



# Independent Trader

Wydanie 10/2015

## W dzisiejszym wydaniu:

- 1. Czy reset długów zaczął się 4 tygodnie temu?** **Str. 2-7**

Od 2008 roku w skup obligacji rządowych zaangażowane były banki centralne, w efekcie czego ich rentowność nieustannie spadała. Od lutego bieżącego roku rentowność obligacji rośnie w zawrotnym tempie. Czy jesteśmy świadkami rozpoczęcia resetu długu?
- 2. Czy warto inwestować poprzez fundusze inwestycyjne?** **Str. 8-11**

Wiele osób skłania się do inwestowania poprzez różnego rodzaju fundusze inwestycyjne. Pytanie czy warto korzystać z niepotrzebnych pośredników? Ostatecznie możemy zmaksymalizować swoje zyski poprzez samodzielny zakup akcji czy obligacji.
- 3. Deutsche Bank na progu bankructwa.** **Str. 12-14**

Informacje, które napływają przez ostatni rok z niemieckiego banku nie napawają optymizmem. Kłopoty Deutsche Banku mogą przeistoczyć się w kłopoty całego sektora finansowego.
- 4. Panika na chińskiej giełdzie.** **Str. 15-17**

Jeszcze miesiąc temu większość chińskich inwestorów uważało, że ceny akcji mogą rosnąć w nieskończoność. Niestety inwestorzy boleśnie się przekonali o swojej pomyłce tydzień temu.

## Czy reset długów zaczął się 4 miesiące temu?

Obligacje rządowe przez lata były synonimem bezpieczeństwa. Gdy rząd potrzebował gotówki emitował kwity dłużne, które chętnie skupowały fundusze emerytalne czy zwykli inwestorzy, dla których zabezpieczenie kapitału było ważniejsze od wysokich zysków.

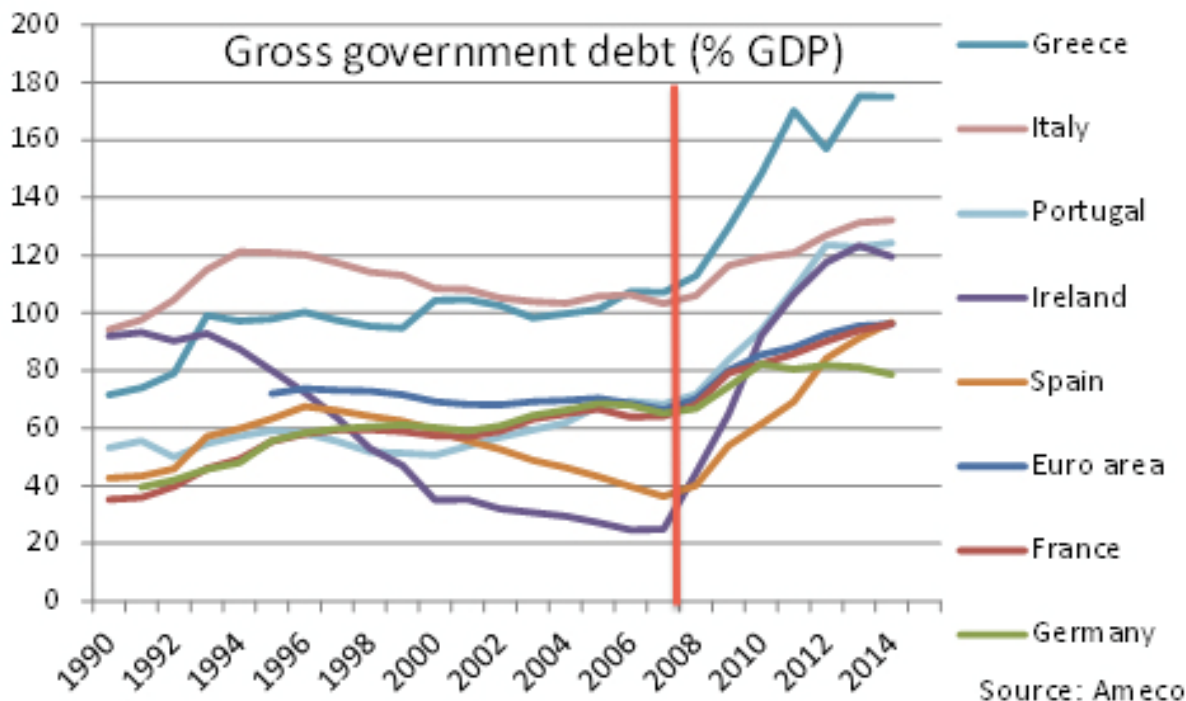
Przez lata obligacje rządowe były odwrotnie skorelowane z rynkami akcji. Gdy gospodarka była w fazie rozkwitu kapitał przemieszczał się do bardziej ryzykownych akcji. Firmy generowały wyższe zyski, ceny akcji rosły, co zawsze działało jak magnes na inwestorów. Ostatecznie akcje stawały się drogie, inwestorzy ewakuowali się do bezpiecznych obligacji, co z kolei inicjowało krach na rynkach akcji i hossę w obligacjach.

Generalnie, gdy rosły ceny akcji, to spadały ceny obligacji i odwrotnie. W 2008 roku wszystko się zmieniło. Banki centralne aby ratować system, którego są nieodłączną częścią zaczęły zwiększać podaż waluty jak szalone. Niektórzy twierdzą, iż mamy wojny walutowe, podczas których jeden kraj stara się osłabić walutę silniej niż konkurenci, dzięki czemu zdobywa przewagę eksportową. Ja jednak uważam, że dodruk jest procesem skoordynowanym na poziomie banków centralnych, a jego głównym celem jest wykreowanie sztucznego popytu na dług zbankrutowanych krajów, dzięki czemu udaje się odwlec upadek obecnego systemu monetarnego.

Rok 2008 obnażył ogromny problem współczesnego systemu, czyli nadmierne zadłużenie na poziomie rządowym, korporacyjnym oraz osobistym. Jedynym rozsądnym wyjściem z sytuacji było przeprowadzenie częściowego bankructwa. Inwestorzy, którzy bezmyślnie kupowali dług bankrutów ponieśliby druzgocące straty. Wiele firm całkiem zniknęłoby z rynku, podobnie jak Lehman Brothers, a ich miejsce zajęłyby firmy zarządzane dużo ostrożniej.

Z drugiej strony, dług wielu krajów zostałby zredukowany do poziomów, przy których gospodarka zaczęłaby się ponownie rozwijać a pozostała część długu mogłaby być uczciwie spłacona.

Konieczne rozwiązania niestety nie są popularne. Aby rozwiązać problem długu pozwolono zadłużonym krajom zadłużyć się jeszcze bardziej. Aby stworzyć wrażenie, że dług nie jest już dłużej problemem obniżono stopy procentowe w zasadzie do zera. Jednocześnie banki centralne „dodrukowały” ogromne ilości walut, za które skupowały dług rządowy.



Banki centralne, które dawniej miały pilnować stabilizacji systemu monetarnego, przeistoczyły się w ostatecznych kupców długu rządowego, przy okazji utrzymując zerowe stopy procentowe. W takim otoczeniu nie należy się dziwić, że rządzący ani myślą o prawdziwych reformach rozwiązujących problem permanentnych deficytów i rosnącego zadłużenia.

