globalną politykę w przytywie szczerości zakomunikował, iż za 10 lat nie będzie Izraela. Chwilę później w podobnym tonie wypowiedział się Rotschild (nie pamiętam który). Nie są to osoby, które bawią się w przewidywanie przyszłości. Oni ją kreują.

Trzy lata temu rozpoczął się trend migracji kapitału z Izraela do Polski. W pierwszej kolejności emisariusze odpowiednich rodzin wykupowali ziemię, przedsiębiorstwa czy nieruchomości. Z czasem migracja się nasiliła. Dziś sami wiecie jak wygląda sprawa powrotu Żydów do Polski oraz ustawa 447. Z mojej strony chcę tylko zwrócić uwagę na fakt, że dla gospodarki jako całość migracja tak gigantycznego kapitału może bardzo pozytywnie wpłynąć na wzrost gospodarczy oraz wyniki spółek giełdowych. Czy pozytywnie wpłynie to na jakość życia przeciętnego Polaka pozostawiam bez odpowiedzi.

## 8. Zmiany polityki NBP

Polityka prowadzona przez Narodowy Bank Polski niczym się specjalnie nie wyróżniała przez ostatnie lata. Na przestrzeni jednak ostatnich trzech miesięcy doszło do kolosalnych zmian, które mogą mieć wpływ na rynek akcji.

### a) Zakupy złota

Przez lata NBP posiadał rezerwy złota wynoszące 112 ton. Zakupy przeprowadzone w ostatnich miesiącach sprawiły że obecnie rezerwy złota wynoszą już 228 ton. Jest to bardzo ale to bardzo dobry ruch. Rezerwy banków centralnych w zdecydowanej większości stanowią waluty obce jak dolar czy euro. W sytuacjach kryzysowych kiedy to gwałtownie spada wartość lokalnej waluty bank centralny w teorii powinien sprzedawać waluty obce i w ten sposób stabilizować kurs. Gdy pod koniec 2016 roku przeprowadzono atak na polskiego złotego aby dezaktywować opcje walutowe NBP nie podjął żadnych działań do czasu gdy kurs USD przekroczył 4,25 a EUR 4,50. Z drugiej strony bank centralny peryferyjnego kraju jakim jest Polska rzadko kiedy ma szansę w starciu z globalnym kapitałem spekulacyjnym. Innymi słowy zwiększenie rezerw złota jest bardzo dobrym krokiem, który może w przyszłości pomóc stabilizować kurs waluty lub w razie większych zawirowań w systemie monetarnym ustabilizować kurs złotówki na wyższym poziomie.

