

# INDEPENDENT TRADER NEWSLETTER



Niezależny Portal Finansowy  
**INDEPENDENT  
TRADER**

Wydanie 5 / 2016

## W dzisiejszym wydaniu:

**1**

**Na co zwracać uwagę pisząc testament?**

**Str. 2-3**

Sporządzając testament chcemy, by nasi bliscy otrzymali konkretne składniki naszego majątku. By tak się faktycznie stało, należy zwrócić uwagę na kilka istotnych szczegółów.

**2**

**Nieruchomość na wynajem czy inwestycja w REIT'y?**

**Str. 4-9**

Istnieje kilka sposobów inwestowania w nieruchomości. Możemy na przykład kupić mieszkanie i je wynajmować, bądź zakupić udziały w REIT. Które rozwiązanie będzie korzystniejsze?

**3**

**Surowce – aktywa kolejnej dekady.**

**Str. 10-15**

Ceny surowców są na historycznych minimach. Czy nadszedł już czas na zainwestowanie środków w tę grupę aktywów?

**4**

**Szałeństwa Europejskiego Banku Centralnego.**

**Str. 16-22**

Mario Draghi ogłosił szokujące zmiany w europejskiej polityce monetarnej. Niestety, nie wielu zdaje sobie sprawę z konsekwencji, jakie mogą one wywołać.

## Na co zwracać uwagę pisząc testament?

Poniżej prezentuję Wam ostatni artykuł gościnny przygotowany przez Polski Instytut Filantropii. Dzięki niemu dowiedziecie się, na jakie kwestie należy zwrócić uwagę podczas sporządzania testamentu. Warto mieć je na uwadze, ponieważ zignorowanie pozornie nieistotnych szczegółów może spowodować, że nasza ostatnia wola nie zostanie spełniona tak, jak sobie tego życzyliśmy.

Trader21

Choć na pozór napisanie testamentu jest czynnością łatwą i nie wymaga wiele zachodu, do jego sporządzenia warto się przygotować. Jeśli nie skorzystamy z możliwości wyrażenia ostatniej woli, nasza rodzina skazana będzie na zasady dziedziczenia ustawowego, które powodują, że na wszystkich składnikach majątku powstaje współwłasność.

Jeżeli planujemy sporządzić testament notarialny, przed wizytą u prawnika warto skontaktować się z kancelarią i dowiedzieć się, jak przygotować się do spotkania. Jeżeli nasza sytuacja rodzinna jest skomplikowana lub treść, którą planujemy zawrzeć w testamencie odbiega od standardów, warto umówić się na wstępną wizytę, w trakcie której prawnik pomoże nam rozstrzygnąć, jakie zapisy powinny znaleźć się w testamencie.

Możemy także skorzystać z pomocy doradcy sukcesyjnego, czyli eksperta, który razem z nami przeanalizuje stan naszego majątku oraz pomoże ustalić skutki, które spowodowałaby nasza śmierć. Doradca pomoże uporządkować wszystkie aspekty wynikłe z potencjalnej śmierci naszej lub naszych najbliższych, doradzi w jaki sposób sporządzić testament (w praktyce – kilka testamentów, dla każdego członka rodziny oddzielnie) oraz na co zwrócić uwagę przy układaniu planu sukcesji. Testamenty powinny obejmować różne scenariusze wydarzeń, np. w małżeństwie bierzemy pod uwagę możliwość śmierci każdego małżonków z osobna, albo jednoczesnej śmierci na skutek tego samego zdarzenia (np. wypadku samochodowego).

Powinniśmy się zastanowić co w ogóle wchodzi w skład spadku po nas. Spadek to także zobowiązania, czyli długi spadkowe. Bardzo często umowa kredytu wygasa w momencie śmierci kredytobiorcy i spadkobierca musi oddać jednorazowo całość środków. Pamiętajmy także, że jeśli pozostajemy w związku małżeńskim, w którym występuje majątek wspólny do spadku wchodzi tylko jego połowa. Jeśli we wspólnym majątku małżeńskim posiadamy dom i samochód (nie jest istotne, na którego z małżonków jest zarejestrowany!) – do spadku weszłaby połowa domu i samochodu. Ogranicza to możliwość dysponowania poszczególnymi składnikami majątku i rodzi konieczność sporządzenia dwóch testamentów – osobno przez każdego z małżonków.

Dobrze jest sporządzić listę tego, co posiadamy oraz tego, co jesteśmy dłużni, a następnie zastanowić się, co konkretnie ma się stać z tymi składnikami majątku.

Powinniśmy rozpisać, które składniki majątku przypadną której osobie w danej sytuacji, a notariusz lub doradca sukcesyjny pomoże dobrać właściwe rozwiązania prawne. Wskazując w testamencie małoletnie dzieci warto zwrócić uwagę na zasady dotyczące zarządzania majątkiem małoletniego dziecka, które odbywa się pod czujnym okiem sądu rodzinnego.

Nie powinniśmy także zapominać o prawie do zachowku. Jeśli do całości spadku powołamy np. jednego z trojga spadkobierców ustawowych (lub nie powołamy nikogo, ale jeszcze za życia przekazemy drogą darowizny cały majątek jednemu z naszych przyszłych spadkobierców), pozostałym spadkobiercom należy się zachówek. Jest to roszczenie pieniężne, z którym wystąpić może pominięty przy dziedziczeniu testamentowym lub darowiznach. Roszczenie nie jest małe, bo wynosi połowę wartości udziału spadkowego dla osoby pełnoletniej albo 2/3 dla osoby małoletniej. Jeśli nasz spadkobierca otrzymał od nas rzeczy o mniejszej wartości, niż wynosi wysokość zachowku – może ubiegać się o jego wyrównanie. Jeśli planujemy podzielić nasz majątek inaczej, niż wynikałoby to z proporcji wyznaczonych przez dziedziczenie ustawowe – warto porozmawiać o tym w rodzinie i opowiedzieć o powodach naszej decyzji.

Pamiętajmy, że sporządzając testament holograficzny nie możemy przekazać wybranych rzeczy konkretnym osobom. Nie możemy zatem zapisać córce mieszkania, synowi samochodu, a siostrze oszczędności, które trzymamy na koncie w banku. W testamencie własnoręcznym wszystkie wskazane osoby dziedziczą wspólnie wszystkie składniki majątku, zarówno mienie (np. własność mieszkania), jak i zobowiązania (np. kredyty i inne długi spadkowe). Jeśli więc wspomnimy o samochodzie, to stanie się on własnością wszystkich osób wskazanych w testamencie. To samo będzie z mieszkaniem, oszczędnościami czy obrazami. Możemy jedynie wskazać, w jakiej części dana osoba dziedziczy. Syna możemy zatem powołać do połowy spadku, a córkę oraz siostrę do 1/4 spadku.

Jeżeli planujemy w testamencie kogoś wydziedziczyć, czyli pozbawić nie tylko prawa do spadku, lecz przede wszystkim prawa do zachowku, bo tego właśnie dotyczy wydziedziczenie, pamiętajmy o podaniu przyczyny decyzji. Musi to być jeden z powodów wskazanych w kodeksie cywilnym. Należy pamiętać, że wydziedziczenie dziecka nie jest tożsame z wydziedziczeniem jego dzieci, czyli naszych wnuków.

Kiedy będziemy pewni, że nasza wola została wyrażona w testamencie, o fakcie jego napisania warto powiadomić spadkobierców. Jeśli jednak z jakiś powodów nie chcemy tego zrobić, albo obawiamy się, że najbliżsi nie zaakceptują treści dokumentu, można udać się do dowolnej kancelarii notarialnej i za darmo zarejestrować testament w Notarialnym Rejestrze Testamentów. Będziemy wówczas mieć pewność, że dopiero po naszej śmierci zostanie ujawniona treść testamentu. I to jedynie osobom, które będą do tego uprawnione.

*Ewelina Szeratics, Łukasz Martyniec*

## Nieruchomość na wynajem czy inwestycja w REIT'y?

Zakup mieszkania traktowany jest przez wielu jako bezpieczna inwestycja na niepewne czasy. Ostatecznie posiadamy pewne aktywo, którego cena zmienia się dużo wolniej niż ceny akcji. Po drugie, w długim terminie nieruchomości doskonale chronią nas przed inflacją. Od strony bezpieczeństwa inwestowanie w nieruchomości wydaje się bardzo sensownym rozwiązaniem.