Prawdziwym majstersztykiem okazało się jednak przekonanie inwestorów, że banki centralne będą dbać o to, by oprocentowanie długu rządowego nigdy nie wzrosło. Inwestorzy uwierzyli, że interwencje są na tyle skuteczne, że kupno obligacji rządowych jest pozbawione ryzyka.

Inwestorzy kupowali obligacje nie tyle po to by po roku zainkasować 2 - 3% odsetek, lecz aby odsprzedać je po wyższej cenie. Ostatecznie, jeżeli spada rentowność obligacji, ich cena rośnie. Tradycyjne inwestowanie w bezpieczne obligacje dla kilku procent odsetek przeistoczyło się w czystą spekulację, w której główną siłą napędową były oczekiwania co do dalszej efektywności banków centralnych.

Eldorado skończyło się w lutym tego roku. Rentowność 10-letnich obligacji zbankrutowanej Hiszpanii spadła do 1,1% rocznie. Aby uzmysłowić sobie o czym mówimy zastanówmy się czy pożyczylibyśmy bankrutowi nasz kapitał tylko po to aby w perspektywie 10 kolejnych lat zarobić łącznie 12 % odsetek? Rentowność długu Niemiec spadła do 0,1% rocznie. Szwajcarzy kazali sobie wręcz płacić za możliwość ulokowania kapitału w rządowych obligacjach.

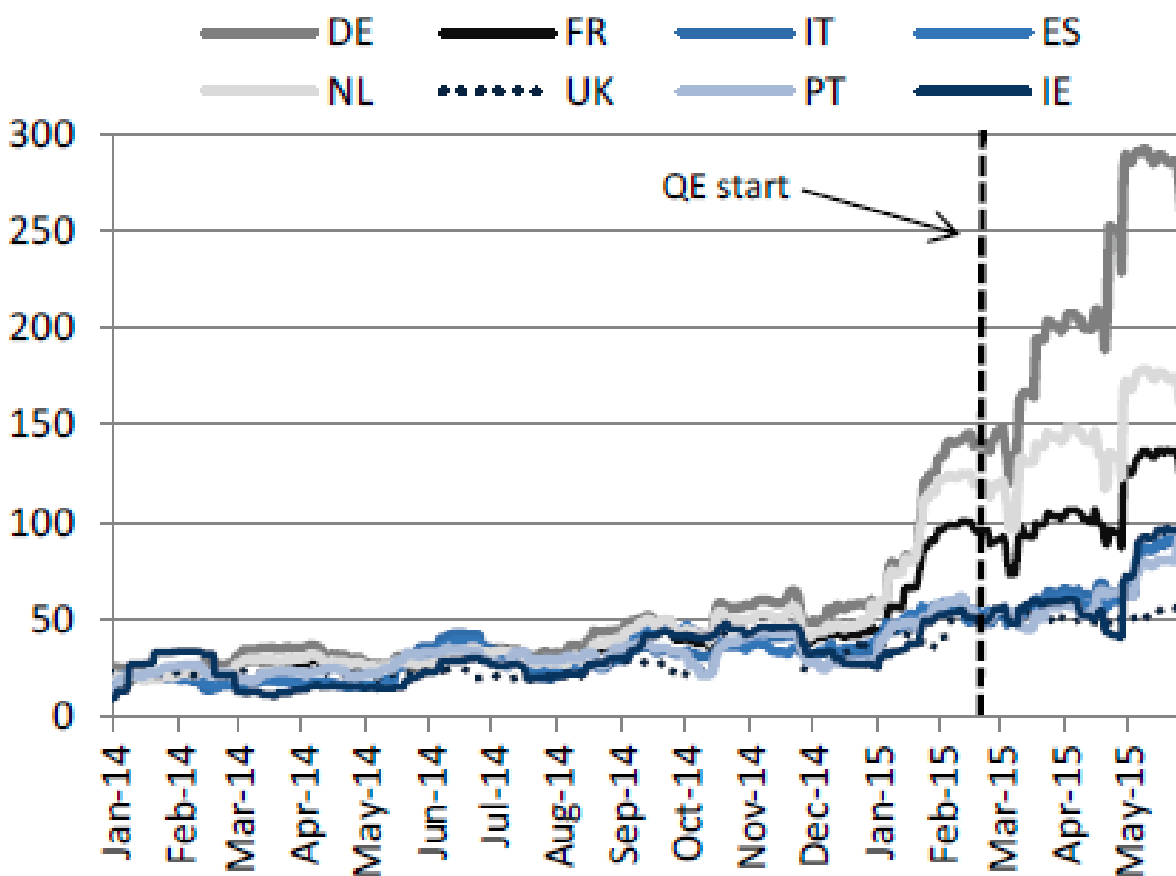
Doszliśmy do sytuacji, w której obligacje przestały płacić cokolwiek. Potencjał do dalszego spadku rentowności, a tym samym wzrostu ceny się wyczerpał. Banki centralne desperacko próbowały nas przekonać, że wejdziemy w erę negatywnych stóp procentowych, ale było to działanie skazane na porażkę.

Jaki jest sens trzymać kapitał w obligacjach, które nie dość, że nic nie płacą (negatywne oprocentowanie), ale dodatkowo narażamy się na bankructwo emitenta? Dużo bezpieczniej było by po prostu przetrzymać kapitał w gotówce.

Luty 2015 roku w mojej ocenie, był punktem zwrotnym. Od tego czasu kapitał systematycznie ucieka z napompowanego do granic możliwości rynku obligacji. Rentowność długu w całej Europie rośnie w zastraszającym tempie i to mimo podatkowego popytu w wysokości 60 mld euro jaki generuje Europejski Bank Centralny. Na wykresie poniżej widzicie co się dzieje z rentownością obligacji.

## Sovereign Bonds: 30-Day Volatility

### 10-year yields



Source: Bloomberg

Last observation: 28 May, 2015

Rentowność niemieckich obligacji wzrosła w ciągu 4 miesięcy dziesięciokrotnie z 0,1% do 0,85% obecnie. Japonii z 0,2% do 0,5% obecnie. Francji z 0,35% do 1,2%, Hiszpanii z 1,2% do 2,2%. Jak na tak krótki okres możemy wprost powiedzieć, że nastąpił prawdziwy krach na rynku długu.

Generalnie w całym zachodnim, zbankrutowanym świecie następuje ogromna ucieczka kapitału z rynku obligacji. Nawet w USA, gdzie w efekcie zmian legislacyjnych płynie ogromny kapitał z Japonii rentowność obligacji wzrosła z 1,65% do 2,4% w ciągu zaledwie 4 miesięcy.

Dla inwestorów w „bezpieczne obligacje” ostatni kwartał przyniósł już 10% stratę a na tym nie koniec. Nadal jesteśmy na poziomach, przy których dług rządowy jest ogromnie przeszacowany. Jeszcze 3 lata temu rentowność długu Włoch, Portugalii czy Hiszpanii oscylowała na poziomach 5-6%. Dziś jesteśmy 70% niżej. Potencjał do wzrostu rentowności, a tym samym do dalszego spadku ceny jest ogromny i doskonale zdają sobie z tego sprawę zarządzający największymi funduszami inwestycyjnymi.

### **Prawdziwe źródło problemów.**

Rosnąca rentowność obligacji na całym świecie to nie tylko rosnący koszt obsługi zadłużenia. Ten problem jest istotny, ale najważniejsza sprawa jest często pomijana.