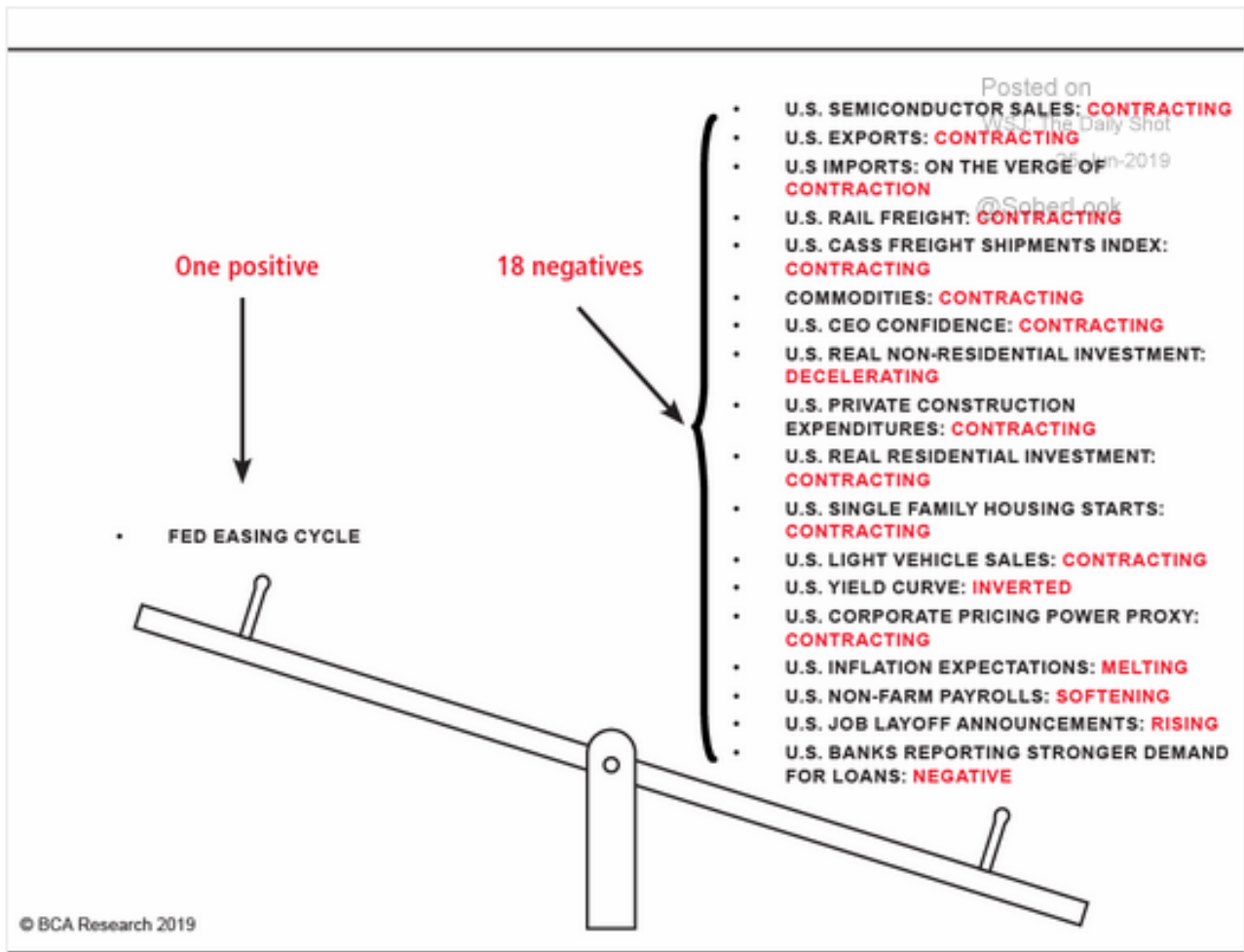
Swoją drogą pojawiły się spekulacje mówiące, iż polskie złoto zdeponowane w Londynie stanowi „zabezpieczenie” pewnych roszczeń wynikających z pewnej ustawy o której ostatnio głośno. Pytanie ile w tym prawdy?