Zupełnie inaczej wygląda sytuacja, jeżeli spojrzymy na nieruchomości pod kątem zwrotu z inwestycji. Wiele osób błędnie uważa, że kupno mieszkania na wynajem gwarantuje nam zysk. Jak by nie było co miesiąc otrzymujemy czynsz najemny i traktujemy go jako nasz dochód. Mało kto pokusi się o policzenie rzeczywistej rentowności z najmu.

Założmy, że mamy nieruchomość wartą 500.000 zł. Wynajmujemy ją za 2.200 zł miesięcznie, czyli 26,4 tys. rocznie. Dzieląc czynsz przez wartość nieruchomości, otrzymujemy zwrot na poziomie 5,3% rocznie. W porównaniu do lokat bankowych jest to świetny wynik. Sytuacja wygląda jednak dużo gorzej, gdy zagłębimy się w szczegóły. Czynsz, który otrzymujemy od najemcy, nie uwzględnia wielu kosztów, które musimy ponosić w związku z utrzymaniem nieruchomości.

### Przykład:

- + 2200 zł czynsz, jaki płaci nam najemca;
- 400 zł czynsz do wspólnoty ponoszony przez nas;
- 150 zł zryczałtowany podatek od przychodu 8,5%;
- 200 zł zaliczka na poczet przyszłych remontów.

Podchodząc w miarę rzetelnie do wyliczeń okazuje się, że nasz rzeczywisty dochód wynosi nie 2200 zł, lecz 1450 zł. Ciągłe jednak wyliczenia nie uwzględniają starzenia się budynku. W końcu każdy z nas woli mieszkać w nowej, pięknej dzielnicy lub w nowym budownictwie. Jeżeli przyjmiemy, że na skutek starzenia się nasz budynek traci 1% rocznie, to w układzie miesięcznym musimy nasz dochód pomniejszyć o kolejne 400 zł.

Okazuje się zatem, że nasz dochód z wynajmu mieszkania wynosi nie 2200 zł, lecz 1050 zł, co przy wartości nieruchomości na poziomie 500.000 zł daje nam rzeczywisty zwrot z najmu wynoszący 2,5%. Na takim poziomie kształtuje się rzeczywista rentowność z najmu mieszkań. Rentowność z wynajmu mieszkań jest niska z kilku powodów.

Po pierwsze, jest w miarę łatwo kupić mieszkanie i znaleźć najemcę. Wszystko rozbija się o cenę.

Po drugie, „tanie” kredyty w CHF doprowadziły do napompowania bańki spekulacyjnej. Ceny, co prawda już spadły, ale nadal są utrzymywane na wysokich poziomach, w efekcie „tanich” kredytów w PLN, zależnych od wysokości stóp procentowych. Te, jak wiecie, znajdują się na historycznych minimach.

## **Jak możemy uzyskać ekspozycję na rynek nieruchomości cechujący się wyższymi zwrotami?**

Zasadniczo nieruchomości mieszkalne od zawsze generowały dużo niższy zwrot niż nieruchomości komercyjne, gdyż mieszkanie możemy kupić i wynająć w miarę prosto. Wszystko zależy od ceny. Skoro tak, to tego typu strategia ma wielu naśladowców, co z kolei obniża jej rentowność.

Lokale komercyjne dla odmiany wymagają większego zaangażowania i przede wszystkim dużej znajomości lokalnego rynku. Jednocześnie ceny wielu lokali komercyjnych są na tyle wysokie, że ich cena stanowi pewną barierę wejścia. Mamy zatem rynek o wyższej rentowności, ale jednocześnie rynek trudniejszy.

Może się wydawać, że dla osób bez dużej znajomości lokalnego rynku oraz nieposiadających dużego kapitału inwestycja w lokale komercyjne praktycznie nie istnieje. Nie do końca. Są pewne typy funduszy zwane REIT'ami, zapewniające nam ekspozycję na nieruchomości pod wynajem.

## **Czym jest REIT?**

Real Estate Investment Trust jest niczym innym jak funduszem inwestującym w lokale pod wynajem. Istnieją zarówno fundusze inwestujące w centra handlowe, szpitale, hotele, czy apartamentowce na wynajem. Większość funduszy operuje w krajach rozwiniętych, tj. USA, Japonia, Kanada, a także w krajach Europy Zachodniej. Obecnie jednak powstają liczne REIT'y w Singapurze czy Hong Kongu.

Konstrukcja REIT'ów odróżnia je od innych funduszy w ten sposób, że co najmniej 75% kapitału muszą one lokować w nieruchomości pod wynajem, a 90% zysków funduszu musi być przekazywanych udziałowcom, dzięki czemu zwolnione są one z podatku dochodowego.

## **Na jakiej zasadzie działa REIT?**

W momencie utworzenia funduszu typu REIT akcjonariusze wpłacają środki. Czasami fundusz zleca deweloperom budowę centrum handlowego lub apartamentowca. W innych przypadkach fundusz kupuje gotowe obiekty pod wynajem. Koszty obsługi funduszu pokrywające zarządzanie nieruchomościami pochłaniają zazwyczaj 5-10% przychodów z najmu. W szczególnych przypadkach koszty mogą wahać się od 3,44 do astronomicznych 24%, co widzicie na przykładzie REIT'ów notowanych na giełdzie w Singapurze.

## Costs in managing Reits

Reits	Fee as % of revenue*	Gearing ratio (%)	Dividend yield (%)
Keppel Reit	24.71	43.30	7.00
Suntec Reit	15.32	34.70	5.80
Parkway Life Reit	10.01	35.20	5.30
Frasers Commercial Trust	10.00	37.10	6.40
Mapletree Logistic Trust	9.90	38.50	6.80
Far East Hospitality Trust	9.87	31.40	6.50
First Reit	9.80	33.10	6.00
OUE Hospitality Trust	8.23	32.70	7.40
Soilbuild Business Space Reit	8.04	35.40	7.40
Cache Logistic Trust	8.03	31.20	7.80
Mapletree Greater China Commercial Trust	7.83	36.20	7.00
IR Reit Global	7.71	31.80	8.10
Keppel DC Reit	7.71	26.70	6.00
CDL Hospitality Trust	7.70	31.70	6.70
SPH Reit	7.68	26.00	4.80
Frasers Centrepoint Trust	7.63	29.30	5.70
Starhill Global Reit	7.59	29.00	5.60
Frasers Hospitality Trust	7.47	38.40	7.30
OUE Commercial Trust	7.17	38.30	7.30
Lippo Mall Retail Trust	6.87	31.20	8.50
Viva Industrial Trust	6.65	44.30	8.80
Mapletree Commercial Trust	6.64	36.40	5.60
Cambridge Industrial Trust	6.61	34.80	7.60
Saizen Reit	6.42	36.50	7.60
CapitaLand Mall Trust	6.33	33.80	5.10
Aims AMP Industrial Trust	6.26	31.40	7.90
Sabana Industrial Reit	6.15	38.00	6.80
Ascendas Reit	5.66	34.00	6.60
Fortune Reit	5.61	29.40	5.80
CapitaLand Retail China Trust	5.32	28.70	6.40
Mapletree Industrial Trust	5.27	30.60	6.70
CapitaLand Commercial Trust	5.17	29.30	5.70
Ascott Residence Trust	4.82	38.50	6.50
Ascendas Hospitality Trust	3.44	37.20	8.50

\* For latest completed financial year. For K-Reit and Suntec Reit, revenue does not include rental support and contributions from associates/JVs

Source: RHB SECURITIES ST GRAPHICS

### REIT, a ETF na REIT'Y.

Sam fundusz typu REIT można porównać do pojedynczego przedsiębiorstwa, którego akcje notowane są na giełdzie. Inwestowanie w pojedynczy REIT obarczone jest sporym ryzykiem, podobnie jak kupno akcji wyłącznie jednej firmy.