Obligacje rządowe stanowią dziś większość zabezpieczenia na rynkach derywatów, czyli instrumentów pochodnych. Szacunkowa wartość wszystkich derywatów różni się w zależności od tego kto publikuje dane. Najbardziej konserwatywne szacunki podaje Bank Rozrachunków Międzynarodowych (BIS), wg których globalna wartość rynku derywatów wynosi 630 bln USD. Jest to mniej więcej tyle, co 8-letni globalny PKB.

Jeszcze raz to powtórzę. Wartość wszystkich derywatów, wg najbardziej ostrożnych szacunków, odpowiada wartości wszystkich dóbr i usług wytworzonych na świecie w przeciągu 8 lat! Głównym problemem jest to, że większość kontraktów jest silnie zalewarowana, a zabezpieczenie stanowią obligacje rządowe, których wartość zaczyna topnieć.

Jeżeli ceny obligacji dalej będą spadać, to w systemie bankowym szybko może dojść do utraty wzajemnego zaufania i powtórki z 2008 roku, ale na nieporównywalnie większą skalę. Tym razem nie zbankrutuje jeden bank, lecz co najmniej kilka większych instytucji finansowych. Sam Deutsche Bank ma ekspozycję na derywaty porównywalną z globalnym PKB. Część banków zapewne wyratuje się pieniędzmi klientów, na co pozwalają zmiany w ustawodawstwie określane jako Bail-in.

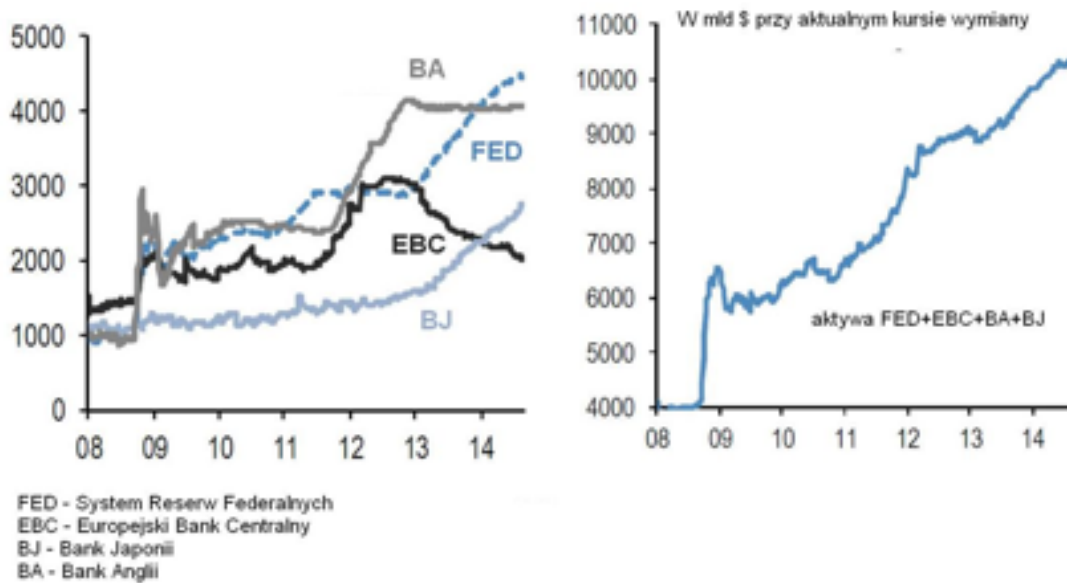
Wielu inwestorów zdaje sobie sprawę z powagi sytuacji. Wyceny długu rządowego, jak i akcji są na ekstremalnie wysokich poziomach. Najdłuższa od 80 lat hossa na obu rynkach utrzymuje się wyłącznie dzięki interwencjom banków centralnych oraz historycznie niskim stopom procentowym.

W przeszłości zarówno zwiększenie podaży waluty, jak i obniżka stóp procentowych były narzędziami stosowanymi wyłącznie krótkoterminowo aby złagodzić przebieg bessy. Dziś banki centralne praktycznie wykorzystają wszystkie możliwości działania.

Od ostatniego krachu cztery największe banki centralne zwiększyły bazę monetarną z 4 do 11 bln USD obecnie.

## BILANS BANKÓW CENTRALNYCH

Wszystkie aktywa w mld \$ dla FEDu, w mld € dla EBC, w 100 mld ¥ dla BJ i 100 mln £ dla BA.



W sytuacji, w której już mamy zerowe stopy procentowe, a próby wprowadzenia stóp negatywnych okazały się porażką, jedyne co zostaje bankom centralnym to dalszy dodruk waluty. Za nowo kreowane dolary, euro czy jeny banki centralne będą zapewne próbowały skupować dług aby spowalniać wzrost jego rentowności.

Problemem jest natomiast skala długu. Cztery największe banki centralne świata dodrukowały 7 bln USD w ciągu 7 lat. Skumulowana wartość długu USA, strefy euro, Wielkiej Brytanii oraz Japonii wynosi ok 42 bln USD. Mowa wyłącznie o długu rządowym. Banki centralne nie mają już wystarczających możliwości aby wykreować wystarczający popyt a przy okazji nie zniszczyć doszczętnie wartości pieniądza.

W mojej ocenie obecna sytuacja jest podbramkowa. Być może na przestrzeni kilku miesięcy usłyszymy, iż ostatecznym kupcem długu zostanie zreformowany MFW i przy pomocy nowo kreowanych SDR'ów część długu denominowanego w lokalnych walutach zostanie przeniesiona do bilansów funduszu tylko po to, by znowu kupić trochę czasu i przekonać społeczeństwo, że wszystko jest w porządku.

Czy tego typu rozwiązania mogą odwlec krach i reset długów? Nie jestem do końca przekonany. Z jednej strony mamy banki centralne. Z drugiej siły rynkowe, które ostatecznie zawsze zwyciężają. Pytanie czy tym razem uda się ponownie kupić trochę czasu i poprzez inflację pozbyć się części długu, czy może zmierzamy w kierunku kontrolowanego resetu długu ze wszystkimi tego bolesnymi, lecz koniecznymi konsekwencjami?

Wnioski, jakie samoczynnie się nasuwają, to omijanie długu rządowego z daleka. Aczkolwiek obecna sytuacja teoretycznie stwarza możliwości związane z

shortowaniem obligacji. Mamy ogromny potencjał do spadku ich ceny (wzrost rentowności lub bankructwo emitenta), zaś potencjał do wzrostu ceny (spadku rentowności) jest bardzo ograniczony.

Teoria teorii, ale na grze przeciwko bankom centralnym wielu straciło kapitał. Banki centralne oraz powiązane z nimi banki komercyjne już wielokrotnie dowodziły, że są w stanie manipulować rynkami oraz przekłamywać prawa podaży i popytu.

Czy i tym razem będzie podobnie? Być może, mimo ogromnego odpływu kapitału z rynku długu rentowność obligacji uda się utrzymać w ryzach przy pomocy derywatów. Może zastosowane zostaną inne narzędzia.

Generalnie jednak wiele czynników wskazuje na to, iż reset zaczął się w lutym a po wakacjach dostrzeżemy tego pierwsze konsekwencje. W takim otoczeniu bezpieczeństwo kapitału powinno absolutnie dominować nad krótkoterminowymi zyskami. Zapomnijcie o nowinkach odnośnie kolejnego bankructwa czy porozumienia w sprawie Grecji i zamiast tego skupcie się na rentowności obligacji krajów strefy euro, USA czy Japonii. Rynek długu może być najlepszym barometrem zmian w systemie.