### b) Zapowiedzi bankierów centralnych

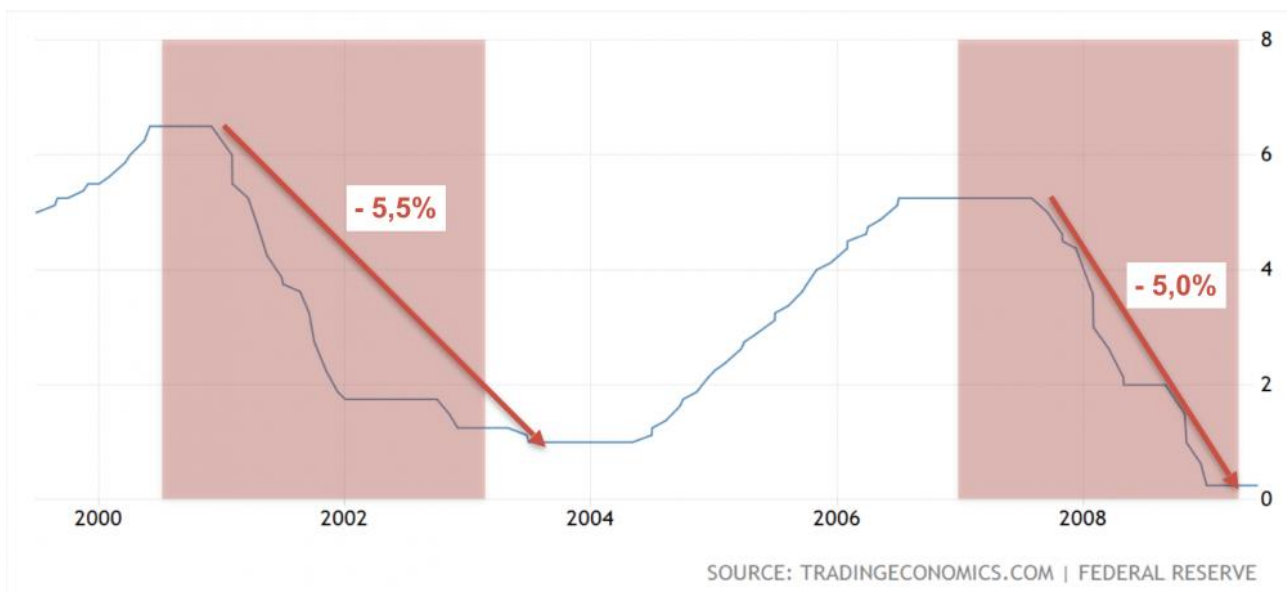
Kolejna zmiana polityki ze strony NBP dotyczy planowanych zakupów akcji. Jeszcze do 2008 roku jedynymi zadaniami banków centralnych było regulowanie podaży waluty oraz wysokości stóp procentowych. Na przestrzeni dekad najważniejsze banki centralne zaczęły bawić się w fundusze hedgingowe skupując wszelkiej maści aktywa i wypaczając całkowicie mechanizmy rynkowe. NBP, który jeszcze do niedawna nie angażował się w takie działania zamierza to zmienić co sygnalizują członkowie zarówno banku jak i Rady Polityki Pieniężnej. To jest chore!!! Grupa bankierów przy pomocy waluty, którą mogą kreować poza wszelką kontrolą będzie skupować akcje podnosząc lub obniżając ich kurs w zależności od swojego widzi mi się. Członkowie NBP dostaną zabawkę przy pomocy której będą manipulować kursami akcji prowadząc prywatnie front running (wyprzedzające ruchy). Mimo, że takie działania uważam, za skrajnie szkodliwe to dodatkowo kupiec jakim będzie NBP pozytywnie wpłynie na wyceny spółek giełdowych co jest kolejnym czynnikiem potwierdzającym dobre perspektywy dla GPW.

## 9. Czy zatem kupować polskie akcje już teraz?

Moim zdaniem nie. Praktycznie każda duża gospodarka na świecie silnie spowolniła i nie specjalnie widać aby trend ten miał się odwrócić. Bardzo dobrze sytuację gospodarczą jak i perspektywy dla akcji obrazuje poniższa grafika.



No tak ale przecież FED rozpoczął już proces obniżek stóp procentowych co rzekomo pomoże wynieść ceny akcji na nowe maksima jak się spekuluje. Może Was zdziwią ale do spadków dochodziło właśnie w okresie obniżek a nie podwyżek stóp procentowych co doskonale potwierdza poniższa grafika.