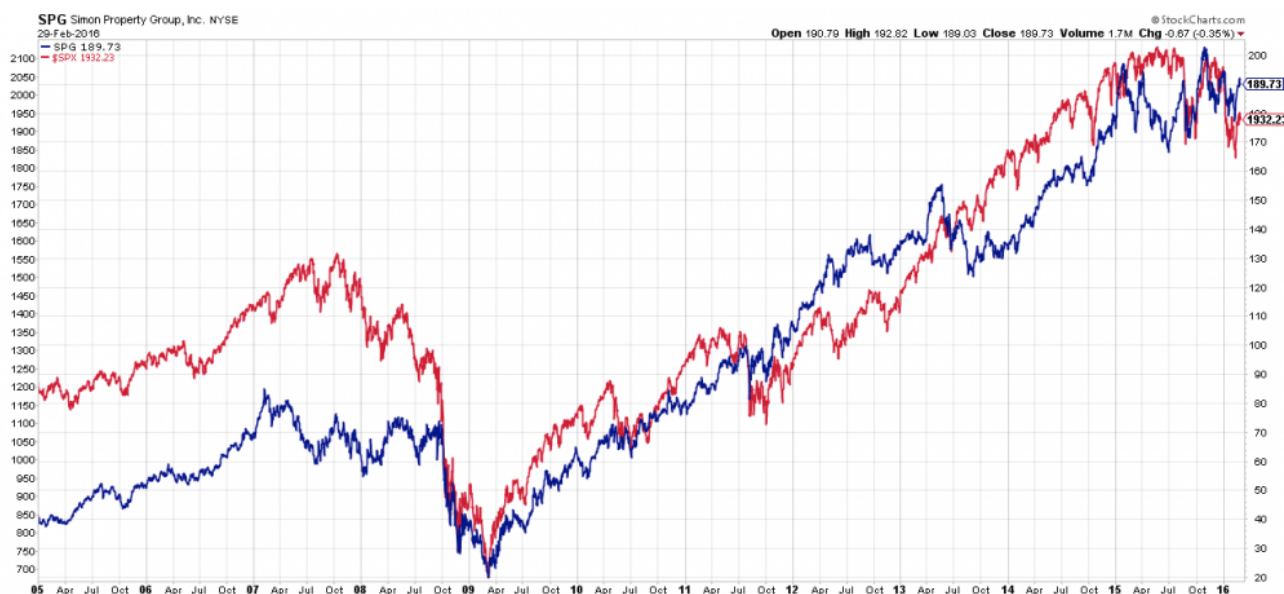
Pewnym rozwiązaniem są ETF'y na REIT'y, które inwestują w kilkanaście lub kilkadziesiąt REIT'ów na całym świecie, dzięki czemu ryzyko związane z potencjalnymi problemami jednego funduszu jest minimalizowane.

### Problem z inwestowaniem poprzez REIT'y.

Udziały w poszczególnych REIT'ach czy ETF'ach na REIT'Y możemy nabyć równie łatwo, jak poszczególne akcje czy fundusze akcji. Obecnie jednak ceny większości REIT'ów są po prostu drogie, w efekcie czego wypłacają one niską dywidendę.

Jeżeli przychody z najmu są w miarę stabilne, a ceny akcji rosną, to automatycznie spada dywidenda w ujęciu procentowym.

Dla przykładu poniżej zamieszczam wykresy REIT'u Simon Property Group, inwestującego w galerie handlowe w USA (kolor niebieski) oraz indeksu S&P 500 (kolor czerwony).



Źródło: Stockcharts.com

Jak widzicie zmiana cen REIT'u jest bardzo silnie skorelowana z indeksem akcji i podobnie jak akcje REIT jest obecnie bardzo drogi, w efekcie czego dywidenda w ujęciu procentowym spadła do 3,3%, podczas gdy na początku 2009 roku przekraczała 13%.

Podobnie zresztą wygląda sytuacja indeksu replikującego zmiany cen globalnych REIT'ów oraz indeksu akcji dla krajów rozwiniętych, w których to operuje ponad 90% REIT'ów.





Źródło: Stockcharts.com

Praktycznie na całym świecie mamy znacznie przewartościowane ceny nieruchomości oraz REIT'ów, co potwierdza bardzo niska dywidenda.

Lp.	Nazwa	Ticker	Giełda	Typ	Struktura nieruchomości	Stopa dywidendy
1	Simon Property Group	SPG	NYSE	Galerie handlowe	95% USA, 3% w Japonii	3,36%
2	Sun Hung Kai Properties Limited	0016.HK	HKSE	Hotele, biura, budynki przemysłowe, galerie handlowe	70% Hong Kong, 30% Chiny	1,76%
3	Public Storage	PSA	NYSE	Magazyny i skrytki	USA 97%, Zachodnia Europa 3%	2,68%
4	Mitsui Fudosan	8801	Japan SE	Hotele, biurowce, galerie handlowe	95% Japonia	1,06%
5	Equity Residential	EQR	NYSE	Apartamenty mieszkalne	USA	2,96%
6	Unibail-Rodamco	UL.PA	Paris Euronext	Galerie handlowe, galerie sztuki, biurowce	Europa Zachodnia, głównie Francja (62%)	4,26%
7	General Growth Properties	GGP	Paris SE	Galerie handlowe, biura	USA	2,75%
8	Welltower	HCN	NYSE	Placówki medyczne i socjalne dla osób starszych	USA	5,42%
9	AvalonBay Communities	AVB	NYSE	Apartamenty mieszkalne	USA	3,15%
10	Henderson Land Dev	0012.HK	HKSE	Apartamenty mieszkalne, galerie handlowe	65% Hong Kong, 35% Chiny	2,53%

Źródło: Opracowanie własne.

## Podsumowanie

Jak widzicie, zajmując pozycję w REIT'ach możemy w relatywnie łatwy sposób uzyskać ekspozycję na rynek nieruchomości oraz czerpać dochody z najmu. Najważniejszy jest jednak timing. Aktualnie większość REIT'ów jest piekielnie przewartościowana, w efekcie czego płacą rekordowo niską dywidendę. Wyjątkiem są REIT'y notowane w Azji, głównie w Singapurze płacące 6-8% dywidendę. Zagrożenie jest jednak takie, że w przypadku globalnej bessy ich ceny także zejść do znacznie niższych poziomów.

Co nam zatem po kilku procentach dywidendy, skoro w tym samym czasie kurs naszego funduszu spadnie dwa czy trzy razy tyle?

Porównując jednak zwrot z wynajmu mieszkania ze zwrotem z bardzo przewartościowanych REIT'ów, to te drugie są tak czy tak lepszym rozwiązaniem. Niezależnie jednak od wyboru, dziś nie jest dobry moment na inwestycje w nieruchomości w Polsce (niskie stopy procentowe + fatalna demografia) ani w REIT'y (ceny wywindowane 5-letnią hossą).

Najlepsze co możemy zrobić, to uzbroić się w cierpliwość i spokojnie poczekać na kontynuację spadków na rynkach akcji, które naturalnie przełożą się na rynek nieruchomości i w perspektywie 12-18 miesięcy zająć pozycję w zdołowanych cenach ETF'ów na REITY. Odpowiedni moment wejścia zapewni nam po pierwsze przyzwoitą dwucyfrową dywidendę. Po drugie, szanse na ponowny wzrost cen REIT'u podczas kolejnej hossy.

*Trader21*

## Surowce – aktywa kolejnej dekady.

Wielu inwestorów często skupia się na wybranych grupach aktywów. Niektórzy inwestują wyłącznie w akcje, inni w nieruchomości. Tymczasem, co jakiś czas rynek sam podrzuca nam okazje; wystarczy tylko mieć wystarczającą wiedzę, aby z nich skorzystać. Obecnie, taką okazją wydają się być surowce – bodajże najbardziej „znienawidzona” grupa aktywów.

Do określenia sytuacji na rynku surowców mogą nam posłużyć różne indeksy. Najstarszym z nich jest CRB, replikujący zmiany 19 najbardziej popularnych surowców. Do 2005 roku indeks przyznawał wszystkim surowcom identyczny udział. Po zmianach surowcom rolnym przyznano 41% udziału w indeksie, surowcom energetycznym 39%, metalom przemysłowym 13%, a metalom szlachetnym 7%. W związku z tym indeks nie do końca dokładnie odwzorowuje zmiany cen.