*Trader21*

# Czy warto inwestować poprzez fundusze inwestycyjne?

W zeszłym miesiącu jeden z Czytelników przestał mi maila następującej treści:

*„Mimo ukończenia studiów ekonomicznych nie do końca rozumiem prawidła rządzące funduszami inwestycyjnymi. Myślę, że w podobnej sytuacji jest wiele osób ponieważ fundusze są (w założeniu) tą łatwiejszą drogą do inwestowania na giełdzie.*

*Czy mógłby Pan poświęcić tej tematyce inwestowania osobny artykuł i wytłumaczyć sposób ich działania?*

Mimo, iż tematykę funduszy omawiałem kilkakrotnie, to postanowiłem zrobić małe odświeżenie. Ostatecznie dla wielu osób inwestowanie ogranicza się do lokaty bankowej lub kupna jednostek funduszy inwestycyjnych.

Zamiast jednak pisać o tym, jak funkcjonują fundusze zaprezentuję Wam moje stanowisko, a konkretnie wyjaśnię, czemu nie inwestuję poprzez polskie fundusze.

## **1. Pozorny profesjonalizm.**

Szukając metod ulokowania naszych środków udajemy się do instytucji finansowej. Spotykamy się z „doradcą inwestycyjnym”. Celowo użyłem tego zwrotu, gdyż jest to powszechnie stosowana manipulacja.

Doradcą inwestycyjnym zostajemy po zdaniu kilkustopniowego egzaminu, po którym uzyskujemy prawa zarządzania pieniędzmi naszych klientów. Myślę, że nie przesadzę jeżeli powiem, że 98 % wszystkich „doradców inwestycyjnych” jest wyłącznie świetnie wyszkolonymi sprzedawcami produktów finansowych.

Po krótkim spotkaniu wydaje nam się, że ten elokwentny Pan zarobi dla nas majątek. Ostatecznie wygląda uczciwie, prezentuje bardzo zaawansowane wykresy i posługuje się terminologią znaną tylko nielicznym. Gdyby rzeczywiście było tak, jak nam się wydaje, to czy ów sprzedawca chodziłby codziennie na 8 godzin do nudnej pracy, czy raczej sam zajmowałby się swoimi finansami zarabiając w tym czasie miliony?

## **2. Konflikt interesów.**

Na funduszach inwestycyjnych czy innych produktach finansowych mają zarabiać ich założyciele oraz kadra zarządzająca. Im większy kapitał uda się zgromadzić, tym wyższe zyski. Fundusz ma się zatem dobrze sprzedawać.

Aby znaleźć chętnych do zakupu jednostek założyciele oferują prowizje różnym pośrednikom. Problemem na jaki często napotyka osoba szukająca porady jest konflikt interesów. Pośrednicy bardzo często oferują nie tyle produkty tanie i dostosowane do potrzeb klientów, lecz produkty, od których sprzedaży otrzymają najwyższe prowizje.



### 3. Wysokie koszty utrzymania funduszy.

W Polsce większość funduszy jest bardzo droga. Złota era funduszy inkasujących 6-7% prowizji z tytułu zarządzania już się skończyła. Niemniej fundusze w naszym regionie (Europa Wsch.) nadal są bardzo drogie w utrzymaniu. Średnia opłata z tytułu zarządzania funduszy akcji wynosi 3,5 - 4% oraz 1,5 - 2% dla funduszy obligacji.

Zazwyczaj musimy także zapłacić prowizję z tytułu zakupu jednostek wynoszącą średnio 2,34%. Jeżeli nie specjalnie chciało nam się przeczytać dokładnie prospekt funduszu, to może się okazać, że hipotetyczne zyski zostaną dodatkowo uszczuplone o kolejne 20% prowizji, tym razem od zysków.

Generalnie w Polsce czy Europie Wschodniej trudno jest znaleźć produkty tanie w utrzymaniu a przez to bardziej efektywne.

### 4. Wyniki funduszy vs średnia dla rynku.

Nie jest żadną tajemnicą, że 70% - 80% wszystkich aktywnie zarządzanych funduszy wypada gorzej niż rynek.

Poniżej zamieszczam wyniki analizy z końca ubiegłego roku obejmującej 115 funduszy na przestrzeni 3 lat.

Rodzaj Funduszu	Analizowane fundusze	Średni zysk (3 lata)	Punkt odniesienia	Wynik indeksu	Różnica
Fundusze akcji (uniwersalne)	57	13,7%	Wig20(50%), Wig40(35%), Wig80(15%)	34,2%	-20,5%
Fundusze akcyjne (małe i średnie spółki)	24	28,7%	Wig40 (50%), Wig80 (50%)	49,4%	-20,7%
Fundusze akcji USA	2	28,2%	S&P 500	61,2%	-33,0%
Fundusze polskich obligacji	32	9,8%	Oblacje skarbowe( 60%), komercyjne (40%)	15,9%	-6,1%

Na przestrzeni 3 lat fundusze akcji wypadły średnio o 22% gorzej od rynku. Dla obligacji generujących dużo niższe zwroty, fundusze wypadły gorzej o 6%.

#### Przyczyn takiego stanu jest wiele:

- a) wysokie koszty zarządzania,
- b) dodatkowe ukryte koszty ([przykłady znajdziecie w innym moim artykule](#)),
- c) koszty transakcyjne – doradcy inwestycyjni muszą czasami wbrew zdrowemu rozsądkowi rekomendować transakcje aby potwierdzić, iż są niezbędni,
- d) wymuszone transakcje – jeżeli dana akcja czy obligacja tymczasowo stanie się aktywem ocenionym jako zbyt ryzykowna fundusz musi się jej pozbyć by działać zgodnie z określonym statusem.

## 5. Zarządzający funduszami myślą się tak, jak każdy z nas.

Powierając nasze środki specjalistom uważamy, że będą oni zarządzać naszymi środkami lepiej niż my sami.

**a)** portfel Lucy – przed laty przeprowadzono pewne badania. Szympanica imieniem Lucy losowo wybierała akcja do fikcyjnego portfela inwestycyjnego. Po latach porównano wyniki z portfelami zarządzanymi przez specjalistów. Okazało się, że wyniki portfela „zarządzanego” przez szympana nie odbiegały od wyników funduszy zarządzanych przez specjalistów.

**b)** każda transakcja ma 2 strony – kupującego oraz sprzedającego. Jeżeli jeden doradca inwestycyjny rekomenduje sprzedaż akcji firmy X, to aby transakcja została zrealizowana musi pojawić się chętny na ich zakup. Być może inny specjalista dostrzegł wartość w akcjach, których zamierza pozbyć się nasz fundusz. Ktoś zatem się myli. Nasz doradca czy doradca pracujący dla innego funduszu?

## 6. Co zatem może zrobić przeciętny inwestor?

**a)** Ochrona kapitału przede wszystkim!

Obecna hossa na rynkach akcji jest najdłuższą hossą od 80 lat. Nic nie trwa wiecznie. Wysokie ceny akcji są niewspółmierne do kiepskich wyników gospodarki. Zakup akcji czy funduszy akcyjnych jest dziś obarczony bardzo dużym ryzykiem utraty sporej części kapitału.

**b)** Jeżeli po okresie kolejnej bessy, która zazwyczaj trwa 18-24 miesiące będziemy chcieli dokonać większych zakupów akcji zdecydowanie lepiej jest podzielić nasz kapitał na mniejsze części i kupić akcje bezpośrednio na GPW, zamiast przekazywać większość przyszłych zysków funduszom inwestycyjnym. Weźcie sobie do serca twarde dane, w ciągu ostatnich 3 lat, 57 funduszy akcyjnych wypracowało uśredniony zwrot 13,7%, podczas gdy ceny akcji wzrosły w tym czasie o 34%. Więcej niż połowa zysków została przejedzona przez opłaty i koszty funduszy inwestycyjnych.