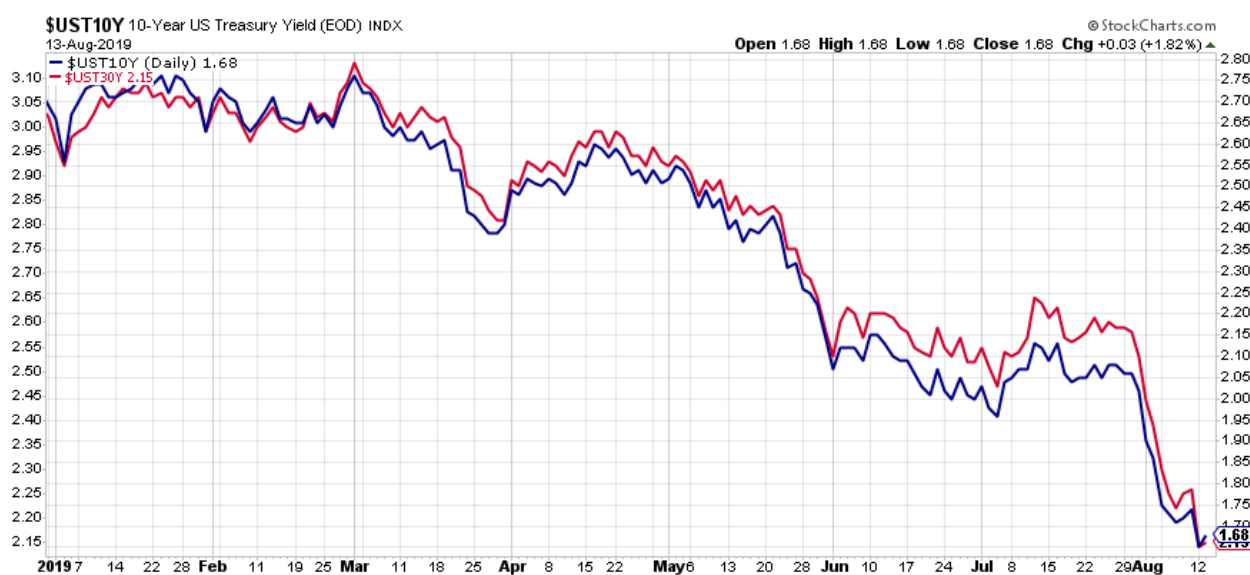
Kolor niebieski odzwierciedla wysokość stóp procentowych w USA. Kolorem czerwonym zazaczyłem okres spadków cen akcji.

Wracając jednak do gospodarki, Niemcy, nasz największy partner handlowy wpadł w recesję. Nic w tym dziwnego skoro największą część gospodarki stanowi eksport w którym 20% udział ma sektor motoryzacyjny, który jako pierwszy odczuwa skutki globalnego spowolnienia. Mówiąc wprost spowolnienie u naszego zachodniego partnera za moment zacznie być odczuwane m.in. i w Polsce przekładając się na spadek PKB i być może obniżkę oceny przyznawaną przez największe agencje ratingowe. Jak to się przełoży na wyceny akcji jak i kurs złotówki chyba już wiecie?

## Podsumowanie

Biorąc pod uwagę wszystkie powyższe czynniki, nie mam dużych wątpliwości, iż polska giełda zapewne obok Rosji czy Turcji będzie jednym z liderów wzrostów w trakcie kolejnej hossy. Piszę jednak o tym gdyż dla wielu z Was ma ona szczególne znaczenie. Każdemu z nas dużo łatwiej znaleźć informacje czy to na temat spółek, wskaźników czy wielu innych przydatnych rzeczy. Bariery językowej nie przeskoczmy i tyle.

Bardzo ważne jest jednak zrozumienie obecnej sytuacji i groźby spadków. Jeżeli pojawią się one w USA jak pod koniec zeszłego roku to przełożą się także negatywnie zarówno na wyceny spółek na GPW jak i kurs polskiej waluty. Strach na rynkach już widać zarówno po wycenach walut określanych jako safe haven oraz rentowności obligacji (im niższa tym większa niepewność wśród inwestorów). Z czasem jednak panika na rynkach zostanie podobnie jak pod koniec roku wykorzystana do uzasadnienia wznowienia dodruku. Nie będzie to jednak 60 mld czy 80 mld miesięcznie lecz najprawdopodobniej banki centralne określą „optymalną” rentowność obligacji rządowych co prostym językiem oznacza drukujemy tyle ile potrzeba. W Japonii czy strefie euro pewnie będzie ona pomiędzy 0-0,5% dla dziesięciolatek. W USA zapewne pomiędzy 1 - 1,5% w zależności czy będą to obligacje 10-cio czy 30-cio letnie. Póki co od początku roku ich rentowność spadła do 1,68% i 2,16% odpowiednio. Jak na rynek „bezpiecznych” obligacji jest to horrendalna zmiana.