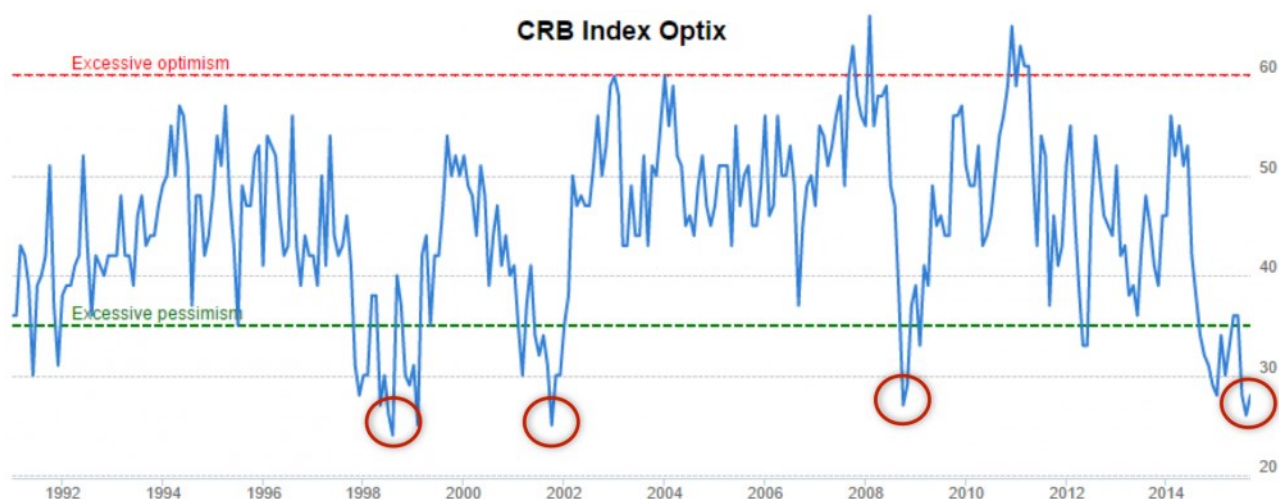


Indeksów surowcowych mamy wiele, ale generalnie możemy podzielić je na trzy grupy:

- surowce energetyczne,
- metale przemysłowe,
- surowce rolne.



## Jak wygląda nastawienie inwestorów do surowców?



Źródło: secularinvestor.com

Obecnie, około ponad 73% inwestorów jest negatywnie nastawionych do surowców.

Prześledźmy teraz, co się działo w przeszłości, gdy wśród inwestorów panował pesymizm równie silny jak obecnie:

- 1999 rok – ceny w ciągu roku wzrosły o 30%.
- 2002 rok – rozpoczęła się sześciolatnia hossa zakończona bańką spekulacyjną, w trakcie której ceny surowców wzrosły o 260%.
- 2009 rok – rozpoczęła się dwuletnia hossa, w trakcie której ceny surowców wzrosły o 80%.

### Dlaczego skrajny pesymizm zazwyczaj zapowiada wzrosty?

Założmy, że mamy sytuację taką jak obecnie, gdy króluje skrajny pesymizm. Absolutna większość inwestorów pozostaje wówczas poza rynkiem. Ekspozycje na surowce ma wyłącznie bardzo mała grupa. Większość stoi z boku. W pewnym momencie, spadki się zatrzymują i ogromny kapitał, który do tej pory był pesymistycznie nastawiony, wraca na rynek, doprowadzając do silnych wzrostów.

Z sytuacją odwrotną mamy do czynienia, gdy ceny znajdują się na rekordowo wysokich poziomach, kiedy to wśród inwestorów panuje hurra optymizm. Większość inwestorów, która zwróciła uwagę na inwestycje w surowce, już w nie zainwestowała. A zatem, brakuje nam nowego kapitału, który mógłby podbić wyceny. Zwróćcie uwagę na fakt, że poziom skrajnego optymizmu wystąpił zarówno w 2008, jak i w 2011 roku – czyli tuż przed rozpoczęciem spadków.

Jakkolwiek, poziomy skrajnego optymizmu lub pesymizmu, są w miarę dobrymi wskaźnikami, ułatwiającymi wyznaczenie szczytów czy dołków.

### **Surowce – szersze spojrzenie.**

Surowce przykuwają moją uwagę ze względu na pewną analogię do lat 70-tych ubiegłego wieku. Do czasu wprowadzenia systemu z Bretton Woods w 1944 roku, Stany Zjednoczone prowadziły bardzo rozsądną politykę monetarną ze względu na ograniczenia, jakie stawał częściowy standard złota.

Sytuacja zaczęła się zmieniać w latach 60-tych, kiedy to wprowadzono w życie program „Wielkiego Społeczeństwa” oraz rozpętano wojnę w Wietnamie. Nie mając źródeł finansowania, rozpoczęto dodruk dolarów. Ostatecznie, w obiegu znalazło się dużo więcej dolarów niż złota, stanowiącego jego pokrycie.

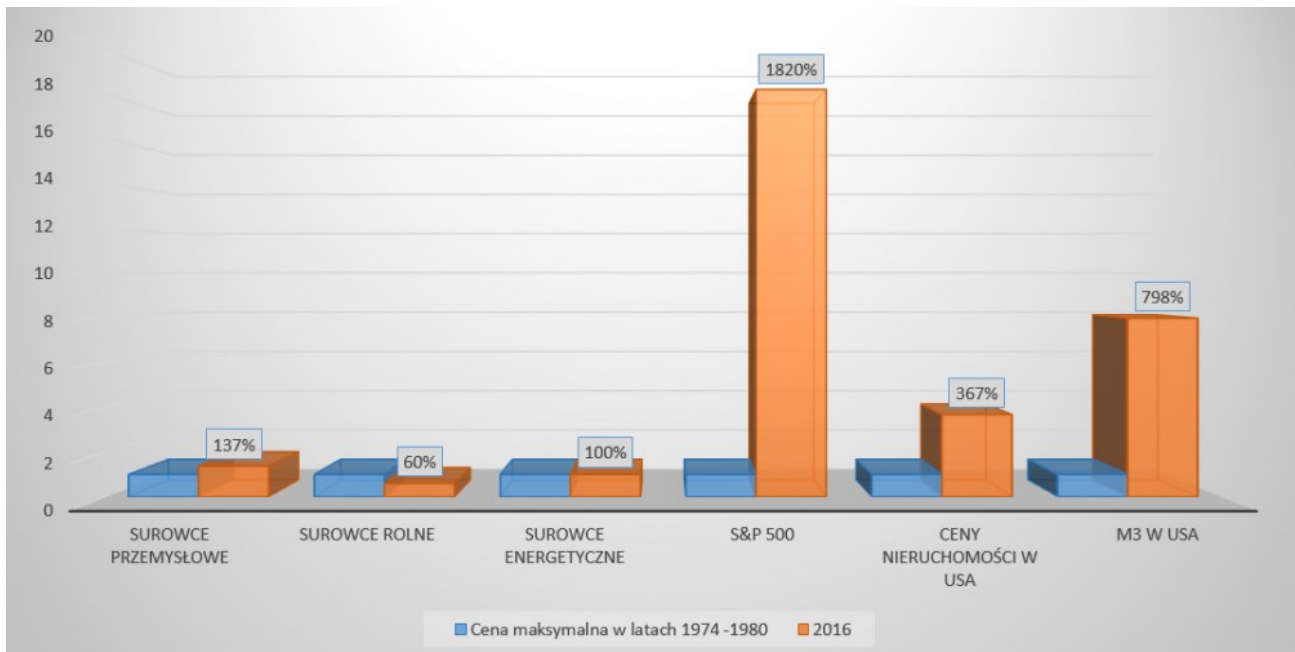
W końcu, w 1971 roku Nixon zerwał ostatni link do złota, a następująca po tym inflacja była nie tyle efektem odejścia od standardu złota, lecz dodruku realizowanego przez wcześniejszą dekadę. Wysoka inflacja sprawiła, że inwestorzy zaczęli szukać metod przechowania kapitału w aktywach materialnych. Doprowadziło to do wielkiej hossy surowcowej, której szczyt przypadł na rok 1980.

Obecnie mamy sytuację podobną. Banki centralne na całym świecie od 7 lat zwiększają podaż waluty. Jeszcze nie mamy wysokiej inflacji – tylko dlatego, że spada tempo cyrkulacji pieniądza (efekt spowolnienia gospodarczego). Docelowo jednak, dodruk zawsze, w tej czy innej formie, przedostaje się do realnej gospodarki, wpływając na wzrost inflacji.

Dziś, podobnie jak w latach 70-tych, nie mamy wielu sposobów ochrony kapitału. Akcje, jak i nieruchomości w krajach rozwiniętych, są bardzo drogie, co zawdzięczamy polityce zerowych stóp procentowych. Przy obecnych cenach oraz poziomie zadłużenia, obligacje w zasadzie są gwarantem straty. W takim otoczeniu, kapitał może znowu napływać w kierunku surowców, podobnie jak stało się to 45 lat temu.

### **Ceny surowców dziś oraz w latach 70-tych.**

Aby pokazać Wam skalę niedowartościowania surowców, nałożyłem na siebie ceny / wartości poszczególnych grup aktywów w latach 70-tych i dziś.



Źródło: opracowanie własne.

Na przestrzeni 4 dekad ceny akcji w USA wzrosły ponad 17 razy. Ceny nieruchomości wzrosły o 270%. Podaż pieniądza M3 wzrosła o 700%.