W tym miejscu powinienem Was poinstruować ile spółek powinniśmy wybrać do naszego portfela oraz jakimi kryteriami należałoby się kierować. Sytuacja na rynkach zmienia się dynamicznie. To co dziś ma sens, w perspektywie 24 miesięcy może nie być najlepszym rozwiązaniem. Z mojej strony mogę Wam obiecać, że jeżeli za jakiś czas przy okazji niskich wycen będę odbudowywał pozycję na rynkach akcji na pewno podzielę się z Wami moimi spostrzeżeniami.

### c) Tanie ETF'y.

Dużo lepszym rozwiązaniem od aktywnie zarządzanych funduszy jest kupno taniego funduszu typu ETF, którego jedynym zadaniem jest zakup akcji dających nam ekspozycję na dany sektor czy region geograficzny. Żadnego ścigania się z rynkiem, żadnego zakupu akcji modnych. Fundusz kupuje po prostu cały wachlarz akcji w proporcjach zależnych od wielkości spółki i nic więcej. Zamiast płacić 3-4% za zarządzanie płacimy 0,5% rocznej opłaty, a przy okazji wyniki funduszy tego typu są o niebo lepsze. Na polskim rynku niestety tanich ETF'ów jest jak na lekarstwo ale na przestrzeni 2-3 lat sytuacja powinna ulec poprawie.

Ostatecznie nie kto inny jak guru akcji - Warren Buffet stwierdził, że gdyby miał zamrozić cały swój kapitał na 100 lat wybrałby do tego tani w utrzymaniu fundusz typu ETF. Skoro i tak 70-80% funduszy aktywnie zarządzanych wypada gorzej niż rynek, to jaki jest sens ścigać się z rynkiem? Czy nie lepiej go po prostu naśladować?

### **Podsumowanie.**

Inwestowanie czy to w akcje, czy obligacje poprzez aktywne fundusze inwestycyjne mija się z celem. Nie dość, że ponosimy wysokie opłaty z tytułu zakupu jednostek oraz zarządzania, to z ogromnym prawdopodobieństwem nabędziemy fundusz, który i tak przyniesie nam zwroty gorsze, niż gdybyśmy kupili akcje bezpośrednio na giełdzie dzieląc rozsądnie nasz kapitał.

W stosunku do akcji zalecałbym wielką ostrożność. Nawet jeżeli nasz portfel składa się z dużych bezpiecznych firm płacących 2-3% dywidendę, to odpływ kapitału z rynku akcji obniży wyceny wszystkich spółek. Ostatnia bessa z lat 2007-2009 obniżyła wyceny akcji na GPW o 67%. Co nam przyjdzie po symbolicznej dywidendzie, jeżeli wartość naszych akcji spadnie w tym samym czasie o 40% czy więcej?

Równie ostrożny byłbym w stosunku do długoterminowych obligacji, których wartość zostanie zmasakrowana w nadchodzącym kryzysie. Myślę, że dobrym przykładem tego, co może stać się z obligacjami rządowymi są książeczki mieszkaniowe z lat 80-tych, których wartość po „reformach” spadła do kilku procent wartości wpłaconych środków.

*Trader21*

## Deutsche Bank na progu bankructwa.

Dwa lata temu dosyć głośno w mediach zrobiło się w związku z problemami Deutsche Banku. Od tego czasu bank spieniżył pokaźną część aktywów, zwolnił kilka tysięcy pracowników i o kłopotach na chwile zapomniano. Problemy banku jednak nie zniknęły.

Deutsche Bank jest obecnie drugim największym bankiem inwestycyjnym na świecie. Łączne aktywa banku wynoszą 2 bln euro, a kwota depozytów przekracza 570 mld euro. Dla porównania, największy polski bank PKO BP jest jakieś 25 razy mniejszy.

Prawdziwym problemem Deutsche Banku jest jego zaangażowanie na rynku derywatów, czyli instrumentów pochodnych wynoszące obecnie 55 bln euro. Jest to mniej więcej dwudziestokrotność PKB Niemiec. Około 70 % wszystkich derywatów opiewa na stopy procentowe, a ich główne zabezpieczenie stanowią obligacje rządowe.

Na przestrzeni ostatnich 2 lat problemy banku z ogromną pulą derywatów (minimalnie większą ma tylko JP Morgan) były łagodzone przez rosnące ceny obligacji stanowiące trzon zabezpieczenia. W lutym tego roku dług rządowy osiągnął maksymalne ceny (rentowność bliska zeru), po czym wyceny obligacji zaczęły spadać. Wraz z nimi spada wartość zabezpieczeń utrzymujących całą piramidę derywatów.

### **Prześledźmy teraz co się działo w DB na przestrzeni ostatniego roku:**

- Kwiecień 2014 – Deutsche Bank zostaje zmuszony przez organy nadzoru do podniesienia kapitału o 1,5 mld euro.
- Maj 2014 – bank sprzedaje aktywa warte 8 mld euro z 30% zniżką, byleby szybko pozyskać kapitał. Problemy z płynnością zaczynają być poważne. Straty + brak płynności = bankructwo.
- Marzec 2015 – bank nie przechodzi stres testów. Podobne testy przeszła nawet belgijska DEXIA, która w ciągu kilku kolejnych dni ogłosiła bankructwo.
- Kwiecień 2015 – bank musi zapłacić 2,5 mld kar nałożonych za manipulacje na rynkach w USA oraz Wielkiej Brytanii (to tak na marginesie odnośnie teorii spiskowych nt. manipulacji rynkami).
- Maj 2015 – uprawnienia jednego z dwóch Prezesów Zarządu Anshu Jain'a zostały rozszerzone do niespotykanych poziomów, co zdarza się wyłącznie w przypadku bardzo poważnych kryzysów.
- 5 czerwca 2015 – Grecja nie spłaca transzy kredytu do MFW, co ma poważne konsekwencje także dla Deutsche Banku.

- 6 czerwca 2015 (dzień później) – dwóch Prezesów Zarządu Jain oraz Fitshen składają rezygnacje. Jest to ewidentna ewakuacja z tonącego okrętu. Ostatecznie Jain godzi się odejść z końcem czerwca, podczas gdy Fitshen pozostanie do maja przyszłego roku.

- 9 czerwca – agencja ratingowa S&P obniża rating banku do BBB+ (niżej niż Lehman w momencie bankructwa i tylko 3 oczka wyżej od ratingu śmieciowego).

### **Czy Deutsche Bank będzie rzeczywiście kolejnym Lehmanem?**

Tego nikt nie wie, ale ryzyko jest ogromne. DB zatrudnia prawie 100 tys. osób. Wartość derywatów posiadanych przez bank przekracza globalny PKB.

Co gorsza, wartość głównego zabezpieczenia stanowią obligacje, których wartość topnieje z dnia na dzień. Ceny obligacji największych krajów straciły 10-12% i to zaledwie w ciągu 3 miesięcy. Przez lata rynek stóp procentowych był skutecznie manipulowany przy pomocy derywatów, ale wydaje się, że siły rynkowe zaczynają ostatecznie przeważać.