Wysoką inflacją w takim otoczeniu uda się zdevaluować znaczną część długu. Jednocześnie tak niskie odsetki od obligacji będą nasilać migrację kapitału na rynek akcji. Ostatecznie akcje płacące 3-4% dywidendy są bardzo atrakcyjne w porównaniu do obligacji płacących mizerne 1% odsetek.

Nim jednak do tego dojdzie czeka nas raczej trochę zawirowań i na to powinniście się mentalnie przygotować. Obserwujcie sytuację, wyceny akcji oraz kurs złotówki bo w pewnym momencie przyjdzie dobry moment na zamianę dolarów oraz franków na polską walutę i obkupienie się w tani akcje. Pamiętajcie jednak, że zazwyczaj najlepszy moment na zakupy to moment tuż po panice, kiedy to wszyscy na około wieszczą kolejne spadki. Obyście wtedy mieli wystarczająco odwagi aby podjąć działanie. Odwaga zaś przychodzi wraz z wiedzą. Pamiętajcie o tym.

*Trader21*

## Sesja Q&A - Trader21 u Wapniaka

Drodzy Czytelnicy,

W ostatnich dniach zorganizowaliśmy z Wapniakiem sesję pytań-odpowiedzi. Oglądając zamieszczone poniżej filmy możecie przekonać się, że poruszyliśmy naprawdę długą listę zagadnień. Rozmawialiśmy chociażby na temat:

- planów banków centralnych,
- aktywów, które chętnie zakupię po większych spadkach na giełdach,
- zakupu złota przez Narodowy Bank Polski,
- podatków pojawiających się przy inwestowaniu w metale szlachetne,
- wad funduszy aktywnie zarządzanych.

Ciekawych wątków było jeszcze więcej, dlatego z czystym sumieniem zachęcam do obejrzenia nagrań.

1. <https://youtu.be/URLaZmDyF84>

2. <https://youtu.be/knk4PvrOvHE>

3. <https://youtu.be/QgBiaj2UXeA>

*Trader21*

## Opinie Czytelników

Poniżej przedstawiamy opinie naszych czytelników. Są bardzo różnorodne, a wiele z nich zdecydowanie zasługuje na wyróżnienie.

### Rozważania na temat GPW

**Autor: xoni**

Moim zdaniem aby wskazówka się zmieniła na EM wszyscy muszą naprawdę najpierw oberwać mocno po tyłku, a płytko recesja odsunęłaby zmianę na EM o cztery lata jeszcze. Jak to mówią trend is your fiend, aż do jego end. Co znaczy że trendy i przekonania zwykle są znacznie silniejsze niż myślimy, ale jak się kończą to konkretnie. Chyba musimy jeszcze trochę poczekać.

Przez pryzmat inwestora na GPW i NYSE to powiem tak – zasadniczo wolę to drugie, bo choć sprzedałem większość akcji to ciągle mam np. jedną pozycję która płaci mi co kwartał dywidendę i naprawdę czuję z nią związek. W zasadzie marzę o tym aby przyszedł tam jakiś krach, który sprawi, że będę mógł kupić jej jeszcze więcej, bo to dla mnie długoterminowo inwestycja pewniejsza niż złoto.