### Na jakich poziomach są ceny surowców?

Mimo ogromnej inflacji, na przestrzeni 40 lat ceny w ujęciu dolarowym praktycznie się nie zmieniły. Co więcej, ceny surowców rolnych nawet spadły o 40%. Międzyczasie dokonał się oczywiście postęp technologiczny, przekładający się na spadek cen, ale jak w takim razie uzasadnić wzrost cen nieruchomości o 267% podczas gdy ceny surowców przemysłowych wzrosły zaledwie o 37%?

### Podsumowanie

Ceny – zarówno surowców przemysłowych, rolnych oraz energetycznych – spadają nieprzerwanie od 2011 roku. Obecnie znajdują się na poziomach, przy których potencjał do dalszych spadków jest już poważnie ograniczony. Inwestowanie w surowce nie jest już jednak takie proste, jak zakup akcji czy ETF-ów. Inwestując w surowce, możemy albo inwestować w kontrakty na surowce, jak i przez ETN-y na surowce. W obu przypadkach mamy efekt contanga, wpływający na nasz wynik finansowy. Co prawda, w przypadku metali przemysłowych i surowców rolnych, wynosi on odpowiednio: 1,8% i 3,7%. Dla surowców energetycznych natomiast, kształtuje się na astronomicznym poziomie 30%!!!

Pewną alternatywą są spółki surowcowe, ale w ich przypadku mamy do czynienia ze sporym lewarem. Co prawda, po 70-90% spadkach cen ich akcji, licząc od 2011 roku, wiele z nich jest rzeczywiście tanich, ale nie wiemy, ilu z nich uda się uniknąć bankructwa. Potencjał zawarty w spółkach, którym uda się przetrwać, jest natomiast ogromny.

Odnosząc tę sytuację do innego sektora: od połowy stycznia cena złota wzrosła o 14% w ujęciu dolarowym. W tym samym czasie małe spółki wydobywcze (GDXJ) podrożały o ponad 50%. Tak działa lewar. Niestety, działa on w obu kierunkach. Pamiętajcie o tym, rozważając inwestycje w surowce.

*Trader21*



## Szaleństwa Europejskiego Banku Centralnego.

Pod koniec zeszłego tygodnia Europejski Bank Centralny wszedł w nowy etap szaleństwa. Bank centralny, który powinien stać na straży stabilizacji monetarnej, robi wszystko co w jego mocy, aby zniszczyć wspólną walutę. Jeszcze 10 lat temu podobne działania podejmowane były wyłącznie przez przesiąkniętą korupcją banki centralne krajów Trzeciego Świata. Dziś jednak mamy do czynienia z nowym standardem, z którego konsekwencji niestety mało kto zdaje sobie sprawę. Wracając jednak do konkretów: na czwartkowym posiedzeniu ogłoszono kilka zmian, z których trzy mają bardzo istotne znaczenie.

**a)** Obniżono z  $-0,3\%$  do  $-0,4\%$  stopę depozytową. Od czasu wprowadzenia negatywnych stóp procentowych banki komercyjne płaciły za możliwość przechowania kapitału na kontach EBC. Po czwartkowej decyzji opłaty te wzrosną. Kwestią czasu pozostaje, kiedy banki komercyjne zaczną pobierać od nas podobne opłaty. Nie dość, że banki praktycznie nie płacą już odsetek, to niedługo przyjdzie nam płacić za możliwość pożyczania bankom naszych pieniędzy.

**b)** Zwiększono skalę dodruku z 60 do 80 mld EUR miesięcznie. Przy obecnym tempie EBC niszczy walutę szybciej niż robił to FED podczas ostatniej rundy QE, zwiększając podaż waluty o prawie 1 bln EUR rocznie. Dla porównania, w 2006 roku bilans EBC wynosił 1 bln EUR, czyli tyle ile obecnie dodrukujemy co roku.

**c)** Rozszerzono zakres skupu obligacji. O ile wcześniej EBC skupował głównie dług rządowy, o tyle obecnie zajmie się także skupem obligacji korporacyjnych. Twoja korporacja jest bankrutem i nikt na rynku nie chce pożyczyć jej kapitału (skupić obligacji)? Nie ma problemu, EBC ci pomoże. Wygląda na to, że banki komercyjne umoczone w amerykańskich obligacjach łupkowych, domagają się kolejnego zakamuflowanego bail-out'u. Raczej nie przypadkiem od czasu decyzji EBC notowania funduszu obligacji śmieciowych wzrosły o ponad 10%.

Tak radykalne kroki świadczą, że EBC zachowuje się, jakby miał nóż na gardle. Pytanie tylko, czy Europie potrzebne są takie działania?

### Rentowność obligacji krajów europejskich.

W 2011 roku wśród inwestorów zapanowała obawa, czy aby długi euro-bankrutów zostaną kiedykolwiek spłacone. Wiele krajów, jak chociażby: Włochy, Hiszpania, Grecja, Irlandia czy Francja, miały poważny problem z pozyskaniem finansowania. Rentowność 10-letnich obligacji Portugalii sięgnęła 14%. Był to moment, w którym bankrutstwa oczyszczające system były naprawdę blisko.

Politycy obawiając się jednak rozpadu politycznego projektu jakim jest Euro, ogłosili, iż zrobią wszystko co jest konieczne, aby uratować wspólną walutę.



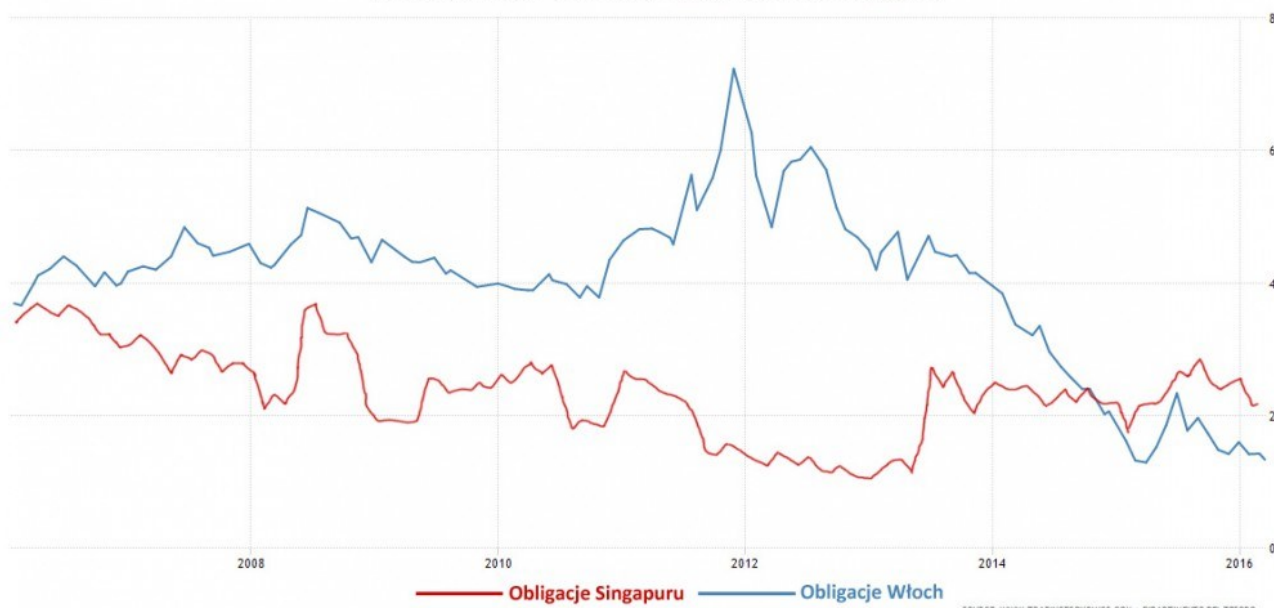
Źródło: [estrategiastendencias.blogspot.com](http://estrategiastendencias.blogspot.com)

Przekaz dla inwestorów był jasny – zbliża się dodruk. Albo Niemcy pozwolą, aby EBC za dodrukowane euro skupił długi, których nikt nie chce, albo zrobi to zakulisowo inny bank centralny.

W każdym razie, sytuacja zaczęła się uspokajać. EBC zwiększył podaż Euro, kupując tym samym czas. Inwestorzy mając za sobą bank centralny z nieograniczonym kapitałem, zaczęli ponownie inwestować w obligacje rządowe nie dla 4-5% odsetek, ale po to, aby po roku czy dwóch odsprzedać obligacje po wyższej cenie. Ostatecznie, jeżeli bank centralny skupuje obligacje, to automatycznie generuje dodatkowy popyt. Ten z kolei wpływa na obniżenie rentowności obligacji, czyli na wyższe ceny.