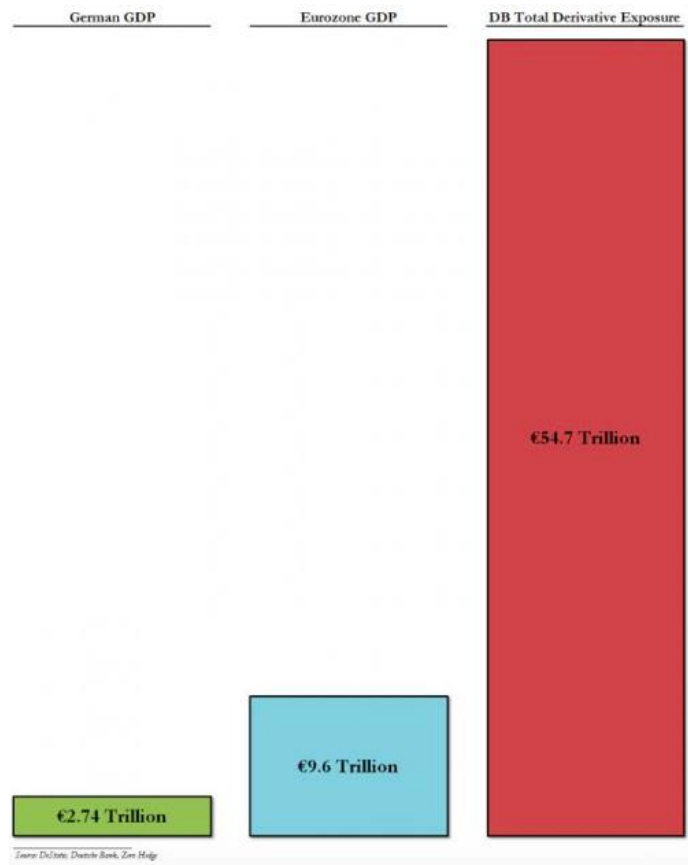
Rynek obligacji jest na tyle duży, że nie ma absolutnie możliwości aby wszyscy byli się w stanie z niego ewakuować nie wywołując jednocześnie krachu. Obecna sytuacja trochę przypomina zabawę w kto pierwszy ten lepszy. Na rynku zwyczajnie brakuje płynności (popytu), a przy takiej skali banki centralne absolutnie nie są w stanie jej zapewnić.

Ostatecznie musimy pamiętać, iż poważne zawirowania na rynkach finansowych odbywają się w odstępach mniej więcej 7 lat. Mieliśmy krach 1987 tzw. czarny poniedziałek. Następnie „Masakrę na obligacjach” z 1994. O pęknięciu bańki na Nasdaq'u w roku 2000 pamiętają raczej wszyscy, podobnie jak upadek Lehman Brothers, który prawie doprowadził do upadku całego systemu monetarnego.

Problem Deutsche Banku jest poważny z wielu powodów. Bank jest nieporównywalnie większy niż Lehman Brothers, więc skala rażenia również jest nieporównywalnie większa. Obecnie globalny sektor finansowy przypomina system naczyń połączonych, a współzależności są niezwykle silne.

Problemy jednego banku natychmiast przekładają się nie tylko na inne banki, ale i na całe kraje. Co więcej, same banki centralne wykorzystały już większość możliwości łagodzenia kryzysów finansowych. W przeszłości, gdy tylko zaczynały się problemy, banki centralne natychmiast wpompowywały w rynek środki płańnicze oraz obniżały stopy procentowe.

Ratowanie instytucji finansowych rozpoczęte w 2008 tak naprawdę nigdy się nie skończyło, w efekcie czego banki centralne niespecjalnie mają już możliwości ratowania sytuacji. Na koniec zamieszczam porównanie wielkości PKB Niemiec, strefy euro oraz ekspozycji Deutsche Banku na rynek derywatów. Dane dają do myślenia.



Trader21

## Panika na chińskiej giełdzie.

Przez ostatni tydzień świat ekscytuje się krachem na giełdzie w Chinach. Zamiast jednak podkreślać skalę przeceny, przedstawię Wam co generalnie działo się z chińską giełdą na przestrzeni ostatnich 2 lat. Jest to bowiem książkowy przykład zachowania inwestorów. Przeszliśmy w nim od długiego okresu tanich akcji, następnie burzliwego okresu wzrostu poprzez typową manię spekulacyjną. Obecnie na rynku zaczęła się ostatnia faza, czyli panika.

Giełda chińska przez ostatnie kilka lat była tania na tle konkurentów. W Europie, USA czy na wielu rynkach wschodzących wyceny akcji biły rekordy, do czego przysłużył się dodruk oraz zerowe stopy procentowe. Przed wzrostem cen broniły się tylko dwie giełdy: Szanghaj oraz Moskwa.

Na obu rynkach wyceny akcji w relacji czy to do wartości księgowej, czy do zysków kompanii były na poziomach niższych niż w Polsce w marcu 2009 roku (dno bessy). Inwestowanie w akcje nie interesowało nikogo poza wąskim gronem osób, które potrafiły dostrzec okazję. Sam przyznam się, że mimo iż wiedziałem, że wyceny akcji chińskich są na niskich poziomach, to nie zdecydowałem się w nie zainwestować obawiając się konsekwencji pęknięcia bańki na rynku nieruchomości.

W każdym razie, akcje na bardzo atrakcyjnych poziomach utrzymywały się przez ponad 3 lata. Wystarczająco długi okres aby zająć w nich pozycję i cierpliwie poczekać. Sytuacja zaczęła się zmieniać na początku 2014 roku, kiedy to ceny zaczęły rosnąć nadrabiając zaległości względem innych giełd. Nie było w tym nic dziwnego. Wielu globalnych inwestorów zdając sobie sprawę z wysokich wycen w USA czy Europie zaczęło przenosić kapitał na tańszy rynek chiński.

W 2014 roku akcje na giełdzie w Szanghaju wzrosły o 60%, co odbiło się szerokim echem wśród Chińczyków, z których większość nigdy nie miała nic wspólnego z giełdą. Nagle każdy zapragnął zostać wielkim inwestorem bogaczącym się wraz z cenami akcji rosnącymi w nieskończoność.



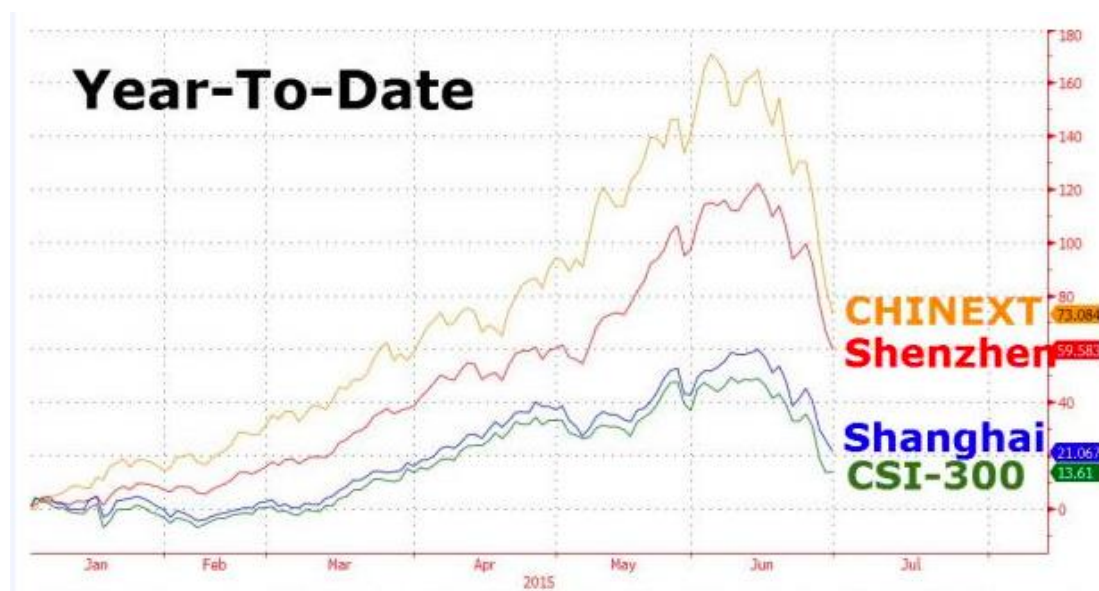
SOURCE: WWW.TRADINGECONOMICS.COM | SHANGHAI STOCK EXCHANGE