Natomiast jeśli chodzi o GPW to tutaj jest trudniej. Jest wiele spółek sterowanych przez Państwo, które podejmują często dość głupie i upolitycznione decyzje co robić ze swoimi zyskami, a dywidendę wypłacają niektóre, ale niekonieczne te, w które sektory chciałbym inwestować. Nawet jeśli wypłacają to może przyjść decyzja polityczna żeby przestać wypłacać, a wesprzeć jakieś tam kółko zainteresowań. Małe spółki natomiast też są różne. W ostatnich latach pełno było przymusowych wykupów akcji za bezcen od drobnych akcjonariuszy. Kupujesz ułamek spółki, która na dzień koniunktury w branży generuje niezłe zyski a do tego ma majątku fizycznego w postaci nieruchomości więcej niż kosztuje na giełdzie, po kilku latach spółka jest trzy razy większa, a jej cena trzy razy mniejsza. Czemu? Bo wszystko jest szykowane pod przymusowy wykup za bezcen.

Dlatego uważam, że do sukcesu i znormalizowania rynku kapitałowego w Polsce przydałyby się też jakieś dodatkowe działania legislacyjne. Zysk jest własnością akcjonariuszy a nie spółki. Ktoś kto jest np. prezesem i właścicielem 90% akcji może sobie np. ustalić wysokie wynagrodzenie za bycie prezesem, ale co ma zrobić np. emeryt który kiedyś zainwestował w taką spółkę i choć trafnie przewidział koniunkturę w branży nawet ułamek swoich pieniędzy nie zobaczy, nie mówiąc już o zyskach?

## 80% mieszkań będzie do przejęcia za cash po obniżkach?

**Autor: śledźulik**

Pracuję w handlu na stanowisku szeregowym. Doświadczenie w sprzedaży mam ca lat 12 a jestem przed 30stką. W handlu bywałem i kupcem i zwykłym sprzedawcą (teraz jestem tym drugim). Nieraz w moim życiu bywało tak, że jak nie sprzedałem to nie zjadłem, nieraz było tak, że jak sprzedałem to później kwartał mogłem przebimbać (i będąc 19o latkiem faktycznie przebimbywałem i wcale nie żałuję, a już wtedy mieszkalem poza domem rodzinnym, więc dotyczyły mnie już bolączki i czynszu i rachunków i stawy).

Ze względu na skromność pochodzenia nigdy nie obracałem większymi kwotami, więc i cashflow i zyski zazwyczaj bywały relatywnie skromne.

Ale nauczyłem się w życiu tego, że "nigdy nic nie trwa wiecznie", więc jak teraz jest syto to jutro albo pojutrze można szurać dupą po dnie (ktoś napisał kiedyś "raz nawozie raz pod wozem" b. lubię to powiedzonko). Od jakiegoś czasu mam bardzo, zdumiewająco syto. Wynika to z systemu mojej pracy, która daje mi super narzędzia, atmosfery w firmie, oraz nieskromnie powiem- jakichś tam moich dosyć dużych zdolności/predyspozycji/doświadczenia. Z każdej pensji oszczędzam, nigdy nie brałem pożyczki na cele konsumpcyjne, jestem bardzo ostrożny i jednocześnie "gotowy na wszystko".

Do czego zmierzam: mam grono kolegów w pracy, którzy ostatnio się dosyć mocno zakredytowali. Tylko jeden z nich miał ku temu w jakimś stopniu racjonalne przestanki (duży wkład własny, wsparcie rodziców, b. dobre wyniki pracy własnej, bezproblemowa możliwość zmiany branży i zarabiania sporo więcej, ale tymczasem woli mieć "skromniej a milej"), reszta wzięta na siebie kilkuset tysięczne zobowiązania nie mając właściwie żadnego "doświadczenia życiowego", mając "ciepłe posadki" w firmie na zasadzie "bierny, mierny ale przychodzi" z podstawami nieraz na poziomie mniejszym niż moje premie (sic!). Nie mają podstaw ale mają często dużo pretensji i socjal frazesów o "zrównywaniu premii" i wyższych podstawach, bo "mam kredyt i życie drożeje" (a nie, bo "mam mega wyniki"). Ergo jakimś cudem "życie" ich jeszcze po żwirze nie przeciągnęło i jak się hossa skończy i w firmie będą miały zostać tylko co silniejsze szczury to ich życie "w bajce" może się dosyć szybko rozsypać.