Mając kupca w postaci EBC, ceny obligacji europejskich osiągnęły ekstremalnie wysokie poziomy (niską rentowność). Poniżej widzicie wykres, przedstawiający odsetki, jakie płać obligacje Włoch oraz Singapuru.

Rentowność 10-letnich obligacji Włoch i Singapuru



Włochy (kolor niebieski) na przestrzeni 20 lat nie dał rady ani razu zbilansować budżetu. Tymczasem, dług Włoch w relacji do PKB przekroczył 132%.

Dla porównania, Singapur (kolor czerwony) nie ma długu netto (dług bilansuje się z funduszami rządowymi). Kraj ten systematycznie wygospodarowuje nadwyżki w budżecie, a obecne tempo wzrostu PKB wynosi 6,5%.

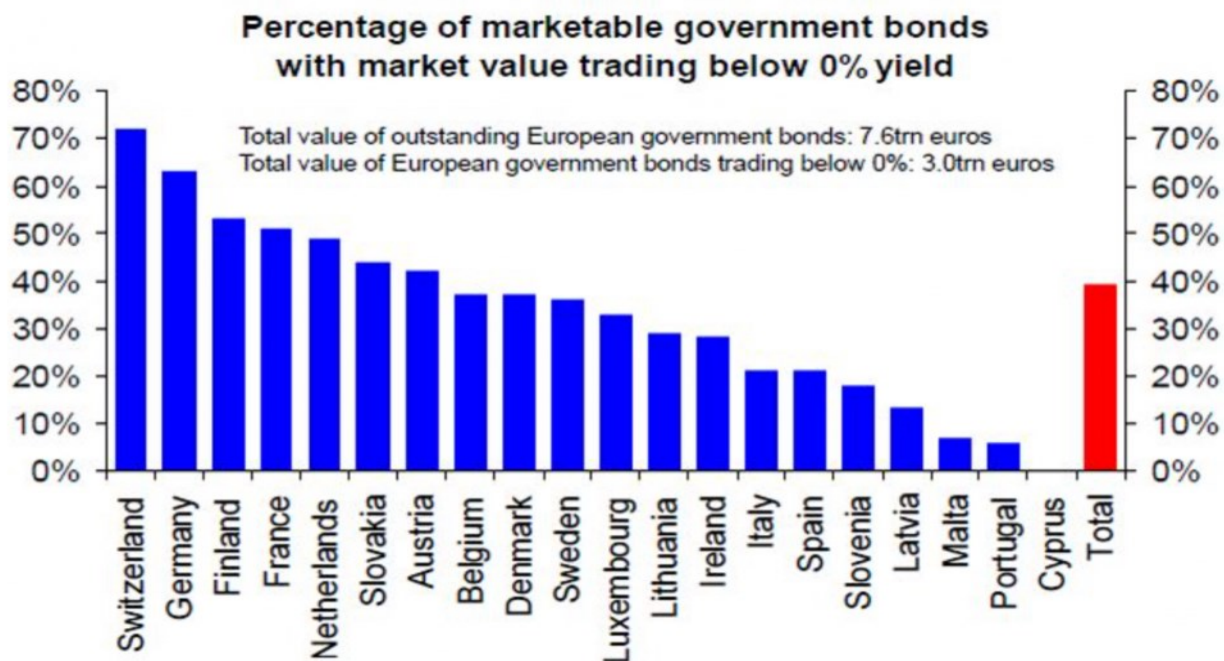
Jak to jest zatem możliwe, że Singapur, by pozyskać finansowanie, musi oferować odsetki na poziomie 2,2% rocznie? Podczas gdy w przypadku zbankrutowanych Włoch wystarczy 1,3% i od razu pojawiają się kupcy na obligacje.

Logicznego wyjaśnienia tu nie znajdziecie, gdyż jest to wypaczenie rynkowe spowodowane interwencjami EBC. Rentowność obligacji Singapuru opiera się na prawach rynkowych, podczas gdy dodruk oraz interwencje EBC sprawiły, iż Włochy mogą dalej się zadłużać, praktycznie nie oferując odsetek.

## Negatywne stopy procentowe

Dowodów na manipulacje cenami obligacji w Europie jest znacznie więcej. Obecnie 40% wszystkich obligacji rządowych w Europie ma negatywne oprocentowanie. Oznacza to, że poszczególne kraje każą sobie płacić za „przywilej” pożyczania im pieniędzy. Zastanówmy się zatem, kto kupuje obligacje z negatywnym oprocentowaniem?

## Negative interest rates on 40% of outstanding European government bonds



Source: Jack Di-Lizia, Bloomberg Finance LP, DB Research

Załóżmy, że jesteście managerem w funduszu inwestycyjnym. Czy zainwestowalibyście w obligacje z negatywnym oprocentowaniem, czyli gwarancją straty? Oczywiście, że nie, gdyż udziałowcy natychmiast zastąpiliby was kimś bardziej rozsądnym.

Zresztą, negatywne oprocentowanie obligacji rządowych nie jest jedynym zagrożeniem. Jeżeli EBC straciłby kontrolę nad stopami procentowymi i rentowność obligacji wróciłaby do normalnych poziomów, cena waszych obligacji spadłaby o kilkadziesiąt procent.

Jeżeli jednak EBC stanąłby na głowie, aby utrzymać niską rentowność (wysoką cenę) obligacji, to przyspieszyłby dodruk, wywołując inflację, która zniszczyłaby siłę nabywczą pieniądza. Co z tego, że inwestują 1 mln? Po 10 latach otrzymalibyście, powiedzmy, 950 tys. jeżeli rzeczywista wartość waluty spadłaby o połowę.

Czy w takim otoczeniu istnieje jakiegokolwiek logiczne uzasadnienie za inwestycjami w dług rządowy o negatywnym oprocentowaniu? Oczywiście, że nie. Dużo bezpieczniej jest przechować kapitał w gotówce.

Kto zatem kupuje obligacje o negatywnym oprocentowaniu? Na pewno nikt, kto inwestuje środki w poszukiwaniu zysku czy ochrony kapitału. Pozostają zatem banki centralne, instytucje z nimi powiązane oraz nieliczne fundusze emerytalne, zmuszane regulacjami prawnymi.

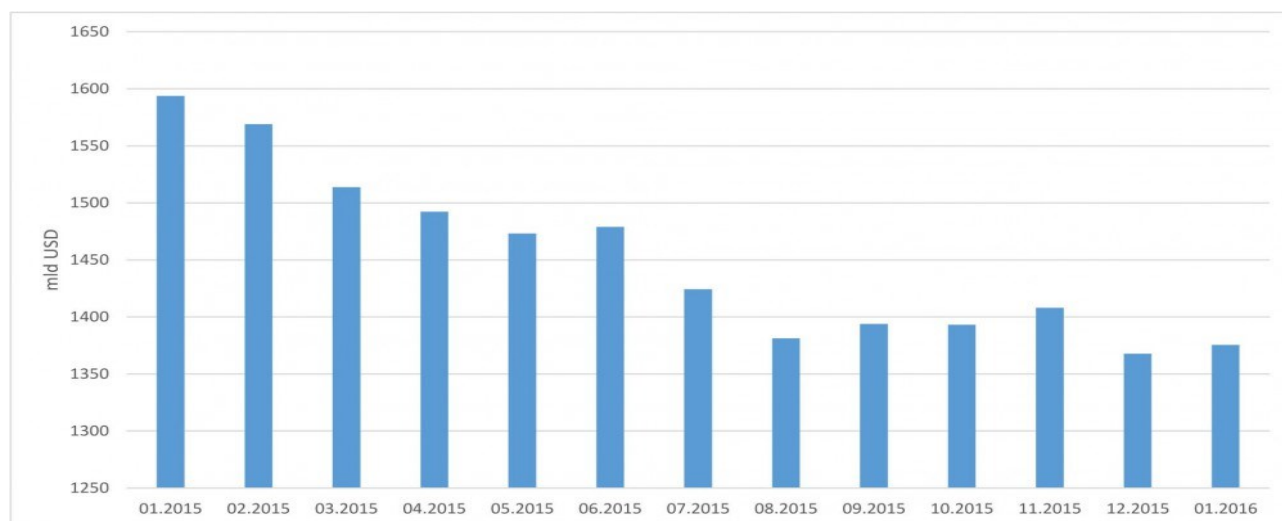
**Jaki cel stoi za sztucznie zaniżaną rentownością europejskich obligacji oraz negatywnymi stopami procentowymi?**

Jedynym uzasadnieniem, jakie mi się nasuwa, to obrona dolara. Banki centralne nigdy nie działają w pojedynkę. Ich działania są ustalane i koordynowane na poziomie Banku Rozrachunków Międzynarodowych z Bazylei, pełniącego rolę banku centralnego dla banków centralnych. Sytuacja pojedynczego kraju czy regionu jest drugorzędna. Najważniejsze jest zapewnienie ciągłości kontroli na poziomie międzynarodowym.