Pierwsza połowa roku 2015 to już typowe objawy dla manii spekulacyjnej. Chińczycy masowo zaczęli otwierać konta brokerskie. W marcu uruchomiono ponad 4 mln nowych kont osobistych. Prawdziwe apogeum przyszło jednak w kwietniu. W ciągu zaledwie 1 tygodnia konta utworzyło 4,4 mln Chińczyków, po to, aby za ciężko zarobione pieniądze kupić ekstremalnie przewartościowane akcje.



źródło: zerohedge.com

Poniższy wykres doskonale obrazuje efekt jaki wywołał tzw. „dump money” rzucając się do zakupów akcji. O ile indeks największych spółek CSI-300 (największe spółki) wzrósł od początku roku o kolejne 60%, o tyle Chinext (odpowiednik amerykańskiego Nasdaq'a) poszybował o niebywale 170%. Wszystko w ciągu niecałych 6 miesięcy.



źródło: zerohedge.com



Ostatecznie w połowie czerwca rynki w Chinach osiągnęły swoje wieloletnie maksima. Uśredniony współczynnik cena/zysk dla Chinext' u przekroczył poziom 60.

Dla przypomnienia wskaźnik powyżej 20 oznacza bardzo drogie akcje.

Stan manii doskonale odwzorowywały także wyniki nowych emisji akcji, czyli IPO (Initial Public Offering). Gdy nowa firma zamierza pozyskać kapitał z rynku emituje akcje. Jednocześnie, aby znaleźć kupców cena akcji musi być na rozsądnym poziomie. W ostatnich miesiącach popyt na nowe akcje był tak duży, że średni wzrost ceny w ciągu miesiąca od upublicznia akcji wyniósł 260%. Kupujemy akcje nowonotowanej spółki, powiedzmy po 100 CNY, tylko po to aby po 30 dniach odsprzedać je po 360 CNY. To się nazywa zwrot z inwestycji!

Dług zaciągnięty na zakup akcji w relacji do kapitalizacji giełdy także osiągnął rekordowy poziom 4,2% bijąc na głowę giełdę w USA.

### **Bańka ostatecznie pękła.**

W ciągu kolejnych dwóch tygodni szeroki indeks akcji stracił 22% i jest to najbardziej gwałtowny spadek na przestrzeni 15 lat. Najbardziej napompowany indeks spółek technologicznych Chinex stracił w tym czasie aż 32%, a pole do spadków nadal pozostaje ogromne. Nagle uliczni inwestorzy zobaczyli, że ceny akcji niekoniecznie muszą poruszać się wyłącznie w jednym kierunku.

W opisywanym krachu nie ma absolutnie nic dziwnego. Jest czymś zupełnie normalnym, że tzw. smart money przenosi się z jednych rynków na inne. Im wyższe mamy ceny akcji, tym mniejszy potencjał pozostaje do ich dalszych wzrostów, a jednocześnie rośnie nam ryzyko korekty czy bessy. Globalny kapitał zazwyczaj w takiej sytuacji przenosi się na inne tańsze rynki, podczas, gdy lokalni inwestorzy zostają z akcjami kupionymi po bardzo zawyżonych cenach.

Sytuacja na Chinext bardzo przypomina Nasdaq z 2000 roku. Uliczni inwestorzy, którzy na fali kupili akcje na szczycie musieli czekać do 2015 roku aby nominalnie odrobić straty. Siła nabywczą dzisiejszych dolarów jest jednak zupełnie inna niż 15 lat temu.

Niech to, co się stało w ciągu ostatnich 2 tygodni na giełdzie w Chinach będzie małą lekcją dla osób, które chciałyby obecnie wrócić na rynek akcji rekompensując sobie stracony czas. Globalny rynek akcji jest w ostatniej fazie hossy, która przy okazji jest najdłuższa od 80 lat. Tanich akcji obecnie jest jak na lekarstwo. Poza rynkiem rosyjskim oraz spółkami zajmującymi się wydobywaniem złota i srebra w zasadzie wszystkie akcje są drogie. Udział akcji w moim portfelu spadł do bardzo wieloletnich minimów. Pamiętajmy, że typowa hossa jest 3-4 razy dłuższa niż bessa. Tym samym spadki cen akcji są dużo gwałtowniejsze od ich wzrostów. Czasami dużo lepiej jest stanąć z boku miesiąc za wcześniej niż dwa dni za późno.

*Trader21*

## Opinie czytelników.

Poniżej znajdziecie kilka ciekawych wpisów czytelników zamieszczonych pod artykułami na blogu. Mimo, iż nie zawsze zgadzam się z nimi to często wnoszą one wiele wartościowych informacji.

## Sposoby wyjścia z długu.

**Autor: Freeman**

Istnieje jeszcze jedna opcja dotycząca rozwiązania kwestii długu: Flash Crash.

W piątek obserwowałem rentowności obligów na kilku stronach. W pewnym momencie rentowności japońskich 10y wzrosły o 300% do poziomu 2%, a 2y wzrosły nawet o 1000%.

Pod koniec handlu poziomy rentowności zostały zredukowane do wielkości wyjściowych. Widać to na tym wykresie:

<http://de.investing.com/rates-bonds/japan-10-year-bond-yield>

Zastanawiam się co miało miejsce na japońskim rynku długu. Gdyby wzrost o 300% pozostał na zamknięciu nie byłoby to bez wpływu na rynek europejski w przyszłym tygodniu.

Martin Armstrong zapowiada crash na obligacjach w październiku tego roku. Obserwuje jego prognozy wg modelu energetycznego i muszę przyznać, że wiele z nich oddanych np. przed dwoma laty, się sprawdziło.

Krach na obligacjach wg Armstronga wywoła fale ucieczki kapitału z sektora państwowego ( obligacje rządowe ) do sektora prywatnego ( akcje ). Armstrong zapowiada fazę transformacji dla US - rynku akcji. Zapowiada dzikie wzrosty zupełnie oderwane od fundamentów. Kto będzie się kierował analiza fundamentalna ten nie zrozumie przyszłych wydarzeń.

To będzie zwyczajna zmiana alokacji kapitału z obligacji w akcje w USA.

Ma temu towarzyszyć silna aprecjacja dolara a w dalszej fazie 2016, 17-2020 silne wzrosty ceny PM

Co do prognozy dotyczącej załamania rynku długu odczuwam zgodność , co do reszty, zwyczajnie będę obserwował wydarzenia.