Nie mam dokładnych statystyk, ale jeżeli tylko 1 na 5 moich znajomych/kolegów z pracy serio racjonalnie postąpiło z kredytem i jest gotowych nawet płacić 2x więcej niż teraz w razie W (a raczej K jak kryzys) to sądzę, że relacja w narodzie jest podobna. A zatem 80% mieszkań na kredyt będzie do przejęcia za cash po obniżkach jak tylko się wysypie?

Ja w firmie, która mnie zatrudniła staram się z całych sił, ale jakby co mam propozycje od klientów prowadzących swoje działalności, mogę też wrócić do kupczenia. Obrosłem tłuszczem, ale dam sobie radę.



# Jakich realnych wzrostów na górnikach oczekiwać?

**Autor: gruby**

Górnicy mają strukturalny problem: rozjeżdżają im się nożyce kosztów i przychodów. Duże i bogate złoża wyczyścili nasi prapradziadkowie, nam pozostało przesiewanie piasku o zawartości metalu niewidocznej gołym okiem, które to zmechanizowane przesiewanie jest niewąsko materiało-, kapitało- i ludzko-chłonne. A do tego jeszcze duże złoża też już wyczyszczono, nam pozostały odpadki i złoża które nasi przodkowie z powodu ich marnej jakości z premedytacją ominęli szerokim łukiem.

Co oznacza że szukanie metalu dzisiaj jest drogim i ryzykownym zajęciem wymagającym tego rodzaju pracowników którzy przestali się rodzić. Dziś 16 godzinne zmiany na koparce przez siedem dni w tygodniu przez pół roku (bo tyle ziemia nie jest zamrznięta w rejonach w których można jeszcze coś wykopać) to nie jest atrakcyjna oferta pracy porównując ją do korpobiułka w klimatyzowanej korpowieży, myszy, monitora, mordoksiążki i automatu z kawą w zasięgu piętnastu kroków.

Oczywiście istnieją jeszcze gdzieś bogate złoża tyle że one są z powodów politycznych dla normalnych żuczków niedostępne (Rosja, Chiny). Tam kopać prawo mają wyłącznie sami swoi kontrolowani przez swoje własne lokalne pagony.

Jakichś realnych wzrostów na górnikach oczekiwać można po przeprogramowaniu materiału ludzkiego i rozpadzie systemu korporacyjnego który pozasysał wydajnych fizycznie roboli i przerobił ich na bezużyteczną produkcyjnie biurwę. Czyli w sumie nieprędko raczej. Ponieważ Rosjanie i Chińczycy zatrzymują u siebie to co sobie wykopią a RPA jako producent się z powodów politycznych też już skończyło (upadł system białych wydajnie trzymający czarnych proli w ryzach) odniosłem wrażenie że metale zaczynają robić się powoli towarem deflacyjnym jeśli o strukturę podaży chodzi. Górnicy to taki listek figowy dzisiaj, producent niebudzących podejrzeń faktur niż realnego towaru raczej.

Wszelkie publikacje zamieszczone na stronie [www.independenttrader.pl](http://www.independenttrader.pl) oraz w Independent Trader Newsletter powstały w oparciu o wiarygodne informacje, lecz ich trafność nie może być gwarantowana. Przedstawione opinie mogą się dezaktualizować, a ich autor nie jest zobowiązany do ich uaktualniania.

Przedstawione informacje są prywatnymi opiniami autora i nie stanowią rekomendacji inwestycyjnych w rozumieniu Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 roku, Nr 206, poz. 1715).

Czytelnik musi być świadomy, że wyłącznie on ponosi odpowiedzialność z tytułu podejmowanych decyzji inwestycyjnych. Każda inwestycja powinna być konsultowana z licencjonowanym doradcą inwestycyjnym.

Wszystkie zamieszczone materiały są chronione prawami autorskimi. Nie mogą być kopiowane, publikowane czy modyfikowane w żadnej formie bez pisemnej zgody autora.