Zresztą, banki centralne jednego kraju wielokrotnie wspierały instytucje w innych krajach. W 2010 roku Ben Bernanke przyznał przed Kongresem USA, że w ramach pomocy, FED udzielił pożyczek wielu europejskim bankom, ale „nie pamięta” ani banków, ani kwot.

Obecnie wiele wskazuje na fakt, iż Europa rewanżuje się Stanom Zjednoczonym. Utrzymując ekstremalnie wysokie ceny obligacji sprawiamy, że europejski rynek długu jest niekonkurencyjny w stosunku do obligacji USA. Inwestorzy zatem dużo chętniej wybierają obligacje amerykańskie, w efekcie czego ucieczka kapitału od dolara powinna się spowolnić.

Poniższy wykres pokazuje, ile obligacji Stanów Zjednoczonych posiadały Chiny oraz Belgia, za którą, jak już wiadomo, stali właśnie Chińczycy.



Źródło: opracowanie własne.

Tylko na przestrzeni zeszłego roku Chiny pozbyły się obligacji wartych 230 mld USD. Nie jest to mała kwota. Popyt na USD osłabł także w wyniku niższych cen ropy oraz odchodzenia od dolara jako waluty transakcyjno-rezerwowej. Co więcej, inwestorzy doskonale zdają sobie sprawę, że historycznie najsilniejszy kurs dolara przypadał na moment pierwszej podwyżki stóp procentowych.

Ponad 20-procentowe umocnienie się amerykańskiej waluty, z jakim mieliśmy do czynienia między czerwcem 2014 a połową 2015 roku już uwzględniło podwyżkę stóp w USA. Obecnie, na dolara oddziałuje negatywnie kilka czynników i najwyraźniej BIS (Bank Rozrachunków Międzynarodowych) postanowił coś z tym zrobić.

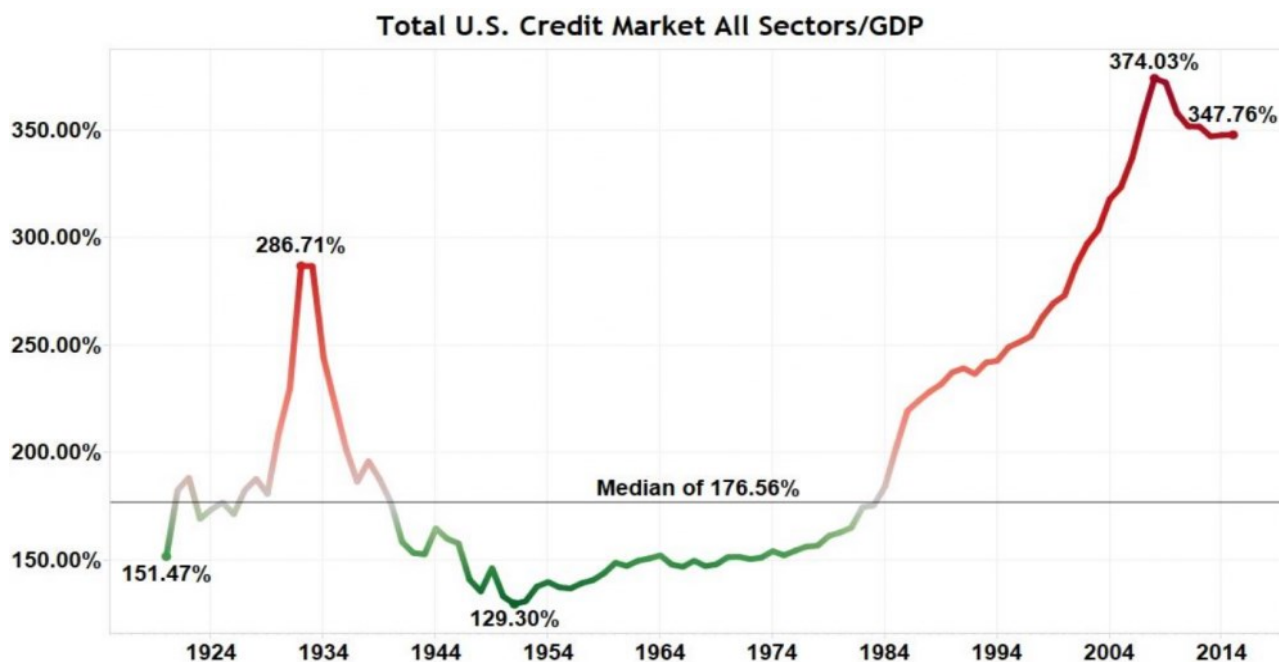
Zniechęcenie zatem inwestorów do inwestowania w obligacje europejskie jest bardzo na rękę FED, który dwoi się i troi, aby podtrzymać mit zdrowej gospodarki i silnego dolara. Zresztą, EBC nie jest jedynym bankiem centralnym, który wprowadził negatywne stopy procentowe, podczas gdy FED, jako jedyny bank centralny, podniósł je o 0,25%. Obecnie, patologiczną politykę monetarną prowadzą także banki: Szwajcarii, Japonii, Szwecji oraz Danii.

## Negatywne stopy procentowe – wyższy cel.

W mojej ocenie, utrzymanie negatywnych stóp procentowych ma jeszcze jeden ważny cel. Chodzi mianowicie o pozbycie się długu nagromadzonego na przestrzeni ostatnich 45 lat. Jeżeli mamy zerowe lub negatywne stopy procentowe, to przy rzeczywistej 4-8% inflacji, wartość długu w relacji do PKB zaczyna nam spadać. Oczywiście, nie dzieje się to w magiczny sposób. Oszczędności klasy średniej dewaluują się równoległe do spadku zadłużenia. Promujemy zatem kredytobiorców kosztem oszczędzających.

Ludzie stojący za systemem monetarnym zdają sobie sprawę, że poziom nasycenia długu na poziomie osobistym, korporacyjnym i rządowym osiągnął swój limit i z obecnych poziomów może zastać zredukowany albo poprzez wyższe stopy procentowe i masowe bankructwa, albo poprzez ukryty podatek inflacyjny. Drugie rozwiązanie jest oczywiście bardziej pożądane, gdyż większość populacji nie rozumie konsekwencji inflacji. Masowe bankructwa natomiast doprowadzą do niepokoju społecznego, przy których łatwo można utracić kontrolę.

Cykl redukcji długów metodą inflacyjną już się zaczął, co widać wyraźnie na przykładzie USA.



Źródło: inflation.us

W 2007 roku całkowity dług USA sięgnął 374% PKB. Osiem lat później spadł poniżej 350%. Czy w tym czasie konsumenci, rząd czy korporacje nagle spłaciły zadłużenie? Oczywiście, że nie. Po prostu, wysoka inflacja zdevaluowała dług szybciej niż przyrastały odsetki.

Wiele wskazuje na fakt, iż tą drogą pójdziemy w kolejnych latach. Banki centralne oficjalnie mówią o konieczności wywołania 2-2,5% inflacji CPI, co w zależności od kraju przekłada się 7-8% rzeczywisty wzrost cen. Różnica ta wynika z podejścia do liczenia inflacji dziś, a przed laty.

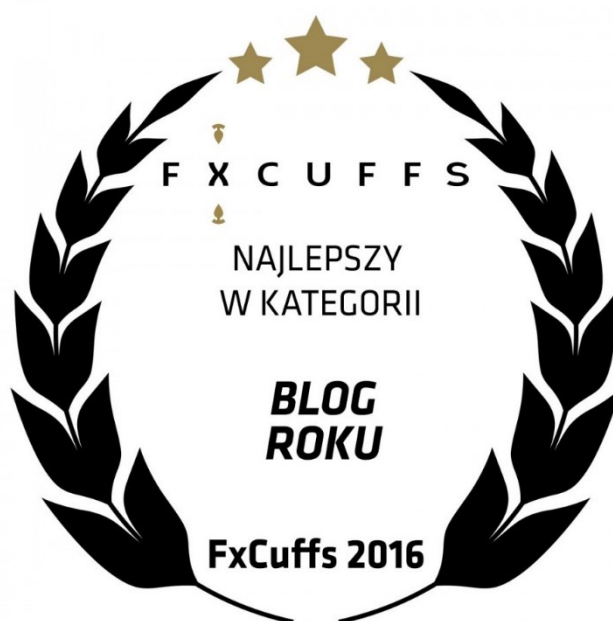
Celem wydaje się być wysoka inflacja rzeczywista, niska inflacja oficjalna CPI oraz zerowe stopy procentowe. Jedno tylko jest zastanawiające: banki centralne skupują większość długu rządowego i w pewnym momencie wejdą w posiadanie większości długu. Ciekawe czego zażyczą sobie w zamian za jego odpisanie w końcowej fazie resetu monetarnego? Czyżby w grę wchodziło oddanie resztek suwerenności narodowej, w zamian za umorzenie fikcyjnego długu?