## Prognozy dotyczące rynku obligacji.

**Autor: Luk**

Moim zdaniem to jeszcze nie koniec rynku obligacji. Obligacje mają przed sobą 3 fale wzrostów (przynajmniej nominalnych) i sądzę, że tak właśnie będzie.

Na początku roku pisałem, że dolar będzie rósł od 3 do 6 miesięcy po czym zacznie spadać. Gdy FED zacznie znów drukować (o czym też zresztą już pisałem) dopompują rynek obligacji i dobiją dolara. Będą mogli, a wręcz musieli to robić by ratować siebie i euro. Dolar i Euro to dwie płyty tektoniczne. Oba nie mogą iść w jedną stronę, a równowaga jest potrzebna by utrzymać status quo. Wyjście Grecji ogromnie osłabi euro. Korporacje USA cały czas borykają się z słabszymi danymi z powodu silnego dolara. Będzie to kolejny powód by przeciwdziałać umocnieniu się dolara (przez dodruk), po tym jak euro zacznie nurkować przez Grecję.

Moim zdaniem przedwcześnie skreślamy obecny stan rzeczy. Banksterka już nieraz pokazała do czego może się posunąć by ratować swoje stołki. Po rozpoczęciu dodruku i ratowaniu systemu z pomocą ELA zacznie się w końcu to o czym piszemy już od tak długiego czasu. Ludzie stracą wiarę w walutę, przy rozpędzającej się depresji gospodarczej i ogólnoświatowym braku płynności.

## Czy reset długów ma sens?

**Autor: Bagracz**

Sam reset długów nic nie da. Bo przepływy kapitałowe są dość czytelnie niekorzystne dla kartelu. I kartel nie ma szans ich odwrócić bez dramatycznej zmiany sytuacji. Po samym resecie długów, szybko sytuacja wróciła by do punktu wyjścia. Dlatego wątpię by był planowany reset długów, bez czegoś, co zdołałoby odwrócić przepływy kapitałów. Lub spowodować, że niekorzystne przepływy nie miały by już znaczenia.

Takim rozwiązaniem byłoby przejęcie kontroli nad Rosją i Chinami, której najwyraźniej brakuje. To nie jest łatwe i tanie. Ale jeszcze trudniejsze i bardziej kosztowne, jest jej utrzymanie. Samo utrzymanie kontroli nad Europą będzie coraz bardziej kosztowne i coraz trudniejsze. Z prostego powodu. Sojusz z USA staje się dla krajów Europy toksyczny. I musi taki być, bo silna Europa to ostatnia rzecz jakiej chciało by USA i kartel.

TTIP ma w zamyśle zapewne utrwalić tą słabość i zależność. Próbką odwrócenia przepływu kapitałów na obszary kontrolowane przez kartel jest natomiast najpewniej TPP. Pozwoli m.in. pozyskać tanią siłę roboczą w obszarach kontrolowanych. Zachód musi zbiednieć. W sensie zarobków. I to mocno. Żeby nie karmić Chin. Dlatego występuje deflacja. Mniejsze zarobki. I jednocześnie inflacja na środkach do życia i kosztach stałych, większe wydatki czyli mniejsze zakupy innych dóbr = dodatkowy impuls deflacyjny.

Oba zjawiska można już obserwować. Spadek konsumpcji spowoduje kłopoty dla eksportu z Chin. I konieczność przestawienia się na konsumpcję wewnętrzną. Co wymusi podnoszenie płac. To również już obserwujemy.

To nie reset długów może uratować system, tylko odwrócenie przepływów kapitałowych. Ale nie uratuje. Bo koszty podtrzymywania go przy życiu skonsumują całe ewentualne, przyszłe nadwyżki. A jeszcze ważniejsze jest to, że system ten staje się coraz bardziej niestabilny, wskutek blokowania mechanizmów samoregulacji.

## **Trudny rynek derywatów.**

**Autor: gruby**

Trader21 w artykule stwierdził:

"W lutym tego roku dług rządowy osiągnął maksymalne ceny (rentowność bliska zeru), po czym wyceny obligacji zaczęły spadać. Wraz z nimi spada wartość zabezpieczeń utrzymujących całą piramidę derywatów."

Wycena wartości derywatów nie podlega żadnym standardom. Oznacza to, że każdy bank wycenia je inaczej i na własny sposób. Z tego powodu doszło już raz do zapaści na rynku pożyczek międzybankowych w 2008 roku: żaden bank nie wiedział jakie derywaty (o jakiej realnej wartości) mają inne banki we własnych portfelach. Banki przestały pożyczać sobie wzajemnie pieniądze a sytuację ratować musiał EBC. Oczywiście politycy nie zdążyli wyciągnąć z tej lekcji żadnej nauki, bo lobbyści szybko wybili im z głów regulację rynku derywatów.

Ten cały rynek derywatów to szacunki. Tak naprawdę nikt nie wie, ile jest on wart. A wartością nominalną nie ma się co przejmować, ona służy tylko do wyliczania premii pracownikom bankowych "trading floor" oraz ich przełożonych w zarządach TBTF. My dowiemy się o realnej wielkości rynku derywatów dopiero wtedy, kiedy TBTF przedstawi nam (to znaczy utrzymywanym przez nas państwom) rachunek do zapłacenia.

## **Jaka przyszłość czeka Deutsche Bank?**

**Autor: gruby**

Z okazji ratowania banku HypoRealEstate kilka lat temu kanclerz RFN Angela Merkel stwierdziła "podjęliśmy międzynarodowe zobowiązanie, że nie dopuścimy do upadku żadnego niemieckiego banku". Zdanie to pominięto wtedy milczeniem, nikt nie ośmielił się pociągnąć tematu w kierunku "kto ją do tego upoważnił", "komu ona to właściwie obiecała" oraz "ile jeszcze nie swoich w końcu pieniędzy gotowa jest na to wydać".

Jakiś czas później wraz ze swoim ministrem finansów kanclerz RFN publicznie stwierdziła, że "wkłady Niemców w bankach są bezpieczne".

Bez wspomnienia tych dwóch kluczowych wypowiedzi nie sposób przewidzieć jak zachowa się RFN w momencie upadku Deutsche Bank. Ponieważ teraz już wiemy, że rząd bundes republiki będzie bronił DB jak swego czasu Polacy Westerplatte. Wiadomo również, że poprzez zakładnika w postaci Deutsche Bank Draghi wraz z resztą rodziny zyskał potężny środek nacisku (normalni ludzie nazywają to szantażem) rządu RFN.

Z drugiej jednak strony upadek Deutsche Bank rozbroiłby w dużym stopniu globalną bombę derywatów: były zakłady, ale bukmacher padł, kwity są więc nieważne. I to jest być może prawdziwy powód, dla którego niemiecki Postbank z jego 11 milionami klientów jest na gwałt wyprowadzany ze struktur Deutsche Bank. Dosłownie w chwilę po tym, jak został przez DB wreszcie skonsumowany.

Zastosowanie procedury bail-in na 11 milionach biednych ciułaczy, bo taka jest struktura klientów Postbanku wywróciłoby ustrój RFN do góry nogami, a z życiorysu pewnego austriackiego kaprala wiemy doskonale, do czego zdolni są Niemcy jak się wkurzą na bankierów.

Może Jain i Fitchen odeszli bo dowiedzieli się, że bank przeznaczono do odstrzelenia?

Nie sądzę, żeby ktokolwiek dobrowolnie zgodził się mieć w życiorysie wpis typu "ostatni prezes zarządu w historii Deutsche Bank".

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.