PS.

Korzystając z okazji chciałbym Wam bardzo podziękować za głosy oddane w konkursie organizowanym przez Fx Cuffs. Dzięki Wam Independent Trader został uznany za Najlepszy Blog Roku 2016. Jest to wyróżnienie o tyle istotne, że ostateczny głos należał do kapituły złożonej głównie z przedstawicieli instytucji finansowych, który ulubieńcem na pewno nie jestem. Przewaga ilości głosów była jednak na tyle duża, że kapituła musiała jedynie zaakceptować werdykt ustalony przez internautów.

Dziękuję Wam.

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.

### O czym pamiętać, inwestując w surowce.

**Autor: Arcadio**

Uważam, że surowce są obecnie mocno niedowartościowane i prawdopodobieństwo, że urosną jest większe niż że spadną.

Niemniej jednak chciałbym przedstawić kilka argumentów schładzających głowę:

1) Możliwość zarobienia na surowcach jak i innych aktywach jest uzależniona od timingu, długoterminowy trend jest wciąż spadkowy więc jeszcze może spadać przez wiele miesięcy, krótkoterminowo zaś np. na Au czy ropie widać wykupienie. Więc wszystko zależy od długości perspektywy inwestycyjnej,

2) Ceny surowców w krótkiej i średniej perspektywie NIE zależą od fundamentów tylko są rozgrywane spekulacyjnie vide dramatyczne wzrosty i spadki. Przecież chyba nikt nie uważa, że choćby zmiany indeksu surowców rolnych w latach 2010-2013 były fundamentalne (najpierw wzrost o 150%, później spadek o 50% i kolejny wzrost o 40%). Pytanie czy inwestując w instrument (bo chyba nie chcecie trzymać pszenicy czy kawy w piwnicy?) wytrzymacie emocjonalnie taką presję przekonani o słuszności Waszego wyboru?

3) Nie dziwi mnie że to indeks spółek S&P 500 urósł najbardziej, bo to właśnie spółki są w stanie osiągać regularnie stopy zwrotu wyższe niż inflacja czy M3. Aktywa statyczne jak surowce czy nieruchomości nie myślą i mogą co najwyżej gonić za inflacją w długim terminie.

4) Co prawda ilość ludzi na świecie rośnie i ich potrzeby również ale w pozyskiwaniu surowców również następuje ogromny postęp. GMO zdobywa świat, następuje szybki przyrost wydajności z hektara, w przypadku surowców energetycznych pojawiają się coraz wydajniejsze technologie pozyskiwania energii odnawialnej, dodatkowo unowocześniają się technologie poszukiwawcze. W przypadku surowców przemysłowych powyżej pewnej ceny bardziej opłacalny staje się recykling.

Podsumowując, widzę duży potencjał w surowcach ale i ogromne ryzyko.



## Garść informacji ekonomicznych.

**Autor: Dante**

Wiele wskazuje, że w najbliższym czasie (w marcu) S&P500 może osiągnąć lokalne ekstremum ceny i jest relatywnie blisko silnych poziomów oporu (ok.2020). Poza tym, ostatnie dane na temat PMI za luty dla największych państw świata są bardzo rozczarowujące – względem stycznia wszędzie nastąpił spadek od 1 do kilku punktów procentowych (to powinno dać do myślenia).

<http://www.investing.com/analysis/top-could-be-in-or-es-could-megaphone-some-more-200120454>

Niemiecki Index ZEW spada – względem stycznia w lutym spadł o ponad 9 punktów procentowych do 1%.

<http://www.bankier.pl/gospodarka/wskazniki-makroekonomiczne/indeks-zew-deu>

I jest to jest zbieżne z wykresem LEI dla Niemiec:

<https://www.conference-board.org/data/bcicountry.cfm?cid=4>

Swoją drogą, analiza wykresów LEI i CEI (sporządzone przez Conference Board) daje niejednoznaczne wnioski – dla połowy krajów występują jeszcze wzrosty, a dla połowy stagnacja, czyli zawierucha na rynkach finansowych nie przeniosła się jeszcze w pełni do realnej gospodarki.

Poza tym, obecną sytuację na giełdzie dobrze też obrazuje kapitalizacja (w skrócie iloczyn ceny i wolumenu) – w tym przypadku obraz staje się bardziej jednoznaczny niż w przypadku samego wykresu ceny. Łatwiej wychwycić momenty Minsky'ego (maksimum podczas hossy lub minimum podczas bessy).

<http://inflation.us/global-crash-to-get-much-worse/>

<http://www.advisorperspectives.com/dshort/updates/Market-Cap-to-GDP>

Kierując się zmianą kapitalizacji zamiast wyłącznie zmianą ceny można szybciej odkryć z jakich rynków kapitał odchodzi i na jakie wchodzi – przykładowo, analizując tę kapitalizację inwestor na przełomie lat 60. i 70. wyszedłby z akcji (na rzecz innego rynku) i uniknąłby 10 lat stagnacji. Poniżej w prawdzie wskaźnik Buffeta (Kapitalizacja/PKB), ale bardzo dobrze oddaje on charakter zachowania kapitalizacji.

<http://b-i.forbesimg.com/jessecolombo/files/2013/11/MarketCapGDP15.png>

Swoją drogą, moim zdaniem wskaźnik Buffeta należy trochę zmodyfikować – zamiast Cap./GDP powinno być Cap./M3, czy kapitalizacja do podaży pieniądza M3.

Wynika to z prostej analizy M. Rothbarda w „Wielki kryzys w Ameryce” – otóż, stagnacja, a potem załamanie podaży pieniądza M3 przed wielkim kryzysem w USA (w 1929r) nastąpiło szybciej niż krach na giełdzie i krach gospodarczy. Czyli Cap./M3 powinien dawać jeszcze bardziej szybsze i klarowne sygnały inwestycyjne niż Cap./GDP – szkopał w tym, że brak takich analiz/wykresów dla poszczególnych rynków (akcji, obligacji, nieruchomości, surowców), a także konkretnych spółek. Mając takie dane można by zrobić szybką analizę top-down, czyli najpierw wybrać atrakcyjny rynek, a potem obiecujące, konkretne aktywa. Dobrym przykładem są spółki surowcowe, które niedawno osiągnęły największe minima kapitalizacji na przestrzeni ostatnich lat.

Spada wartość Margin Debt/GDP, co źle wróży dla giełdy (Margin Debt jest pozytywnie skorelowany ze zwrotami z akcji). Swoją drogą, istnieje ciekawa korelacja między Margin Debt, a kredytami dla przemysłu – spadek/wzrost Margin Debt oznacza spadek/wzrost dla kredytów udzielanych dla przemysłu (na przestrzeni ostatnich 35lat ta korelacja była na poziomie 0,96!).

<http://www.investing.com/analysis/margin-debt%E2%80%99s-message-for-investors-couldn%E2%80%99t-be-more-clear-200120518>

Wycena pszenicy i soi wygląda bardzo ciekawie – znajdują się one bardzo blisko mocnych poziomów wsparcia, a do tego przed nami wiosna, podczas której przeważnie na przestrzeni lat wzrastała wycena tych surowców.

<http://www.investing.com/analysis/why-soy-beans-can-seem-o-be-a-sure-investment-200118726>

<http://www.investing.com/analysis/wheat-cme-daily-forecast---04-march-2016-200120404>

Gold-silver-ratio wygląda jak bańka spekulacyjna – sytuacja bardzo przypomina październik 2008r. Poza tym, obecny miniony tydzień przyniósł ciekawe ruchy na rynku srebra i złota, ale to chyba za wcześnie, aby stwierdzić zmianę trendu dla gold-silver-ratio.

<http://www.zerohedge.com/news/2016-02-28/gold-silver-ratio-breakout-report-28-feb-2016>

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.